

NGÀNH DƯỢC

TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH



Quyen Nguyen – quyen.nt@vdsc.com.vn





Tiêu cực

Trung bình

Tích cực

Trong năm 2024, nhiều bất cập và rào cản tồn tại trong ngành đã và đang được tháo gỡ, bao gồm: 1) việc cấp mới và gia hạn đăng ký lưu hành thuốc tăng vọt sau giai đoạn bị gián đoạn kéo dài trước đó; và 2) Hai Luật mới được thông qua là Luật Dược sửa đổi bổ sung và Luật BHYT sửa đổi bổ sung thể hiện những nỗ lực cải cách của cơ quan bộ ngành, được kỳ vọng sẽ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh ngành dược và thu hút sự tham gia bảo hiểm y tế trong tương lai.

Trong 9T/2024, các DN được ghi nhận doanh thu tiếp tục tăng trưởng ở mức trung bình 2,1% svck, tuy nhiên đa phần ghi nhận LNST giảm ở mức trung bình 13,1% svck do giá đầu vào tăng, và nhu cầu cho sản phẩm kênh OTC yếu trong khi vẫn phải duy trì một số chi phí cố định. Sang năm 2025, kênh ETC tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của ngành, trong đó cuộc đua "lên chuẩn" sẽ là trọng điểm chiến lược của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, chi phí nguyên liệu đầu vào được dự báo tiếp tục tăng do vấn đề nguồn cung, chi phí vận chuyển và tỷ giá tăng sẽ ít nhiều ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của các DN.

Trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi, **DBD (GIẢM TỶ TRỌNG, GMT: 51.000đ/cp), IMP (GIẢM TỶ TRỌNG, GMT: 43.700đ/cp)**

Tăng trưởng ngành ổn định trong năm 2025 - kênh ETC tiếp tục là động lực tăng trưởng chính

- **Quy mô thị trường dược phẩm kỳ vọng tăng lên mức 242.189 tỷ đồng (10,5 tỷ USD) vào năm 2025, +10,2% svck** nhờ Việt Nam đang chuyển dần sang giai đoạn dân số già, nhận thức ngày càng tăng về phòng - chữa bệnh sau dịch Covid-19, và thu nhập bình quân đầu người tăng.
- **Kênh ETC là động lực tăng trưởng chính, gia tăng tỷ trọng doanh thu từ mức 37,1% năm 2023 lên 39,0% năm 2025**, đạt 94.787 tỷ đồng (3,8 tỷ USD), +12,9% svck nhờ vào việc nâng cấp cơ sở vật chất và dịch vụ của các bệnh viện công và tư, và mục tiêu mở rộng độ bao phủ bảo hiểm y tế.

Luật dược sửa đổi bổ sung tạo khung pháp lý minh bạch, rõ ràng, cụ thể hơn, theo hướng đảm bảo sức khỏe cho toàn dân, quyền tiếp cận thuốc với giá hợp lý, ưu tiên phát triển ngành công nghiệp dược trong nước, và hỗ trợ các sản phẩm dược nội địa chất lượng cao. **Luật BHYT sửa đổi bổ sung mở rộng quyền lợi của người tham gia BHYT và tăng mức phân bổ cho hoạt động khám, chữa bệnh; nhờ đó mở rộng độ phủ BHYT**. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng **tác động của Luật Dược sửa đổi bổ sung và Luật BHYT sửa đổi bổ sung lên ngành dược sẽ chưa đáng kể trong năm 2025** do sẽ cần thời gian để chuyển những điều khoản khái quát của luật thành những văn bản dưới luật hướng dẫn thi hành cụ thể.

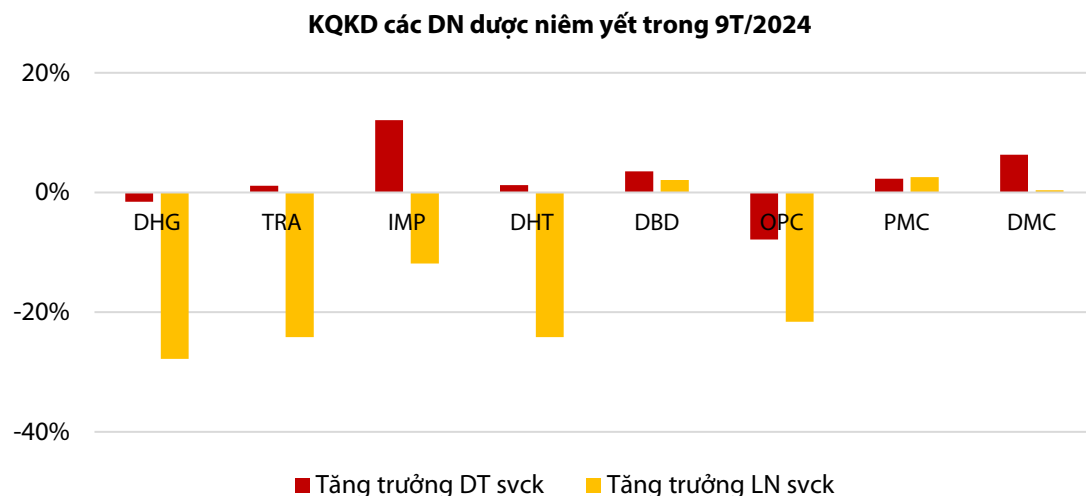
- **Rủi ro tăng giá:** các giao dịch M&A có thể khiến thị giá cổ phiếu tăng cao hơn giá trị thực của doanh nghiệp trong ngắn hạn.
- **Rủi ro giảm giá:** các nhà máy hiện tại vận hành với công suất thấp hơn dự kiến (đối với IMP) hoặc kế hoạch đạt chuẩn EU-GMP của các nhà máy bị lùi lại (đối với DBD); chủ trương cải cách chưa được chuyển hóa hiệu quả vào thực thi.

