

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC HẬU GIANG (HSX: DHG)
Nguyễn Thị Thúy Vân

Chuyên viên phân tích

Email: vanntt3@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7561

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu DHG và VNINDEX


Thông tin giao dịch	06/11/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	102.400
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	116.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	92.700
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	130,75
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	130,75
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	17.570
% sở hữu nước ngoài	53,74%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.307,46
Vốn hóa (tỷ đồng)	13.388,40
P/E trailing 12 tháng (lần)	16,63x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	6.156

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dược Hậu Giang
Địa chỉ	288 Bis Nguyễn Văn Cừ, P. An Hòa, Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm, thực phẩm bảo vệ sức khỏe và dược mỹ phẩm
Lợi thế cạnh tranh	Hệ thống phân phối lớn, tiêu chuẩn sản xuất Japan-GMP và EU-GMP
Rủi ro chính	Biến động giá hoạt chất dược phẩm (APIs), thanh khoản thấp

Giá thị trường:	102.400	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	111.700	THEO DÕI
Chênh lệch:	+9%	

MỞ RỘNG DANH MỤC THUỐC CHẤT LƯỢNG CAO

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **DHG - CTCP Dược phẩm Hậu Giang** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu DHG là **111.700 đồng/cp**, cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DHG. Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu DHG tại mức giá 95.000, với lợi nhuận mục tiêu đạt 18% dựa trên các luận điểm sau:

➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

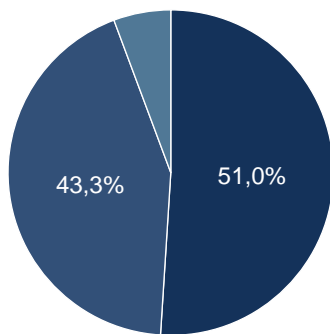
- Triển vọng khả quan tại kênh OTC nhờ nhu cầu tại các nhà thuốc kỳ vọng phục hồi.** Doanh thu kênh OTC năm 2024 dự phóng đạt 3.595 tỷ đồng (+2% YoY) trong bối cảnh nhu cầu phục hồi chậm do nền kinh tế chung vẫn còn nhiều khó khăn. Giai đoạn 2024F-2028F, doanh thu kênh OTC dự báo tăng trưởng với CAGR = 5%/năm nhờ (1) nhu cầu tại các nhà thuốc kỳ vọng phục hồi, (2) lợi thế về hệ thống phân phối lớn và (3) tiêu chuẩn sản xuất chất lượng cao (Japan-GMP, EU-GMP). ([Chi tiết](#))
- Triển vọng tích cực tại kênh ETC.** Doanh thu kênh ETC ước đạt 774 tỷ đồng (+6% YoY) trong năm 2024 và tăng trưởng với CAGR = 13%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F nhờ (1) triển vọng từ việc nâng cấp các dây chuyền lên tiêu chuẩn EU-GMP, (2) nhu cầu khám bệnh tại các bệnh viện duy trì ở mức cao nhờ độ phủ bảo hiểm y tế kỳ vọng đạt 95% (2025) và tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng trong dài hạn. ([Chi tiết](#))
- Việc đạt EU-GMP tại nhà máy Hậu Giang kỳ vọng giúp mở rộng danh mục thuốc chất lượng cao.** Trong giai đoạn 2024-2025, DHG có kế hoạch nâng cấp ~7 dây chuyền tại hai xưởng Non-Betalactam và Betalactam mới lên tiêu chuẩn EU-GMP ([Chi tiết](#)). Theo đó, DHG đã đạt được chứng nhận EU-GMP cho hai dây chuyền tại xưởng Non-betalactam trong tháng 8/2024. Kế hoạch này kỳ vọng giúp DHG (1) tăng tỷ trọng thuốc nhóm 1-2 nhờ mở rộng danh mục thuốc chất lượng cao, (2) hưởng lợi từ chính sách ưu tiên trong đấu thầu và (3) mở rộng thị trường xuất khẩu qua các nước Châu Âu.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP


Dược Hậu Giang được thành lập từ năm 1974, tiền thân là Xí nghiệp quốc doanh Dược phẩm 2/9. Năm 2006, doanh nghiệp chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HOSE). Tính đến 10/2023, vốn điều lệ của DHG đạt 1.307 tỷ đồng.

1. Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
1974	Thành lập công ty, tiền thân là Xí nghiệp quốc doanh Dược phẩm 2/9
2006	Niêm yết cổ phiếu trên sàn Giao dịch chứng khoán TP. HCM (HOSE)
2013	Hoàn tất xây dựng nhà máy Non-Betalactam và nhà máy In – Bao bì DHG 1 tại Khu Công nghiệp Tân Phú Thạnh
2018	Nâng giới hạn tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài lên 100% vốn điều lệ Đạt 2 tiêu chuẩn cao PIC/s-GMP và Japan-GMP cho các dây chuyền sản xuất
2019	Trở thành thành viên của công ty Dược đa quốc gia khi Taisho nắm giữ 51,01% cổ phần
2022	Khởi công xây dựng nhà máy Betalactam đạt tiêu chuẩn EU/Japan-GMP
2024	Nhà máy Betalactam mới đi vào hoạt động từ tháng 5/2024

2. Cơ cấu cổ đông (tại ngày 14/10/2024)


■ Taisho Pharmaceutical Co., LTD ■ SCIC ■ Khác

Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp

DHG có cơ cấu cổ đông cô đặc với 2 cổ đông lớn có tổng tỷ lệ sở hữu 94,3% là Taisho Pharmaceutical Co.,LTD và Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC).

Theo đó, Taisho nâng tỷ lệ sở hữu tại DHG lên 51,0% vào ngày 17/05/2019. Tập đoàn Taisho hiện là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường thuốc OTC tại Nhật Bản.

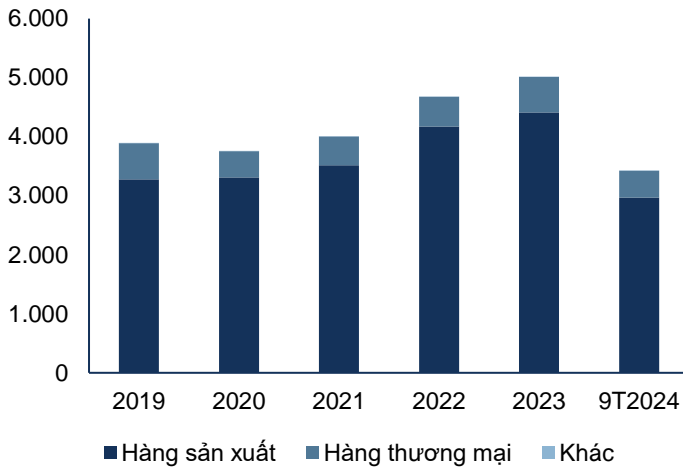
Cổ đông lớn thứ hai là Tổng công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) nắm giữ 43,3% cổ phần tại DHG.

3. Hoạt động kinh doanh chính

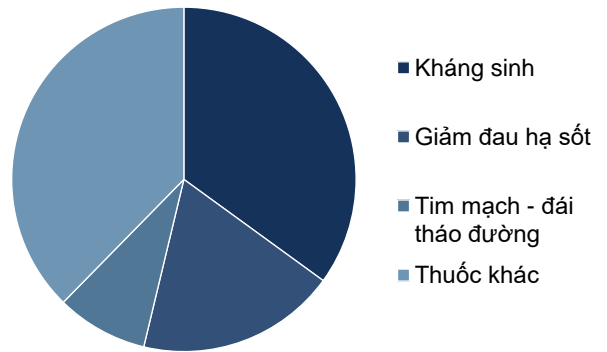
Doanh thu của DHG chủ yếu đến từ (1) hàng sản xuất và (2) hàng thương mại với tỷ trọng chiếm lần lượt 86% và 13% trong giai đoạn 2019-2023. Trong bài cáo cáo báo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích mảng hàng sản xuất của Dược Hậu Giang.

Các nhóm sản phẩm DHG sản xuất bao gồm dược phẩm, thực phẩm bảo vệ sức khỏe và dược mỹ phẩm ([Chi tiết](#)). Trong đó, thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau hạ sốt và thuốc tim mạch – tiểu đường là ba dòng thuốc chủ lực (trung bình chiếm ~65% doanh thu hàng sản xuất) của DHG.

