

TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC PHẨM/BỆNH VIỆN 2022:

Nhu cầu thuốc và hoạt động khám chữa bệnh dần tăng mạnh trở lại khi thiết lập bình thường mới

Điểm nhấn năm 2021

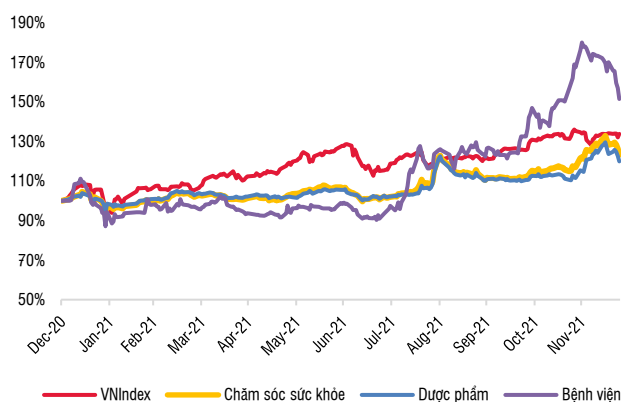
Diễn biến ngành trong năm: TRUNG LẬP

Cổ phiếu ngành chăm sóc sức khỏe (dược phẩm & bệnh viện) tăng 25% so với đầu năm, thấp hơn 9% so với mức tăng của VNIndex. Cụ thể, cổ phiếu của nhóm dược phẩm chỉ tăng 19%, trong khi nhóm bệnh viện tăng tới 51% so với đầu năm.

Cổ phiếu nổi bật: TNH – một bệnh viện mới niêm yết, có mức tăng giá 89% so với đầu năm. Lợi nhuận ròng của TNH trong năm 2021 ước tính tăng 40% so với cùng kỳ, nhờ đóng góp của hai cơ sở khám chữa bệnh mới đi vào hoạt động gần đây.

Ngoài ra, IMP và TRA là những cổ phiếu khác trong ngành cũng có mức tăng mạnh - lần lượt là 38% và 36% so với đầu năm. TRA được hưởng lợi đáng kể từ các sản phẩm R&D thành công gần đây và hoạt động tái cấu trúc trong kênh bán hàng, trong khi IMP hưởng lợi từ nhà máy EU-GMP mới và thương vụ mua lại lượng lớn cổ phần từ SK Group.

Diễn biến ngành trong năm 2021



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Điểm nhấn của ngành trong năm 2021

- Doanh thu dược phẩm giảm sút do giãn cách xã hội kéo dài trong đợt bùng dịch thứ 3 và thứ 4 tại Việt Nam.** Dựa trên số liệu đầu thầu thuốc của Cục Quản lý Dược Việt Nam và nhận định của các công ty dược niêm yết, chúng tôi ước tính tổng doanh thu của ngành dược phẩm Việt Nam năm 2021 giảm 6% so với cùng kỳ, trong đó doanh thu từ các cửa hàng thuốc bán lẻ chỉ tăng +2% so với cùng kỳ và doanh thu tại kênh bệnh viện giảm -14% so với cùng kỳ. Việc áp dụng giãn cách xã hội nghiêm ngặt tại các tỉnh thành, đặc biệt là khu vực miền Nam, đã gây ra sự gián đoạn trong hoạt động cung ứng và phân phối của các công ty dược phẩm. Trong khi đó, nhiều bệnh viện bị buộc phải chuyển đổi thành trung tâm điều trị Covid, khiến doanh thu đầu thầu thuốc giảm mạnh, trong khi kênh bệnh viện hiện chiếm tới hơn 60% nhu cầu dược phẩm.
- Một năm khó khăn đối với các bệnh viện Việt Nam khi số lượng bệnh nhân điều trị Covid tăng nhanh.** Trong năm 2021, các đơn vị chăm sóc đặc biệt (ICU) thường xuyên trong tình trạng quá tải, thiếu hụt một lượng lớn bác sĩ có chuyên môn cao, trong khi việc điều trị các bệnh nhân Covid hầu hết đang phải miễn phí hoặc tính mức phí tương đối thấp. Tuy nhiên, một số bệnh viện vẫn được hưởng lợi khá tốt nhờ doanh thu gia tăng từ dịch vụ xét nghiệm Covid trong giai đoạn bùng phát dịch, đặc biệt là đối với các bệnh viện đã ký hợp đồng với khách hàng là các khu công nghiệp lớn với nhu cầu xét nghiệm thường xuyên cho cán bộ nhân viên.