Tổng quan

Điểm nhấn

Rủi ro đối với
khuyến nghị

Trong 9T/2024, tuy DT vẫn tăng trưởng, LNST các DN dược niêm yết giảm svck/gần như đi ngang do chi phí đầu vào tăng và nhu cầu yếu



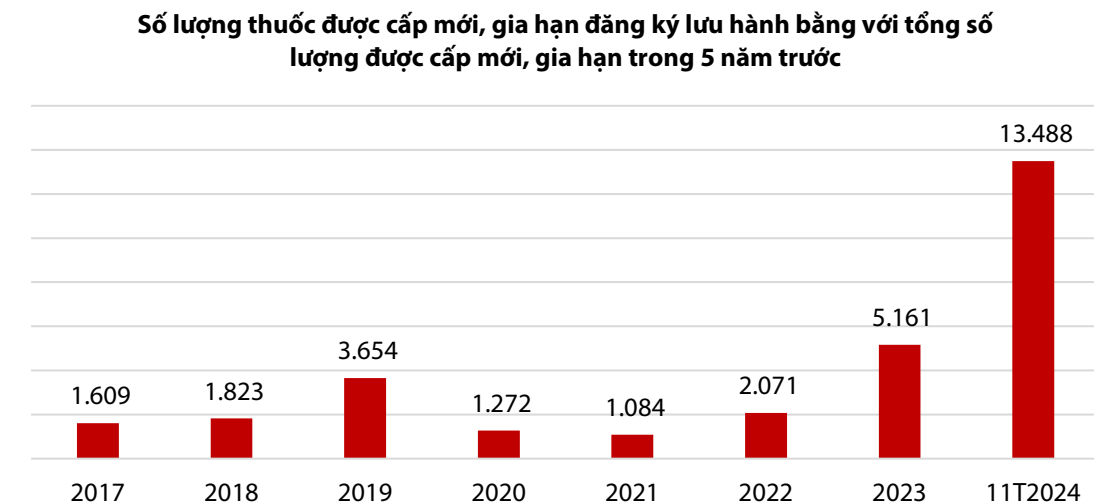
Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rõng Việt

Tháng 11/2024, Luật Dược sửa đổi bổ sung và Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi được thông qua, tạo khung pháp lý minh bạch và rõ ràng hỗ trợ cho HĐKD ngành dược và mở rộng độ phủ BHYT. Tuy nhiên, do cần có thời gian để những nội dung của luật được chuyển hóa thành các nghị định, thông tư hướng dẫn cụ thể, **chúng tôi cho rằng tác động của hai bộ luật này là chưa đáng kể trong năm 2025.**

Luật Dược sửa đổi bổ sung 2024 (chi tiết ở Phụ Lục):

- Xây dựng ngành dược trở thành ngành công nghiệp mũi nhọn, khuyến khích hoạt động R&D và chuyển giao công nghệ; ưu tiên thuốc sản xuất trong nước chất lượng cao
- Tạo hành lang pháp lý cho các hình thức kinh doanh mới
- Giảm gánh nặng thủ tục hành chính cho doanh nghiệp, giúp nhanh chóng đưa thuốc lưu hành trên thị trường, tiết kiệm nguồn lực cho doanh nghiệp dược để đầu tư vào các lĩnh vực khác
- Bình ổn giá, giúp người dân tiếp cận thuốc với giá hợp lý.

Việc cấp mới và gia hạn đăng ký lưu hành thuốc tăng vọt trong 11T2024 sau giai đoạn bị gián đoạn kéo dài trước đó

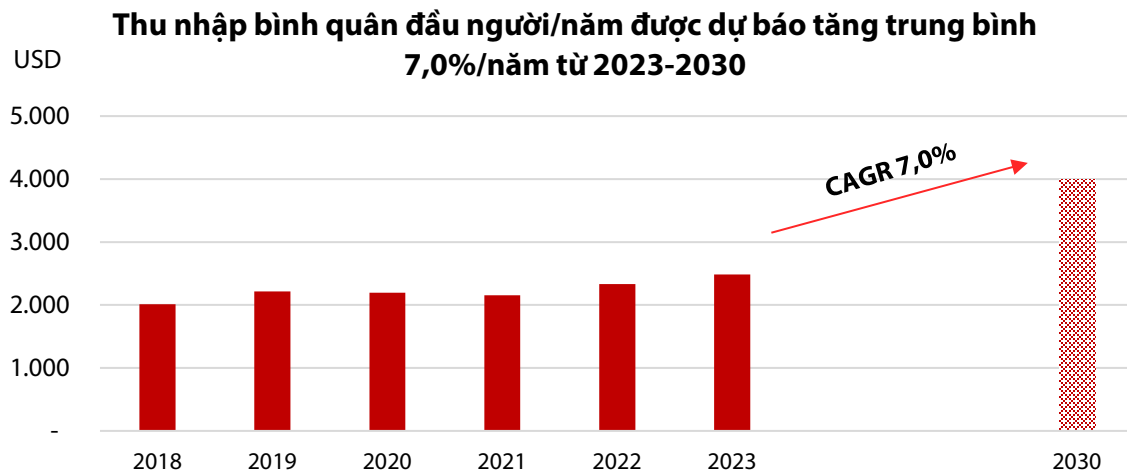


Nguồn: Cục Quản lý dược, CTCK Rõng Việt

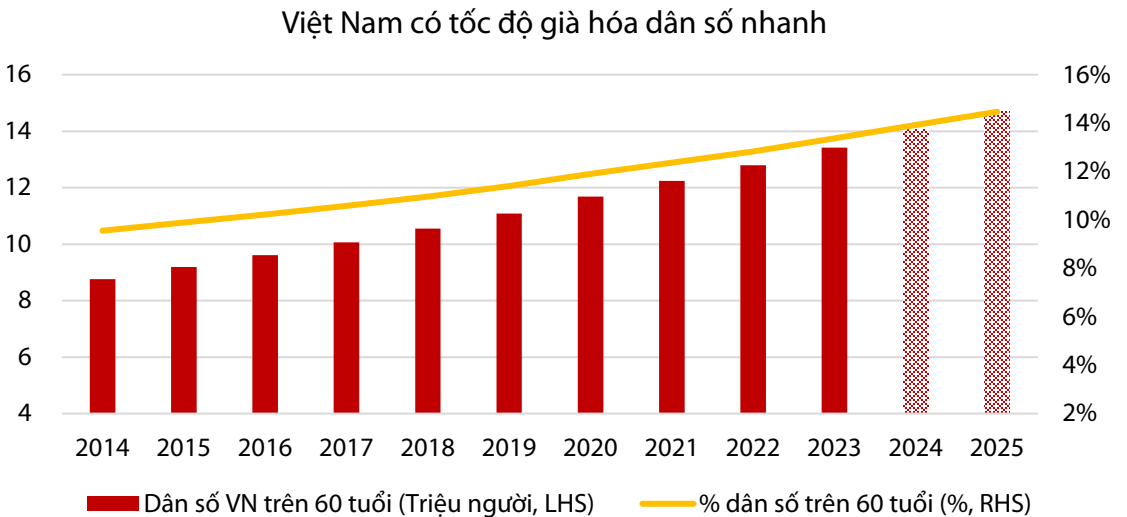
Luật BHYT sửa đổi 2024 (chi tiết ở Phụ lục):

- Mở rộng quyền lợi BHYT cho người được hưởng BHYT
- Tăng mức phân bổ cho hoạt động khám chữa bệnh, giảm chi cho quỹ dự phòng
- Thu hút và gia tăng độ phủ BHYT, qua đó hỗ trợ sự tăng trưởng của doanh thu kênh ETC

Dân số ngày càng già hóa, thu nhập cải thiện và ý thức về sức khỏe tăng sau dịch Covid-19...