Cơ cấu doanh thu thuần DHG (tỷ đồng)



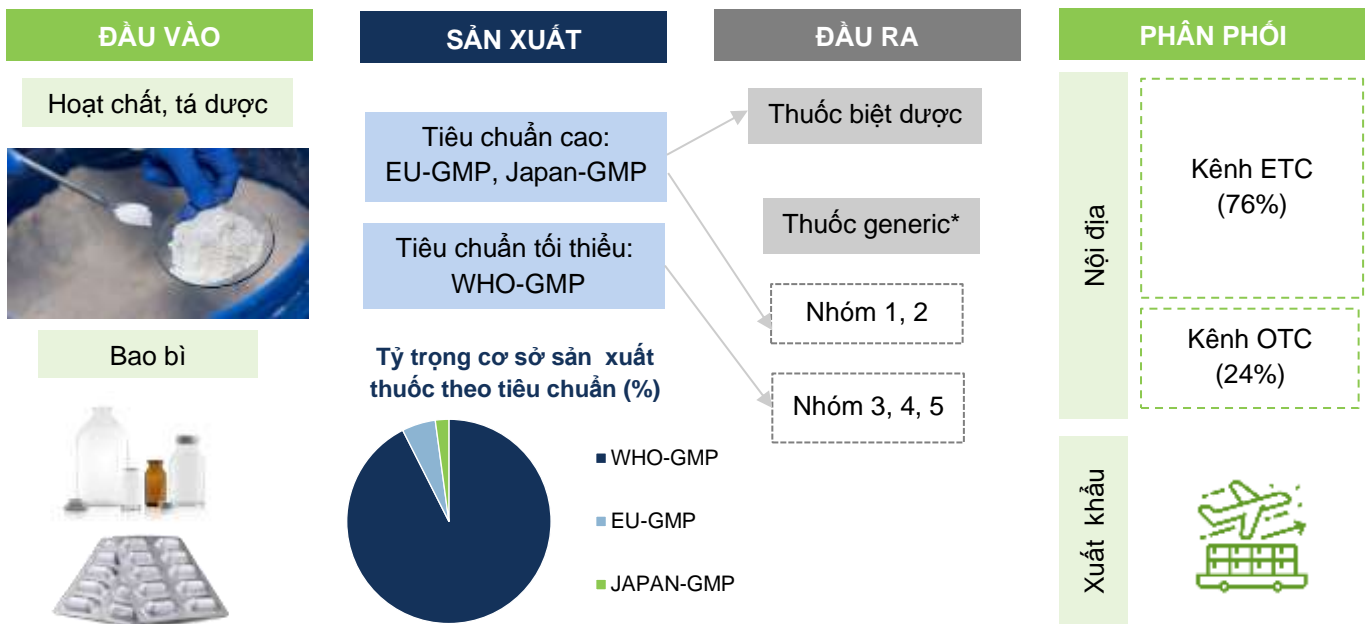
Cơ cấu hàng sản xuất của DHG theo nhóm thuốc (2019-2023)



Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

II. TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành dược Việt Nam (mảng hóa dược)



(*Thuốc nhóm 1-5 là thuốc generic)

Về đầu vào: Các nguyên liệu chính được sử dụng để sản xuất thuốc¹ bao gồm hoạt chất (APIs), tá dược, và bao bì. Trong đó, hoạt chất (APIs) là thành phần chính, tạo ra tác dụng dược lý của thuốc. Tá dược là không có tác dụng chữa bệnh và được thêm vào công thức nhằm cải thiện vị của thuốc, tăng độ tan của hoạt chất, kéo dài thời hạn sử dụng thuốc,...

Hiện nay, khoảng 90% nguyên liệu để sản xuất thuốc trong nước phải nhập khẩu trong bối cảnh ngành sản xuất nguyên liệu dược phẩm ở Việt Nam chưa phát triển do (1) chi phí đầu tư cao (11-12 tỷ USD) do yêu cầu về công nghệ, quy trình sản xuất tương đối phức tạp ([Xem thêm](#)), và (2) thiếu nguồn nhân sự tham gia nghiên cứu và sản xuất, theo Data Bridge Market Research.