- **Rất ít công ty dược phẩm trong nước được hưởng lợi từ vắc xin hoặc thuốc điều trị Covid:** Mặc dù nhiều doanh nghiệp dược trong nước thông báo được Chính phủ chấp thuận cho phép nhập khẩu vắc xin, hiện tại mới chỉ có VNVC là đơn vị duy nhất ngoài Bộ Y tế thực hiện hoạt động này, lý do vì thủ tục nhập khẩu vắc xin tương đối phức tạp. Trong khi đó, hoạt động sản xuất và nhập khẩu thuốc điều trị Covid được kiểm soát chặt chẽ bởi chính phủ và mới chỉ một số ít đơn vị tư nhân được phép tham gia, chẳng hạn như Stellapharm (công ty FDI do Stada sở hữu), hiện là đơn vị duy nhất trong nước sản xuất Molnupiravir (một loại thuốc đặc trị Covid chính). Tuy nhiên, chính phủ cũng đang bắt đầu cho phép nhiều công ty dược phẩm khác trong nước đăng ký sản xuất thuốc điều trị Covid dựa trên bản quyền thuốc được nhượng lại gần đây từ Pfizer và MSD.
- **Thuốc nhập khẩu vẫn chiếm ưu thế trên thị trường.** Theo Tổng cục Hải quan, tổng giá trị nhập khẩu thuốc của Việt Nam trong năm 2021 tiếp tục tăng 5,3% so với cùng kỳ do nguồn cung thuốc nội địa hầu như không tăng thêm vì tiền độ đình trệ của nhiều nhà máy sản xuất trong nước, cùng với nhu cầu gia tăng đối với thuốc đặc trị Covid từ các công ty thuốc nước ngoài. Như vậy, tổng thị phần thuốc nhập khẩu của Việt Nam tăng nhẹ lên 58% trong năm 2021 từ mức 56% trong năm 2020, tiếp tục chiếm ưu thế so với thuốc sản xuất nội địa.
- **Kết quả kinh doanh năm 2021 của các công ty trong ngành có sự cải thiện nhẹ:** Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2021 của các công ty chăm sóc sức khỏe niêm yết trong nước đạt 14,8 nghìn tỷ đồng (-1,8% so với cùng kỳ). Tổng lợi nhuận ròng đạt 2,03 nghìn tỷ đồng (+10,5% so với cùng kỳ). Mặc dù doanh thu đi ngang do nhu cầu chăm sóc sức khỏe giảm sút, nhưng lợi nhuận ròng vẫn tăng trưởng tương đối tốt khi các công ty thực hiện chiến lược cắt giảm chi phí và giảm mức chiết khấu bán hàng trong năm.
- **Định giá ngành phản ánh đúng câu chuyện trong năm 2021.** Đối với các công ty dược phẩm y tế mà chúng tôi nghiên cứu, hệ số P/E trung bình năm 2021 là 16,2x (chỉ cao hơn một chút so với mức P/E 15,9x trong năm 2020) và phản ánh đúng mức tăng trưởng thấp của năm 2021. Mức định giá này đang tương đương với mức trung bình 5 năm gần đây và vẫn còn thấp hơn nhiều so với mức P/E lịch sử của ngành là 19,3x thiết lập năm 2017.