Nguồn: GSO, World Economic Forum, CTCK Rồng Việt

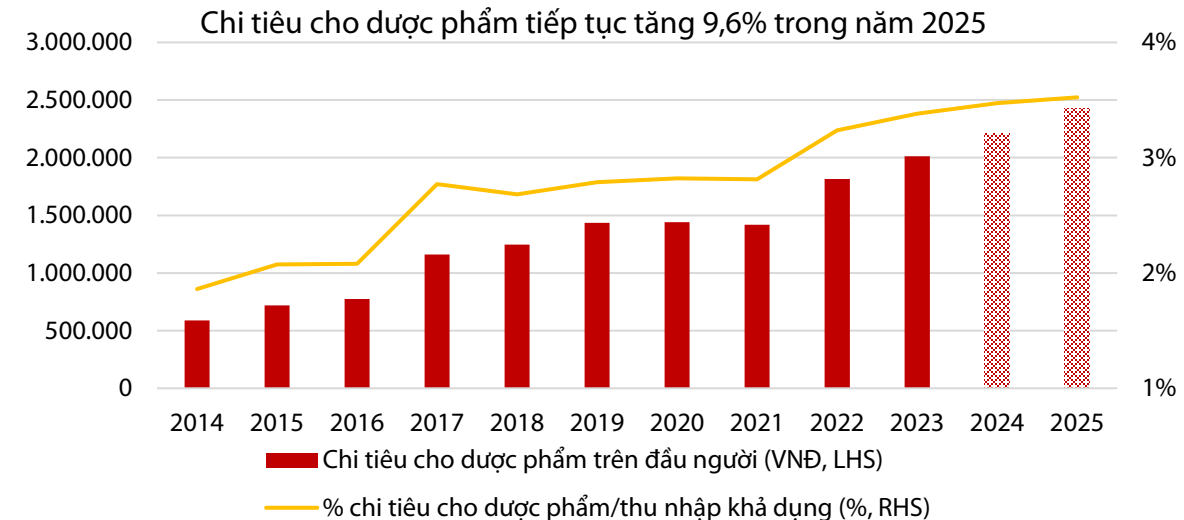


Nguồn: Worldbank

...hỗ trợ sự tăng trưởng của chi tiêu và quy mô thị trường dược phẩm

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025F
Tổng thị trường	137.570	139.323	138.304	178.275	198.930	220.282	242.819
Tăng trưởng svck	16,2%	1,3%	-0,7%	28,9%	11,6%	10,7%	10,2%
Thuốc kê đơn	103.233	104.910	104.558	135.132	151.386	168.295	185.999
Tăng trưởng svck	16,6%	1,6%	-0,3%	29,2%	12,0%	11,2%	10,5%
% tổng thị trường	75,0%	75,3%	75,6%	75,8%	76,1%	76,4%	76,6%
Thuốc không kê đơn	34.337	34.413	33.746	43.143	47.544	51.987	56.820
Tăng trưởng svck	15,0%	0,2%	-1,9%	27,8%	10,2%	9,3%	9,3%
% tổng thị trường	25,0%	24,7%	24,4%	24,2%	23,9%	23,6%	23,4%

Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt

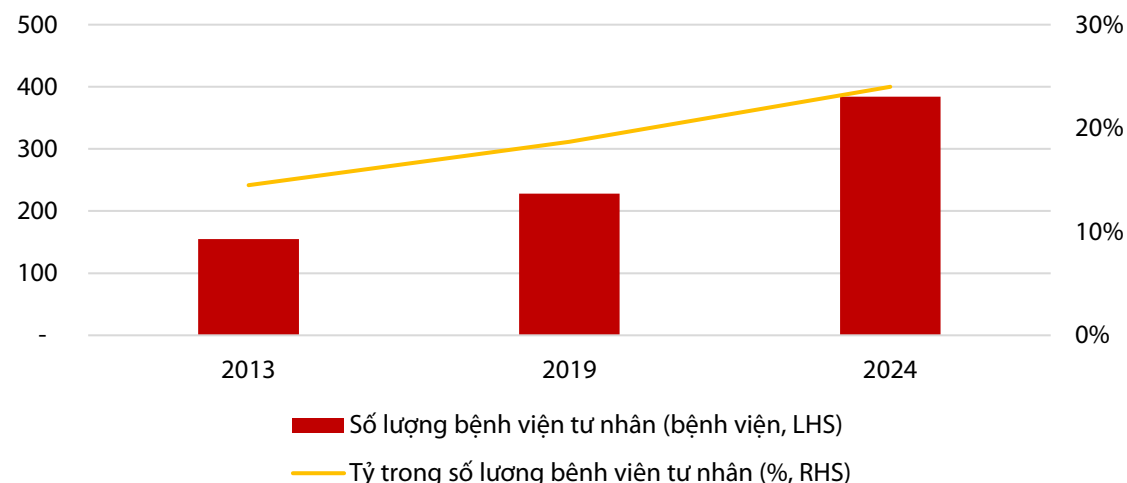


Nguồn: IQVIA, CTCK Rồng Việt

Kênh ETC gia tăng tỷ trọng doanh thu trong toàn thị trường từ mức 37,1% năm 2023 lên 39,0% năm 2025, đạt 94.787 tỷ đồng (3,8 tỷ USD), tăng 12,9% svck, nhờ vào:

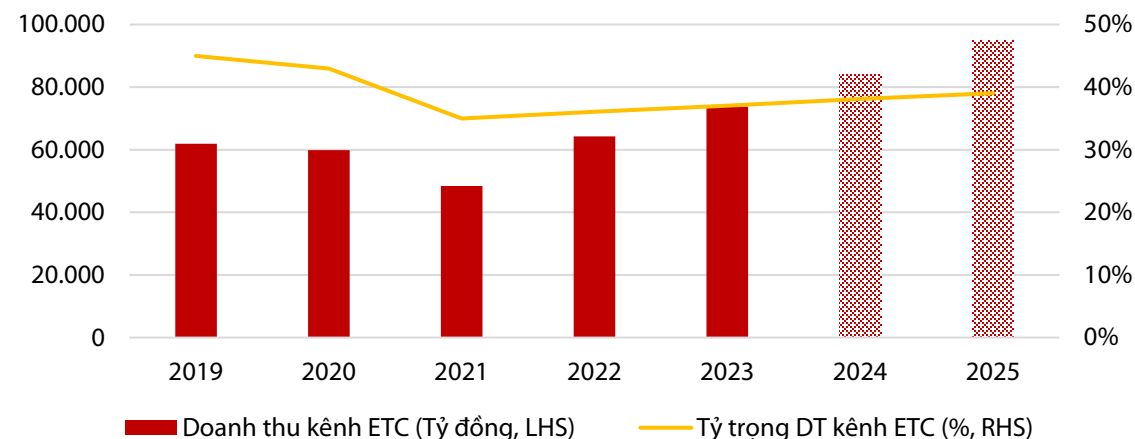
- **Cơ sở vật chất và dịch vụ của các bệnh viện công và tư được nâng cấp giúp gia tăng nhu cầu sử dụng dịch vụ của kênh này.** Điều này một phần đến từ các chính sách khuyến khích của Nhà nước như:
 - Dự thảo Nghị định thay thế Nghị định 56/2011/NĐ-CP về phụ cấp ưu đãi theo nghề của viên chức và người lao động ở các cơ sở y tế công lập theo hướng mở rộng và tăng mức % phụ cấp ưu đãi.
 - Chế độ thuế ưu đãi cho dự án đầu tư mảng chăm sóc sức khỏe tư nhân như miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu, giảm 50% thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo.
- **Chính phủ đặt mục tiêu tăng tỷ lệ bao phủ BHYT, từ mức 93,35% năm 2023 lên mức 95,15% năm 2025.**