¹ Điều 2, Luật Dược 2016

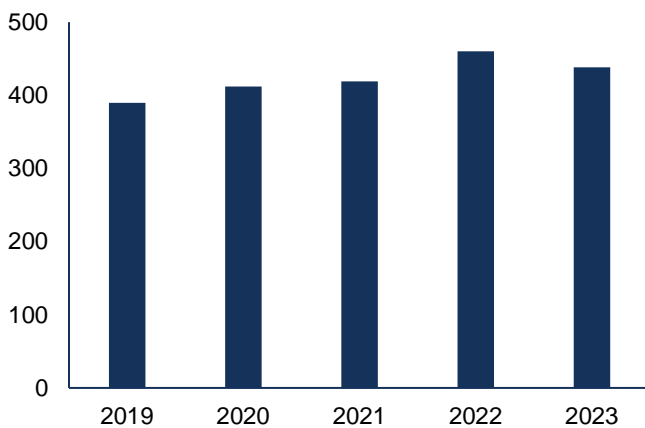
Về sản xuất: Các tiêu chuẩn sản xuất thuốc phổ biến được chia thành hai nhóm chính, bao gồm (1) tiêu chuẩn tối thiểu WHO-GMP và (2) tiêu chuẩn cao: EU-GMP, Japan-GMP, chiếm tỷ trọng lần lượt 91% và 9% tổng số cơ sở sản xuất dược phẩm tại Việt Nam, tính đến 10/2024.

Về đầu ra: Phần lớn (>99%²) thuốc được sản xuất tại Việt Nam là thuốc generic³. Tại thị trường nội địa, thuốc tiêu thụ qua hai kênh phân phối chính bao gồm ETC (bệnh viện, cơ sở y tế,...) và OTC (nhà thuốc tư nhân, chuỗi nhà thuốc,...), lần lượt chiếm trung bình 76% và 24% trong giai đoạn 2019-2023, theo dữ liệu từ BMI.

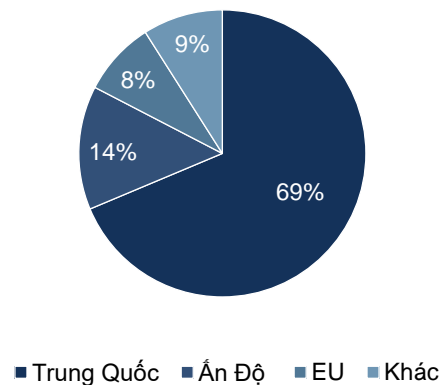
1. Giá nguyên liệu sản xuất thuốc hạ nhiệt nhờ nguồn cung từ Trung Quốc trở nên ổn định

Tổng giá trị nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm của Việt Nam đạt 438 triệu USD (-5% YoY) trong năm 2023 và tăng trưởng với CAGR = 3%/năm trong giai đoạn 2019-2023. Theo đó, phần lớn nguyên phụ liệu dược phẩm được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ, chiếm lần lượt 69% và 14% trong cùng giai đoạn.

Giá trị nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm của Việt Nam (Triệu USD)



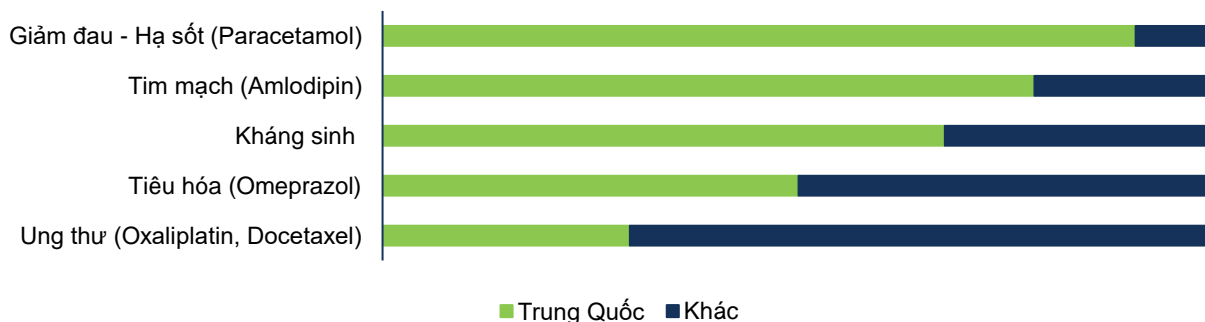
Cơ cấu nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm của Việt Nam theo quốc gia



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan, FPTTS tổng hợp và ước tính

Nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc chiếm tỷ trọng cao (từ 50% đến 90%) tại các dòng thuốc được sản xuất phổ biến trong nước (Xem thêm). Cụ thể, hơn 90% nguyên liệu sản xuất thuốc giảm đau - hạ sốt được nhập khẩu từ Trung Quốc. Ngoài ra, tỷ trọng nhập khẩu APIs thuốc tim mạch, kháng sinh và tiêu hóa từ Trung Quốc chiếm lần lượt 79%, 68% và 50% trong năm 2023. Trong khi đó, tỷ trọng APIs thuốc ung thư từ Trung Quốc chỉ chiếm khoảng 30%.