Triển vọng năm 2022

Triển vọng tăng trưởng năm 2022

- Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu chăm sóc sức khỏe sẽ phục hồi và tăng trưởng 13% so với cùng kỳ trong năm 2022.** Chúng tôi ước tính chi tiêu y tế trong nước sẽ trở lại mức bình thường trong năm 2022, khi các biện pháp giãn cách xã hội được nới lỏng.
- Tác động từ dịch Covid-19 sẽ ít nghiêm trọng hơn hoặc thậm chí mang lại một số lợi ích tích cực:** Với 70% dân số Việt Nam đã được tiêm chủng đầy đủ 2 mũi, trong khi các biến thể Covid mới có thể ít nguy hiểm hơn với tỷ lệ nhập viện thấp hơn, chúng tôi cho rằng nhu cầu chăm sóc sức khỏe trong năm 2022 sẽ sớm vượt qua mức trước dịch Covid, với số lượt đến thăm khám tại bệnh viện hồi phục về mức bình thường và nhóm dược phẩm sẽ có thêm phần doanh thu đáng kể từ các dòng thuốc hạ sốt và vitamin (được sử dụng thường xuyên để điều trị các triệu chứng Covid nhẹ). Đặc biệt, nhiều công ty dược Việt Nam đã nhận công thức sản xuất thuốc điều trị Covid (do Pfizer và MSD chuyển giao) và có thể sớm thương mại hóa trong năm 2022.
- Lợi nhuận của các công ty chăm sóc sức khỏe có thể tăng trưởng mạnh trong năm 2022, với giá các dịch vụ khám chữa bệnh và thuốc men dự kiến tăng nhẹ.** Chúng tôi ước tính lợi nhuận của các công ty chăm sóc sức khỏe tăng 15% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu tăng trưởng 12% và tăng giá dự kiến từ 4 - 6% đối với cả thuốc và các dịch vụ y tế. Việc tăng giá là tất yếu do các công ty dược phẩm đã phải ứng phó với việc giá nguyên liệu (API) tăng cao, trong khi các bệnh viện phải đối mặt với nhiều chi phí hoạt động đắt đỏ trong hai năm qua khi đại dịch bùng phát.
- Nhóm các công ty dược phẩm có thể ghi nhận tăng trưởng cao trong cả năm 2022 trong khi nhóm bệnh viện sẽ đạt mức tăng trưởng cao trong nửa cuối năm:** Đối với các công ty dược phẩm, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh có thể tích cực ngay trong nửa đầu năm 2022 khi người dân dự trữ thuốc cho biến thể Omicron mới, trong khi nhóm các bệnh viện phải chờ sự phục hồi trong nửa cuối năm 2022, khi Việt Nam đối phó được với biến thể mới, đồng thời cũng nới lỏng hẳn các hạn chế đi lại.
- Định giá:** Với mức tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2022, chúng tôi cho rằng ngành chăm sóc sức khỏe sẽ có cơ hội tăng giá khá tích cực. Đặc biệt, cổ phiếu của các công ty dược phẩm/bệnh viện tiếp tục là nhóm ngành phòng thủ hấp dẫn trong thời kỳ dịch bệnh bất ổn.

Top cổ phiếu ưa thích:

Công ty Cổ phần Bệnh viện Quốc tế Thái Nguyên (TNH: HOSE) (MUA, Giá mục tiêu: 84.000 đồng/cp)

TNH là bệnh viện tư nhân trên địa bàn tỉnh Thái Nguyên, với 2 cơ sở khám chữa bệnh và tổng số 600 giường bệnh. Công ty đang chuẩn bị cho việc mở rộng thêm nhiều bệnh viện mới trong giai đoạn sắp tới, với các dịch vụ chuyên khoa hơn, đồng thời mở rộng khu vực hoạt động sang các tỉnh lân cận. Đây là 1 trong 2 bệnh viện niêm yết duy nhất tại Việt Nam.

Trong năm 2022, chúng tôi đưa ra các giả định chính như sau:

(1) Bệnh viện chuyên khoa mới đi vào hoạt động. TNH dự kiến sẽ hoàn thành việc xây dựng bệnh viện mắt trong quý 2 và bệnh viện phụ sản trong Q4/2022, để phục vụ các dịch vụ có nhu cầu cao tại tỉnh Thái Nguyên. Chúng tôi ước tính cả 2 bệnh viện mới này sẽ mang lại khoảng 5 - 10% doanh thu tăng thêm trong năm 2022, đồng thời thu hút thêm bệnh nhân từ các bệnh viện công gần đó.

(2) Tiếp tục điều chỉnh tăng nhẹ giá khám chữa bệnh, với nhiều dịch vụ cao cấp hơn trong điều trị thai sản và mắt: TNH dự kiến sẽ tiếp tục tăng giá viện phí trung bình khoảng 6 - 8% trong năm 2022, đặc biệt là sau khi bệnh viện phụ sản và bệnh viện mắt đi vào hoạt động. Bên cạnh đó, công ty cũng sẽ phải đối mặt với mức chi phí lương cao hơn để thuê nhiều bác sĩ chuyên khoa, nhưng chúng tôi tin rằng công ty có thể bù đắp một phần chi phí với việc tăng giá hầu hết dịch vụ để duy trì biên lợi nhuận gộp của TNH ở mức 45% đến 50% trong năm 2022, gần bằng mức năm 2021.