Số lượng và tỷ lệ bệnh viện tư gia tăng từ 2013 – 2024



Nguồn: MoH, GSO, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Với doanh thu và tỷ trọng ngày càng tăng, kênh ETC là động lực tăng trưởng của ngành trong năm 2025 với mức tăng 12,1% svck



Nguồn: BMI, CTCK Rồng Việt

Một số dự án đầu tư nâng cấp CSVC cho các bệnh viện công

Thời sự

10/10/2024 08:44 GMT+7

Tăng tốc hoàn thiện 3 bệnh viện ngàn tỉ ở TP.HCM

THU HIEN và 1 tác giả khác

Nghe đọc bài 12:54

Tuổi Trẻ trên Google News

Chính phủ sẽ ưu tiên đầu tư nâng cấp 6 bệnh viện ngang tầm quốc tế

20:34 17/12/2024

Print Thích 0 Chia sẻ

Lào Cai đầu tư hơn 1.900 tỉ đồng để xây dựng, nâng cấp cơ sở y tế

CAO TUẤN · Thứ năm, 03/10/2024 06:00 (GMT+7)

Theo dõi Báo Lao Động trên Google News

Phê duyệt dự án cải tạo, sửa chữa Bệnh viện đa khoa tỉnh

07/11/2024, 14:47

BTO-Hội đồng nhân dân tỉnh Bình Thuận khóa XI, kỳ họp thứ 27 (chuyên đề) vừa thông qua Nghị quyết phê duyệt chủ trương đầu tư dự án cải tạo, sửa chữa các hạng mục công trình xuống cấp của Bệnh viện đa khoa tỉnh Bình Thuận.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

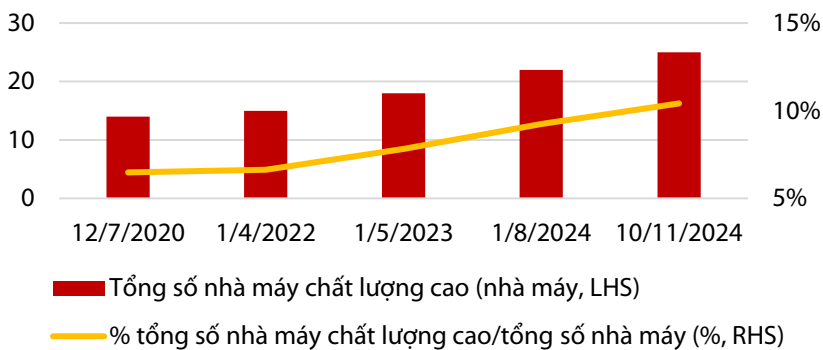
Tuy lợi ích là không nhỏ, một số thách thức làm cho việc “lên chuẩn” trở nên không dễ dàng, đòi hỏi nguồn lực và mức độ cam kết cao của các DN.

Lợi ích:

- Sản phẩm được phép lưu hành ngoài biên giới quốc gia (xuất khẩu)
- Hệ thống sản xuất và vận hành hoạt động hiệu quả và an toàn hơn
- Hỗ trợ nâng cao định vị thương hiệu, qua đó thúc đẩy doanh thu OTC
- Với chiến lược dài hạn nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất dược phẩm trong nước của Chính phủ và Bộ Y tế, thuốc được sản xuất theo tiêu chuẩn càng cao được phân vào nhóm thuốc đầu thầu càng cao, cho doanh thu/lợi nhuận có thể cao hơn 3 lần so với các nhóm thấp hơn.

Thách thức:

- Chi phí đầu tư theo chuẩn EU-GMP gấp ~2 lần so với WHO-GMP, chi phí sản xuất cao, chi phí cố định lớn, đòi hỏi quản lý hiệu quả nếu không sẽ dễ gây thua lỗ
- Thời gian bình quân từ lúc nộp hồ sơ đến khi nhận được chứng nhận đạt WHO-GMP vào khoảng 6 tháng. Thời gian này là 9 tháng đến 1,5 năm đối với EU-GMP
- Việc duy trì tiêu chuẩn EU-GMP đòi hỏi việc liên tục cập nhật, tuân thủ nghiêm ngặt và kiểm soát chặt chẽ hoạt động sản xuất.



Nguồn: Cục Quản lý dược – Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt

Từ cuối năm 2020 đến T10/2024, cả số lượng nhà máy và tỷ lệ nhà máy đạt tiêu chuẩn cao đã tăng đáng kể

Bảng 2: Số lượng cơ sở sản xuất theo tiêu chuẩn cao của các doanh nghiệp (tại ngày 11/10/2024) (trong tổng số 240 CSSX dược phẩm)

Tên doanh nghiệp	SL nhà máy	Tiêu chuẩn
Imexpharm (HSX: IMP)	3	EU-GMP
Rohto-Mentholatum (Vietnam) Co., Ltd.	1	Japan-GMP
Stellapharm J.V	1	EU-GMP
Danapha (UPCOM: DAN)	1	EU-GMP
Pymepharco	2	EU-GMP
Davipharm	1	EU-GMP
Hai Duong Pharmaceutical and Medical Materials JSC	1	EU-GMP
Savipharm	1	EU-GMP
CTCP dược phẩm Boston Việt Nam	1	EU-GMP
Công ty TNHH Medochemie (Viễn Đông)	5	EU-GMP
Tenamyd Pharmaceutical Corporation	1	EU-GMP
Hau Giang Pharma (HSX: DHG)	3	EU-GMP, Japan-GMP
Công ty TNHH Nippon Chemiphar Việt Nam	1	Japan-GMP
Công ty TNHH Mekophar (UPCOM: MKP)	1	Japan-GMP
CTCP dược phẩm Otsuka Việt Nam	1	Japan-GMP
Công ty TNHH Liên Doanh Hasan - Dermapharm	1	EU-GMP

Nguồn: Cục Quản lý dược – Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt

Một vài thương vụ M&A ngành dược tiêu biểu có thể diễn ra trong năm 2025



SK được cho biết đang trong quá trình xem xét để thoái toàn bộ 65% vốn của mình tại IMP nằm trong chiến lược chung tái cơ cấu danh mục đầu tư của Quỹ tập trung vào các ngành dược cho là có tiềm năng như sản xuất chip, bán dẫn, pin...