Tỷ trọng nhập khẩu một số APIs từ Trung Quốc (2023, %)



Nguồn: UN Comtrade, FPTTS tổng hợp và ước tính

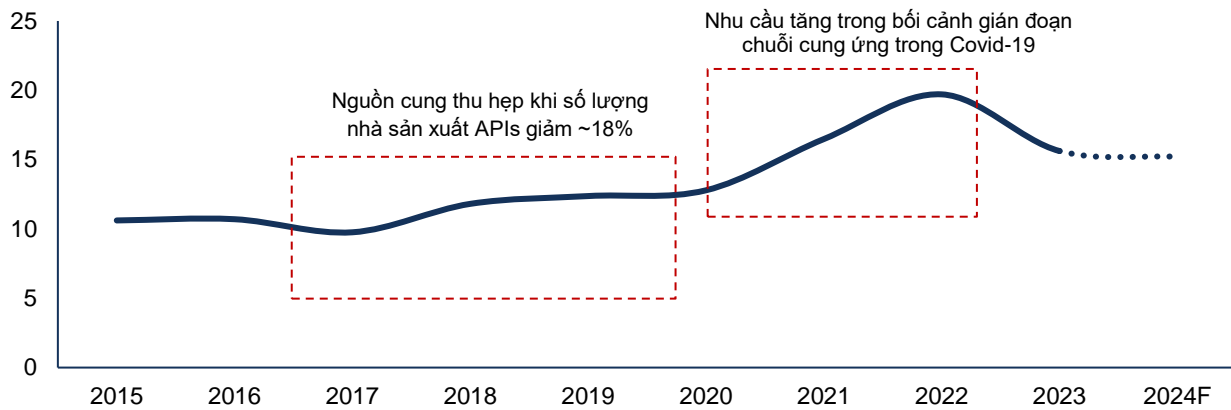
² Dữ liệu được ước tính dựa trên kết quả đấu thầu của Cục Quản Lý Dược trong giai đoạn 2019-2023.

³ Thuốc generic là thuốc sao chép thuốc biệt dược đã hết hạn bảo hộ. Các doanh nghiệp Việt Nam hiện chưa có năng lực sản xuất thuốc biệt dược do yêu cầu đầu tư lớn về hàm lượng và thời gian nghiên cứu.

Trong giai đoạn 2017-2020, giá APIs nhập khẩu từ Trung Quốc có xu hướng tăng trung bình 13%/năm do nguồn cung thu hẹp khi số lượng nhà sản xuất APIs giảm ~18% khi Chính phủ Trung Quốc ban hành các chính sách liên quan đến môi trường, theo *Nikkei Asia* ([Xem thêm](#)). Giai đoạn 2020-2022, giá APIs có xu hướng tăng trung bình 17%/năm do nhu cầu tăng mạnh, đặc biệt đối với các nhóm thuốc liên quan đến hỗ trợ điều trị Covid như giảm đau hạ sốt, vitamin, kháng sinh... trong bối cảnh gián đoạn chuỗi cung ứng khi Trung Quốc thực hiện chính sách Zero Covid.

Trong năm 2023, giá APIs ghi nhận mức giảm mạnh -21% YoY, đạt 15,62 USD/kg nhờ nguồn cung từ Trung Quốc đã quay lại mức ổn định. Chúng tôi dự phóng giá APIs đạt 15,2 USD/kg (-3% YoY) với giả định giá APIs tiếp tục hạ nhiệt do cạnh tranh cao trong ngành sản xuất APIs và không có nhiều biến động trong nguồn cung APIs từ Trung Quốc trong năm 2024.

Diễn biến giá* APIs nhập khẩu từ Trung Quốc (Đơn vị: USD/kg)



Nguồn: UN Comtrade, FPTTS tổng hợp và ước tính

(*): Giá trung bình của các APIs: Paracetamol (giảm đau hạ sốt), Kháng sinh, Amlodipin (tim mạch), Omeprazol (tiêu hóa), và Docetaxel (ung thư)