(3) Nợ vay được cơ cấu lại để cải thiện khả năng sinh lời. Hiện tại, nợ dài hạn chiếm 72% tổng nợ của TNH, với lãi suất khá cao từ 8% đến 11%, do hầu hết các khoản vay đều được thực hiện từ trước năm 2019 để xây dựng cơ sở ở Thái Nguyên và Yên Bình. Do đó, công ty dự kiến sử dụng nguồn vốn bổ sung từ đợt phát hành cổ phiếu sắp tới để thanh toán 30% nợ dài hạn (tương đương 20% tổng nợ), điều này sẽ giảm chi phí tài chính trong năm tới xuống 25% và có thể giúp cải thiện biên lợi nhuận ròng thêm 2% trong 2022. Công ty cũng cho biết lãi suất các khoản vay mới từ các ngân hàng cũng đã giảm nhanh chóng do chất lượng tín dụng của TNH tiếp tục được cải thiện.

• **Rủi ro:**

Rủi ro về chính sách: Môi trường pháp lý trong ngành y tế vẫn còn bất ổn và thay đổi liên tục, đặc biệt là trong 10 năm qua (2010 - 2020) khi Chính phủ thực hiện nhiều cải cách trong hệ thống y tế Việt Nam. Trong giai đoạn tới (2021-2031), sẽ có nhiều thay đổi hơn nữa trong ngành chăm sóc sức khỏe, đặc biệt là nhiều chính sách mới có thể được áp dụng cho các bệnh viện tư nhân, vì khu vực tư nhân ngày càng đóng vai trò quan trọng trong hệ thống y tế.

Rủi ro về quản trị công ty: Hiện tại, ban lãnh đạo TNH chỉ nắm giữ 34% cổ phần của TNH, với mỗi thành viên nắm giữ dưới 10%. Đây là một tỷ lệ sở hữu còn tương đối thấp, đặc biệt là trong ngành bệnh viện, khi ban lãnh đạo được coi là yếu tố đóng góp quan trọng cho các hoạt động quản trị của bệnh viện.

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	270	275	336	430	525
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	81	89	110	153	180
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	-6%	9%	23%	40%	18%
EPS (đồng/cp)	2.325	2.141	2.626	3.686	2,812*
ROE (%)	20,8%	16,3%	15,6%	19,4%	16,2%
Nợ/VCSH (%)	9,8%	35,5%	40,9%	38,2%	29,6%
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	0%	0%
P/E(x)	n/a	n/a	n/a	16	20
P/B (x)	n/a	n/a	n/a	3,6	4,8
EV/EBITDA (x)	n/a	n/a	n/a	18,5	21,2

*Lưu ý: Chúng tôi tính đến khả năng pha loãng đối với EPS trong năm 2022 sau khi phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu trong thời gian sắp tới.

Công ty Cổ phần Traphaco (TRA: HOSE) (MUA, Giá mục tiêu: 126.500 đồng/cp):

TRA là công ty sản xuất đông dược lớn nhất tại Việt Nam về mặt doanh thu. Công ty có hệ thống phân phối bao gồm 28.000 nhà thuốc bán lẻ trên khắp cả nước.

Trong năm 2022, chúng tôi đưa ra các giả định chính như sau:

(1) Doanh thu các dòng sản phẩm chủ lực tiếp tục được hỗ trợ khi áp lực cạnh tranh trên thị trường giảm bớt, do Chính phủ tiếp tục thắt chặt các sản phẩm thực phẩm chức năng (bao gồm cả sản phẩm đông dược và thực phẩm bổ sung) theo Thông tư 18/2019/TT-BYT, yêu cầu thực phẩm chức năng (cả sản xuất trong nước và nhập khẩu) phải được chứng nhận GMP hoặc GACP từ năm 2020. Đối với kênh bệnh viện, Chính phủ thực hiện Thông tư 15/2019/TT-BYT quy định việc đấu thầu thuốc đông dược, trong đó tách nhà thầu thành 3 các nhóm: WHO-GACP (nhóm đấu thầu cao nhất), WHO-GMP & nhóm không có GMP (nhóm đấu thầu thấp nhất). Do đó, số lượng nhà thầu cạnh tranh với TRA trong nhóm WHO-GACP giảm từ 34 xuống dưới 11, giúp thuận lợi đấu thầu các hợp đồng lớn hơn.