ASKA liên tục nâng sở hữu tại DHT từ mức 32,6% vào tháng 12/2023 lên mức 38,2% vào tháng 12/2024. Mới đây, ASKA cũng đăng ký mua vào thêm 1,41 triệu cổ phiếu DHT để nâng sở hữu lên 40,0% tại đây (thời gian giao dịch dự kiến từ 20/12/2024 đến 17/1/2025)



DBD chào bán 23,3 triệu cổ phiếu (tương đương 24,9% số cổ phiếu đang lưu hành) với mức giá tối thiểu 50.000 đồng/cổ phiếu.

Với tiềm năng tăng trưởng của ngành đã được cả giới đầu tư trong nước và đặc biệt là nước ngoài quan tâm, trong quá khứ đã có nhiều thương vụ M&A ngành dược diễn ra. Sự quan tâm của nhà đầu tư vẫn chưa hạ nhiệt khiến cho M&A trở thành rủi ro tăng giá của ngành trong năm 2025.

6 NHÓM ĐIỂM MỚI CƠ BẢN

TÁC ĐỘNG

Chính sách của Nhà nước về ngành dược:

- Định hướng ưu tiên phát triển ngành công nghiệp dược thành ngành công nghiệp mũi nhọn
- Ưu tiên cho thuốc được nghiên cứu, sản xuất trong nước hoặc từ nguồn nguyên liệu trong nước đối với thuốc được mua bởi cơ sở y tế công lập
- Ưu tiên cho thuốc sản xuất trong nước trên dây chuyền tiêu chuẩn cao (EU-GMP hoặc tương đương) trên kênh đấu thầu ETC
- Ưu tiên đẩy mạnh nghiên cứu và phát triển (R&D) thuốc, chuyển giao công nghệ trong ngành
- Ưu đãi, hỗ trợ đầu tư trong phát triển công nghiệp dược

Mở rộng quyền kinh doanh của cơ sở kinh doanh có vốn đầu tư nước ngoài:

- Trước đây, các doanh nghiệp dược có vốn đầu tư nước ngoài (FIE) chỉ có thể phân phối sản phẩm do chính mình sản xuất tại Việt Nam.
- Quy định mới mở rộng quyền phân phối của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài không chỉ đối với thuốc do chính doanh nghiệp sản xuất mà còn là các sản phẩm được đặt gia công hoặc chuyển giao công nghệ

Quản lý chặt chẽ hơn chất lượng đội ngũ nhân sự hành nghề dược:

- Siết chặt hơn quy định về việc thu hồi và cấp lại Chứng chỉ hành nghề dược

- Tiềm năng tăng trưởng cho các doanh nghiệp dược trong nước vốn đã có hệ thống dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương (như IMP, DHG, PME)
- Đối với các doanh nghiệp có các dự án đầu tư dây chuyền sản xuất đạt các chuẩn này (như DBD, DHT), nhà đầu tư cần xem xét khả năng triển khai các dự án đầu tư để có thể đánh giá đầy đủ về tiềm năng của doanh nghiệp.

- Khuyến khích việc chuyển giao công nghệ và gia công tại Việt Nam

- Đảm bảo chất lượng hoạt động nghề dược, nâng cao an toàn sức khỏe của người dân

6 NHÓM ĐIỂM MỚI CƠ BẢN

Tạo hành lang pháp lý cho các hình thức kinh doanh mới:

- Bổ sung và cụ thể hóa quyền và trách nhiệm của các thành phần tham gia vào các loại hình kinh doanh mới chưa được đề cập ở Luật dược 2016, bao gồm bán lẻ theo phương thức thương mại điện tử và bán lẻ chuỗi nhà thuốc
- Nghiêm cấm bán lẻ thuốc kê đơn trên các kênh thương mại điện tử (trừ trường hợp bệnh truyền nhiễm nhóm A).

Tinh giản thủ tục hành chính đối với đề nghị cấp mới, gia hạn, thay đổi, bổ sung giấy đăng ký lưu hành thuốc:

- Hồ sơ đề nghị tinh giản hơn
- Bổ sung quy định tinh giản/miễn hồ sơ hành chính đối với thuốc để đáp ứng nhu cầu phòng, điều trị bệnh truyền nhiễm nhóm A

Quy định cụ thể và bổ sung về giá bán lẻ và bán buôn thuốc :

- Quy định cụ thể về trách nhiệm kê khai/công bố giá bán lẻ, bán buôn thuốc của các thành phần tham gia vào hoạt động kinh doanh ngành dược
- Bổ sung nhiều biện pháp quản lý giá thuốc

TÁC ĐỘNG

- Giúp các hoạt động kinh doanh theo phương thức mới được thực hiện bài bản
- Các cơ quan chức năng có khung pháp lý để kiểm soát các loại hình kinh doanh, đảm bảo sức khỏe của toàn bộ người dân.

- Giúp các doanh nghiệp có thể nhanh chóng đưa sản phẩm ra thị trường, tiết kiệm thời gian và chi phí, tăng hiệu quả hoạt động và có thêm nguồn lực để đầu tư vào các lĩnh vực khác.
- Bảo đảm việc lưu hành liên tục của thuốc, nguyên liệu thuốc và tránh đứt gãy nguồn cung thị trường.

- Mục tiêu bình ổn thị trường dược phẩm trong nước, đảm bảo người dân được tiếp cận thuốc với giá hợp lý

Quy định về việc nghiêm cấm bán thuốc kê đơn mà không có đơn thuốc được giữ nguyên

4 NHÓM ĐIỂM MỚI CƠ BẢN

TÁC ĐỘNG

Mở rộng quyền được hưởng BHYT của người tham gia BHYT:

- Xóa bỏ địa giới hành chính theo tỉnh trong khám chữa bệnh BHYT: người tham gia BHYT có thể đến khám, chữa bệnh tại bất kỳ cơ sở khám, chữa bệnh BHYT cấp ban đầu, cấp cơ bản trong toàn quốc.
- Bổ sung cơ chế thanh toán điều chuyển thuốc, thiết bị y tế giữa các cơ sở khám, chữa bệnh và thanh toán chi phí dịch vụ cận lâm sàng khi được chuyển đến cơ sở khác trong trường hợp thiếu thuốc, thiết bị y tế. Đồng thời, quy định cơ chế để quỹ BHYT thanh toán cho các trường hợp này

Cập nhật những cải tiến công nghệ của ngành trong việc thực hiện BHYT:

- Đưa khám chữa bệnh từ xa vào nội dung được hưởng BHYT
- Bổ sung hình thức thẻ BHYT điện tử

Điều chỉnh mức phân bổ từ nguồn thu BHYT cũng như nâng mức tạm ứng kinh phí khám, chữa bệnh BHYT:

- Tăng mức chi cho hoạt động khám, chữa bệnh từ nguồn thu BHYT từ mức 90% lên 92%
- Giảm số tiền dành cho quỹ dự phòng từ 5% xuống 4%
- Nâng mức tạm ứng kinh phí khám bệnh, chữa bệnh BHYT của cơ quan BHXH cho cơ sở khám, chữa bệnh từ mức 80% lên 90% kinh phí khám, chữa bệnh BHYT trước đó

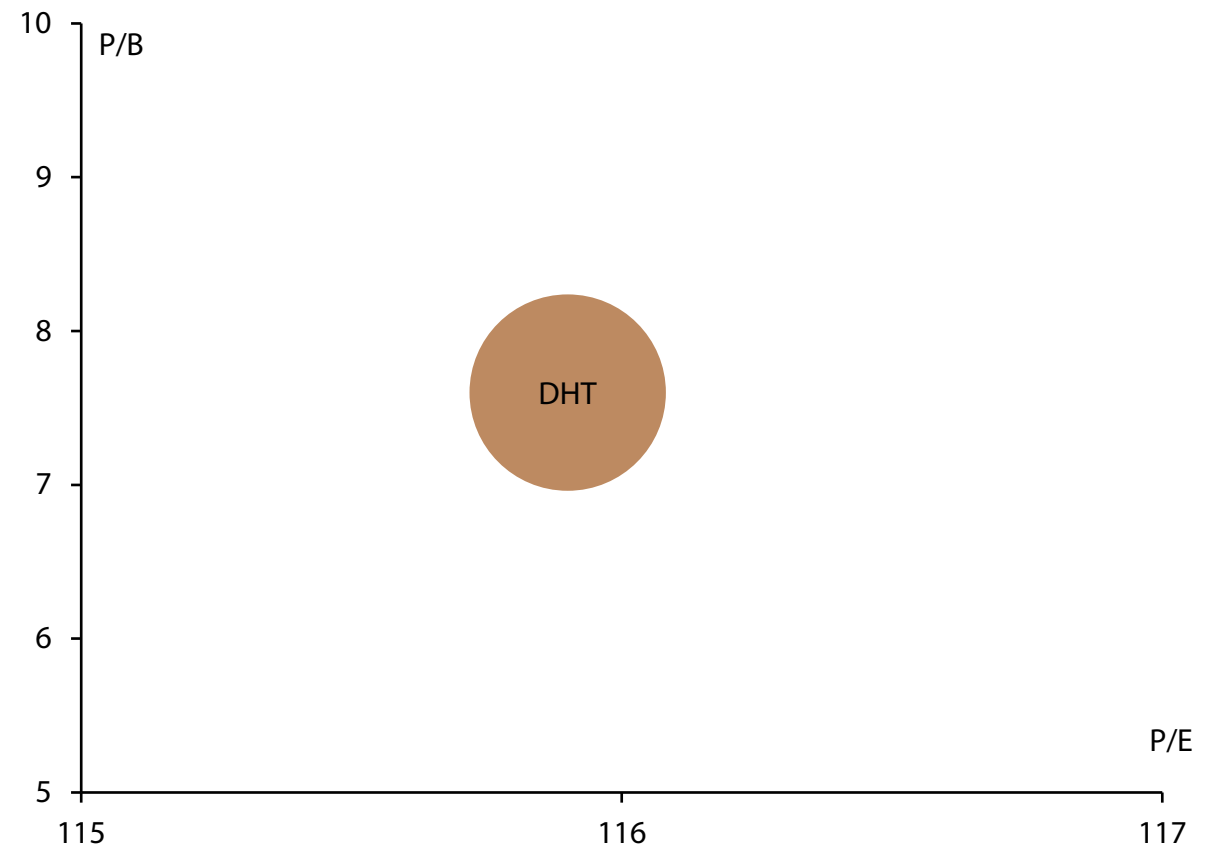
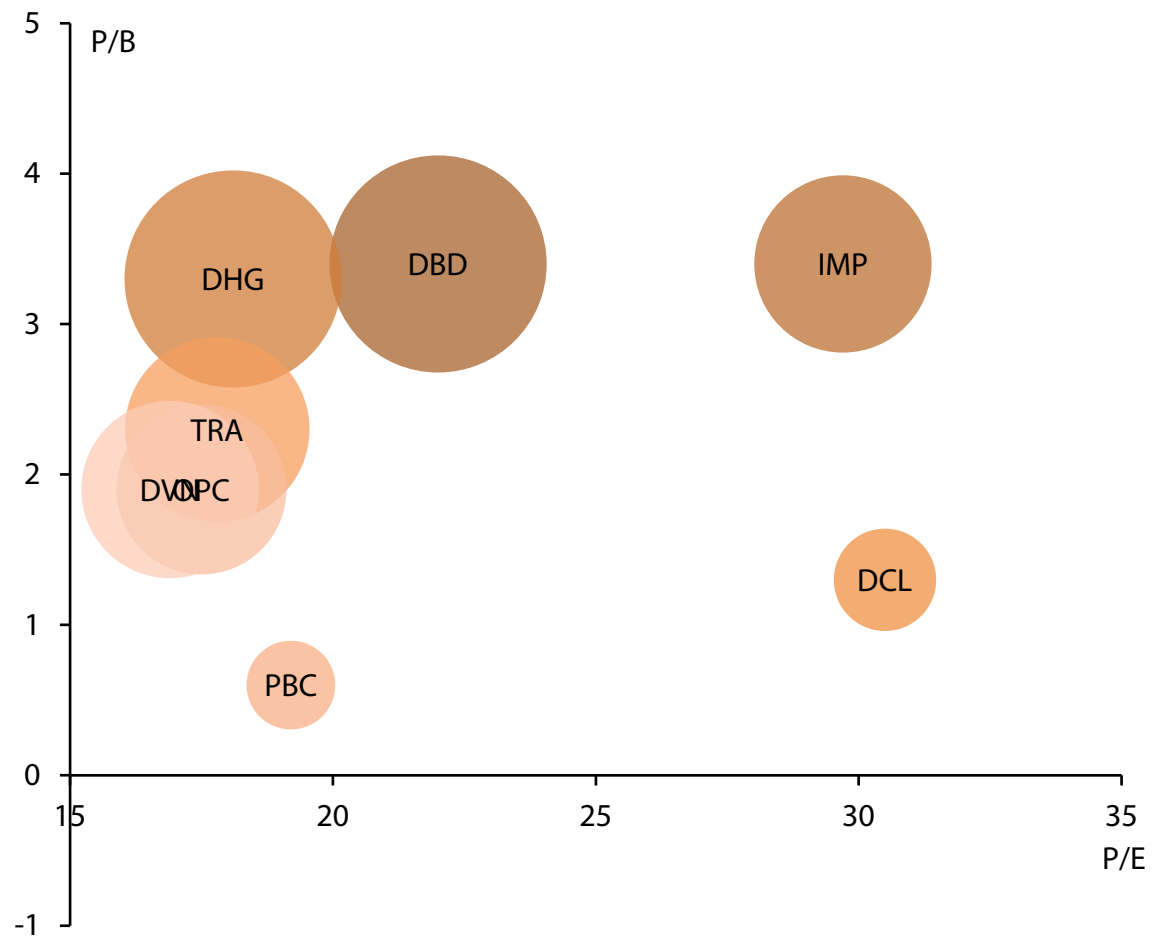
Đặt thời hạn thực hiện liên thông kết quả cận lâm sàng giữa các cơ sở khám, chữa bệnh BHYT là ngày 1/1/2027