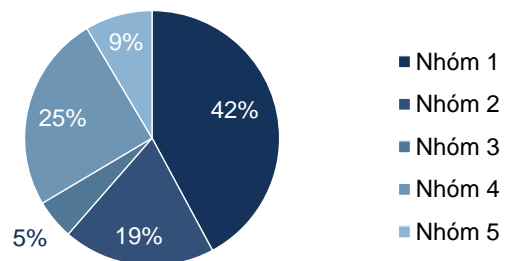
2. Số lượng doanh nghiệp và cơ sở sản xuất dược phẩm đạt tiêu chuẩn cao ở mức thấp

Theo quy định tại [Thông tư 07/2024](#) của Bộ Y tế, thuốc sản xuất trên dây chuyền tiêu chuẩn cao (EU-GMP, Japan-GMP) được tham gia đấu thầu tại nhóm thuốc 1, 2 (chiếm ~60% giá trị trúng thầu năm 2023). Trong khi đó, thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP có thể tham gia đấu thầu ở nhóm thuốc 3, 4, 5 cùng với một số yêu cầu khác được tóm tắt trong bảng dưới đây.

Bảng: Tiêu chí phân loại và giá trị trúng thầu của các nhóm thuốc generic

Nhóm	Tiêu chuẩn tối thiểu	Yêu cầu khác
1	EU-GMP, Japan-GMP	Visa xuất khẩu được cấp bởi quốc gia thuộc SRA hoặc EMA ⁴
2		N/A
3	WHO-GMP	Có chứng minh tương đương sinh học
4		Sản xuất tại Việt Nam
5		N/A

Cơ cấu nhóm thuốc generic trúng thầu (2023)

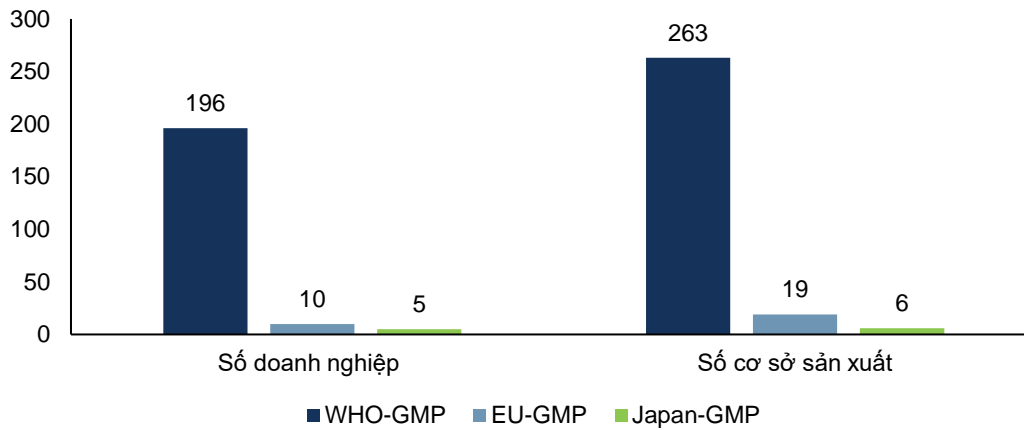


Nguồn: Thông tư 07/2024, Cục Quản Lý Dược, FPTTS tổng hợp và ước tính

⁴ EMA: European Medicines Agency – Cơ quan quản lý Dược phẩm Châu Âu

Cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn cao tại Việt Nam hiện chiếm tỷ trọng tương đối thấp. Theo dữ liệu từ Cục Quản Lý Dược, chúng tôi ước tính hiện có khoảng 211 doanh nghiệp với ~288 cơ sở sản xuất dược phẩm trong nước. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp dược phẩm hiện tại sản xuất thuốc ở tiêu chuẩn tối thiểu WHO-GMP, tương ứng với khoảng 91% số lượng cơ sở sản xuất, tính đến 10/2024.

Số lượng doanh nghiệp và cơ sở sản xuất theo tiêu chuẩn GMP tại Việt Nam (10/2024)



Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPT S tổng hợp và ước tính

Chúng tôi đánh giá kết quả này đến từ yêu cầu đầu tư khắt khe về kỹ thuật và thời gian nhằm chuẩn bị cho công tác thẩm định cho các dây chuyền theo tiêu chuẩn EU-GMP/Japan-GMP. Do đó, chúng tôi nhận thấy phần lớn các doanh nghiệp nội địa đạt chứng nhận EU-GMP/Japan-GMP đều nhận được sự hỗ trợ từ doanh nghiệp nước ngoài trong quá trình xây dựng và xét duyệt nhà máy mới ([Chi tiết](#)).