(2) Các hợp đồng phân phối mới với các công ty dược phẩm lớn nước ngoài để phân phối thực phẩm chức năng. Năm 2020, TRA đã ký hợp đồng lớn với 3 đối tác lớn: JW Pharma, CKD, & Daewoong Pharma, đồng thời ký hợp đồng phân phối độc quyền với Natural Factors (sản phẩm dinh dưỡng) & Pure Nutrition (sản phẩm sữa), giúp doanh thu từ hoạt động phân phối thuốc tăng 39% so với cùng kỳ trong năm 2021. Ban lãnh đạo TRA dự kiến doanh thu từ hoạt động phân phối thuốc sẽ đóng góp từ 20% đến 25% tổng doanh thu trong năm 2025 (cao hơn hẳn mức 16% trong năm 2020), theo đó mảng này sẽ tăng trưởng khoảng 25% trong năm 2022.

(3) Bắt đầu sản xuất các sản phẩm do Daewoong Pharma chuyển giao, mở rộng danh mục thuốc tân dược. Sau một thời gian trì hoãn trong năm 2020 do dịch bệnh, TRA đã hoàn tất quy trình tiếp nhận quy trình sản xuất 07 loại thuốc tân dược đầu tiên từ Daewoong và bắt đầu sản xuất từ Q4/2021. Sản phẩm mà TRA tiếp nhận chuyển giao tập trung vào nhóm điều trị bệnh tiểu đường, tiêu hóa & tim mạch, chiếm 23% tổng số ca bệnh nhập viện của Việt Nam theo báo cáo năm 2018 của Cục Quản lý Dược. Công ty đang đẩy nhanh vòng đàm phán tiếp theo với Daewoong để chuyển giao nhiều sản phẩm hơn vào cuối năm và lên kế hoạch đạt mục tiêu ít nhất chuyển giao 5 sản phẩm mới/năm từ năm 2021 đến năm 2025.

- Rủi ro:**

Rủi ro cạnh tranh nội bộ giữa các sản phẩm cùng nhóm: TRA có thể đối mặt với việc cạnh tranh thị phần trong nội bộ các sản phẩm khi phân phối cho nhiều công ty dược phẩm khác nhau, đặc biệt là khi hầu hết mỗi công ty đều có một số sản phẩm trùng lặp. Ngoài ra, những sản phẩm này có thể ảnh hưởng gián tiếp đến dòng sản phẩm chính của TRA, điều này có thể gây thêm áp lực cho phân khúc cốt lõi và ảnh hưởng đến lợi nhuận tổng thể của công ty.

Cơ cấu cổ đông: Các cổ đông lớn của TRA bao gồm SCIC (36%), Magbi Fund Ltd - một quỹ trực thuộc Mirae Asset Fund (25%), Super Delta Pte Ltd - đại diện của Daewoong Pharma (15%), và ban lãnh đạo (6%). Với cơ cấu cổ đông cô đặc, cổ đông chiến lược Daewoong Pharma có thể chậm chuyển giao công nghệ các sản phẩm nếu không thể mua thêm được cổ phần kiểm soát tại TRA. Ban lãnh đạo của TRA cũng chỉ nắm lượng cổ phần thấp ở doanh nghiệp nên mức độ gắn bó cũng sẽ chưa cao.

	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1.808	1.716	1.914	2.196	2.539
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	175	171	217	275	353
Tăng trưởng lợi nhuận ròng (%)	-33%	-2%	28%	28%	26%
EPS (đồng/cp)	3.770	3.702	4.723	6.632	8.506
ROE (%)	16%	15%	18%	20%	22%
Ng/VCSH (%)	13%	9%	5%	2%	2%
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	2%	3%	4%	5%
P/E(x)	16,2	14,9	15,2	16,2	16
P/B (x)	3,5	3,2	2,7	2,8	2,4
EV/EBITDA (x)	8,9	7,7	5,6	4,6	4

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Dược phẩm/ Bệnh viện

Nguyễn Lý Thanh Lương

Chuyên viên phân tích
luongnlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3056

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715