- Giúp cho BHYT ngày càng trở nên hấp dẫn hơn, qua đó đạt mục tiêu mở rộng độ bao phủ BHYT
- Theo đó, kênh bệnh viện và phòng khám sẽ thu hút được nhiều người dân đến khám chữa bệnh hơn, đảm bảo việc khám chữa bệnh chính quy và sức khỏe của người dân

- Tạo điều kiện cho việc chủ động hơn trong hoạt động khám chữa bệnh BHYT nhờ đảm bảo hơn nguồn kinh phí

- Đảm bảo sự tiện lợi cũng như chất lượng khám, chữa bệnh khi hoạt động này được ghi nhận và theo dõi có hệ thống bởi cơ quan chức năng

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

GIẢM TỶ TRỌNG

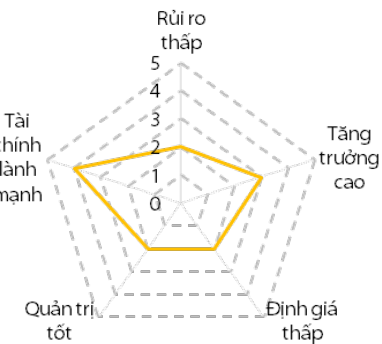
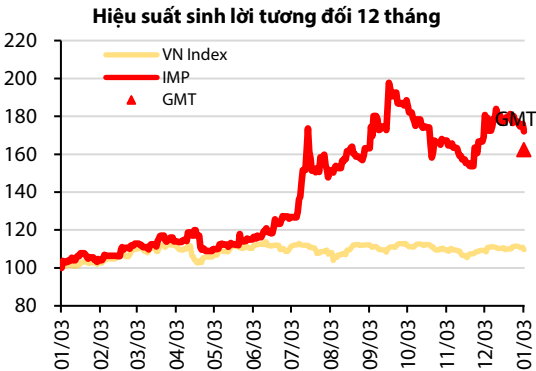
GTT: 58.600

GMT: 51.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.652	1.750	1.923
LNST (tỷ đồng)	269	296	327
ROA (%)	13,9	13,8	13,2
ROE (%)	19,3	18,9	17,7
EPS (đồng)	3.598	3.159	3.491
GTSS (đồng)	19.147	18.171	21.383
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	-	-
P/E (x)	12,2	18,2	16,5
P/B (x)	2,3	3,2	2,7



Ngành	Y tế
Vốn hóa (triệu \$)	5.482
SLCPĐLH (triệu CP)	94
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	452
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	25
SH NĐTNN còn lại (%)	0,0
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	39-62

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chiến lược “lên chuẩn” EU-GMP cho cả nhà máy cũ và dự án nhà máy mới. Tuy nhiên, cần có thêm thời gian để đánh giá khả năng thực thi các chiến lược

- DBD lên kế hoạch đạt chuẩn EU-GMP cho 3 dây chuyền sản xuất: thuốc ung thư (trước 2027), thuốc tiêm vô trùng thể tích nhỏ (trước 2028) và thuốc viên non-betalactam (trước 2029).
- Trong quá khứ, DBD đã phải dời thời hạn đạt chuẩn EU-GMP cho nhà máy ung thư từ năm 2024 tới 2026. Chúng tôi khuyến nghị NĐT thận trọng theo dõi tiến độ của các dự án.

Nhiều khả năng kế hoạch thoái vốn Nhà nước không được thực hiện trong khi kế hoạch chào bán riêng lẻ khó thực thi

- Vào tháng 10/2024, UBND tỉnh Bình Định thông tin đang xin ý kiến Trung ương về việc để lại vốn Nhà nước (không thực hiện thoái vốn) tại DBD vì đây là doanh nghiệp có ảnh hưởng lớn đối với vấn đề an sinh, xã hội của tỉnh.
- DBD chào bán riêng lẻ 23,3 triệu cổ phiếu (24,9% số cổ phiếu đang lưu hành) với giá tối thiểu 50.000 đồng/cổ phiếu (14,7% thấp hơn thị giá ngày 03/01/2025).
Mức giá này dựa trên các chỉ số: EV/EBITDA 19,6 lần; P/E 26-27 lần; P/B 3,5 lần, theo thông tin được DBD công bố. Tuy mức giá tối thiểu được chào bán thấp hơn thị giá gần nhất của DBD, chúng tôi cho rằng các mức định giá này là cao; do đó, đánh giá kế hoạch chào bán riêng lẻ này sẽ khó thực thi.

Lợi nhuận ròng 2025 tăng trưởng chủ yếu nhờ vào tăng trưởng doanh thu đến từ việc vận hành dây chuyền thuốc ung thư dạng viên

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Việc vận hành và đạt chuẩn EU-GMP của các dây chuyền nhà máy chậm hơn dự kiến

Chỉ số tài chính của DBD qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	1.559	1.537	1.652	1.750	1.923	2.075
Dược phẩm	1.179	1.484	1.613	1.722	1.900	2.055
Vật tư y tế	365	37	20	11	6	3
Nguyên liệu, bao bì, dụng cụ	14	14	18	16	17	16
Khác	1	1	0	0	0	0
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	24,1%	-1,4%	7,5%	5,9%	9,9%	7,9%
LNST Cty Mẹ	16,4%	32,7%	10,4%	11,5%	10,5%	9,8%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	39,9%	49,4%	48,3%	49,2%	49,7%	50,1%
Biên LN ròng	11,8%	15,7%	16,3%	16,9%	17,0%	17,3%
ROE	17,3%	19,5%	19,3%	18,9%	17,7%	16,6%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	25,2%	29,9%	29,2%	34,7%	33,3%	30,5%

Độ nhạy cho định giá dài hạn của DBD bằng phương pháp DCF

WACC	Tổ c độ tăng trưởng dài hạn					
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	9,8%	51.453	57.215	64.664	74.667	88.810
	10,8%	46.066	50.574	56.233	63.548	73.371
	11,8%	41.681	45.291	49.719	55.277	62.462
	12,8%	38.043	40.990	44.537	48.886	54.346
	13,8%	34.978	37.422	40.318	43.802	48.075

Nguồn: CTCK Rong Viet

Định giá ngắn hạn của DBD bằng phương pháp P/E

EPS (VND)	P/E					
		11,0	13,0	15,0	17,0	19,0
	2024 3.159	34.746	41.063	47.381	53.698	60.015
	2025 3.491	38.398	45.380	52.361	59.343	66.324

Nguồn: CTCK Rong Viet

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của DBD ở mức 51.000 đồng/cổ phiếu.

GIẢM TỶ TRỌNG

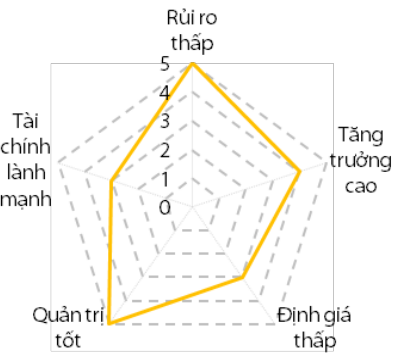
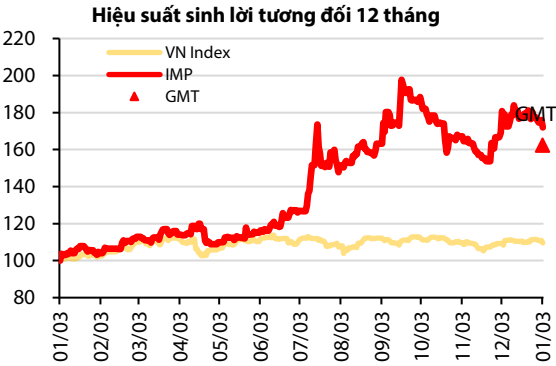
GTT: 46.300

GMT: 43.700

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A 2024F 2025F



Ngành	Y tế
Vốn hóa (triệu \$)	7.131
SLCPĐLH (triệu CP)	154
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	166
GTGDBO 3 tháng (tỷ đồng)	8
SH NĐTNN còn lại (%)	25,7
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	25,8-56,5

Doanh thu (tỷ đồng)	1.994	2.266	2.573
LNST (tỷ đồng)	300	333	386
ROA (%)	12,5	12,0	13,0
ROE (%)	14,4	13,7	15,0
EPS (đồng)	4.279	1.881	2.229
GTSS (đồng)	29.778	15.766	16.742
Cổ tức tiền mặt (đồng)	-	966	1.104
P/E (x)	6,1	25,0	21,1
P/B (x)	0,9	3,0	2,8

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nhà máy IMP4 được kỳ vọng sẽ vận hành với công suất cao trong cả năm 2025

- Dây chuyền cuối của nhà máy IMP4 đã được đưa vào vận hành trong tháng 11/2024. Nhà máy IMP4 đã cho dòng tiền dương trong Q3/2024 và được kỳ vọng sẽ chạm ngưỡng hoàn vốn trong Q4/2024, theo IMP.
- Với nhà máy IMP4 được kỳ vọng vận hành với công suất cao hơn trong cả năm 2025 (ước tính từ 38% năm 2024 lên 43% năm 2025) sẽ giúp gia tăng doanh thu và cải thiện biên lợi nhuận.

IMP lên kế hoạch tăng trưởng mạnh kênh OTC nhờ tái định vị thương hiệu thông qua thay đổi bao bì và thực hiện chương trình marketing, đồng thời khôi phục lại hoạt động sản xuất nhượng quyền để lấp đầy công suất còn thừa tại các nhà máy (ước tính 2,5% doanh thu toàn công ty)

Tăng trưởng nhu cầu cho sản phẩm đạt chuẩn EU-GMP trong trung và dài hạn

- Chính sách ưu tiên cho sản phẩm nội địa đạt chuẩn EU-GMP trên kênh đấu thầu ETC giúp nhu cầu cho sản phẩm đạt chuẩn này tăng trưởng
- Thuốc sản xuất trong nước đạt chuẩn EU-GMP là phương án thay thế hiệu quả cho thuốc ngoại nhập đắt tiền trên kênh OTC, giúp người dân tiết kiệm chi phí chữa bệnh
- IMP đang có số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP lớn nhất (12 dây chuyền) tại Việt Nam, hưởng lợi lớn từ xu hướng dịch chuyển sang sản phẩm chất lượng cao.

Do ảnh hưởng của thương vụ thoái vốn của SK (đã đề cập ở trên), giá cổ phiếu có thể diễn biến tích cực hơn và hoạt động kinh doanh cũng có nhiều khả năng được đẩy mạnh để hỗ trợ cho quá trình này diễn ra thuận lợi.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Nhà máy IMP4 vận hành với công suất thấp hơn kỳ vọng

Bảng chỉ số tài chính của IMP qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Tổng D.thu (tỷ đồng)	1.267	1.644	1.994	2.266	2.573	2.836
Hàng sản xuất	1.226	1.635	2.036	2.525	2.795	3.090
Hàng xuất khẩu	0	0	0	1	1	1
Hàng nhượng quyền	63	30	64	0	65	65
Hàng mua bán khác	12	11	13	9	9	9
Giảm trừ DT hàng khuyến mãi	-35	-33	-120	-269	-298	-330
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	-7,5%	29,8%	21,3%	13,6%	13,5%	10,2%
LNST Cty Mẹ	-9,8%	18,2%	34,0%	11,0%	16,1%	16,4%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	38,5%	42,4%	40,6%	39,0%	39,3%	40,2%
Biên LN ròng	14,9%	13,6%	15,0%	14,7%	15,0%	15,8%
ROE	10,5%	11,8%	14,4%	13,7%	15,0%	16,3%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	14,7%	5,0%	2,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của IMP bằng phương pháp DCF

WACC	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	9,9%	43.934	48.141	53.577	60.871	71.172
	10,9%	39.982	43.274	47.406	52.743	59.906
	11,9%	36.759	39.397	42.631	46.689	51.932
	12,9%	34.083	36.237	38.828	42.005	45.992
	13,9%	31.825	33.612	35.728	38.274	41.396

Nguồn: CTCK Rông Việt

Định giá ngắn hạn của DBD bằng phương pháp P/E

EPS (VND)	P/E					
			14,0	16,0	18,0	20,0
			2024	2025	2026	2027
			1.881	2.229	2.573	2.836
			26.427	31.306	33.953	37.716
			30.190	35.764	40.221	44.679
			33.953	40.221	44.679	49.136
			37.716	44.679	49.136	53.577

Nguồn: CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của IMP ở mức 43.700 đồng/cổ phiếu.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