Bảng: So sánh 3 tiêu chuẩn sản xuất thuốc phổ biến tại Việt Nam

	WHO-GMP	EU-GMP	Japan-GMP
Cơ quan đánh giá	Cục Quản lý Dược – Bộ Y tế Việt Nam	Cơ quan Quản lý Dược phẩm Châu Âu (EMA)	Cơ quan Dược Phẩm và Thiết bị Y tế Nhật Bản (PMDA)
Thời gian xét duyệt	<12 tháng	12-24 tháng	16-27 tháng
Tiêu chuẩn đánh giá	Linh hoạt	Tuân thủ theo tiêu chuẩn của các cơ quan EMA, nếu không đạt thì không thể vận hành	Yêu cầu về kiểm soát và đảm bảo chất lượng dược đánh giá là nghiêm ngặt hơn so với EU-GMP, theo Pacific Bridge Medical (PBM)

Nguồn: FPT S tổng hợp

3. Đầu ra: Tăng trưởng kênh OTC giảm tốc, thuốc chất lượng cao nội địa kỳ vọng mở rộng tại kênh ETC

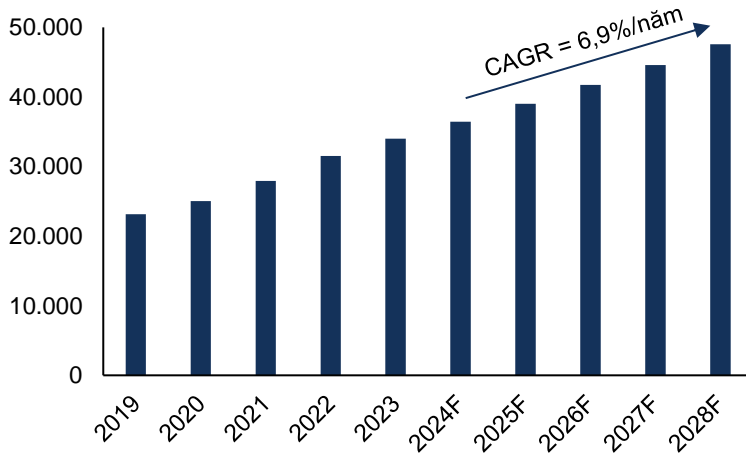
3.1. Kênh OTC: Tăng trưởng giảm tốc trong dài hạn do việc bán thuốc kê đơn được quản lý chặt chẽ hơn

Doanh thu kênh OTC tăng trưởng tích cực với CAGR = 10% trong giai đoạn 2019-2023 nhờ nhu cầu tăng đối với một số dòng thuốc giúp hỗ trợ điều trị Covid như thuốc giảm đau, thuốc ho-cảm lạnh. Cụ thể, doanh thu thuốc giảm đau và thuốc ho-cảm lạnh tăng trưởng với CAGR = 19% trong cùng giai đoạn.

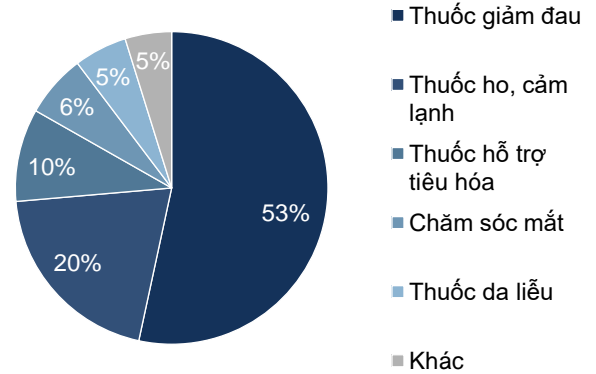
Trong 2024, BMI ước tính doanh thu kênh OTC đạt 36.451 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 7,9% YoY (-5 đpt YoY) trong bối cảnh sức mua tại các nhà thuốc phục hồi chậm do nền kinh tế còn khó khăn. Trong giai đoạn 2024F-2028F, BMI dự báo doanh thu kênh OTC tăng trưởng với tốc độ trung bình đạt 6,9%/năm. Chúng tôi đánh giá mức tăng trưởng thấp hơn giai đoạn trước do (1) nhu cầu đối với các dòng thuốc hỗ trợ điều trị Covid không còn tăng

đột biến (2) việc bán thuốc kê đơn tại các nhà thuốc được quản lý chặt chẽ hơn⁵, và (3) độ bao phủ bảo hiểm y tế và tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng thúc đẩy nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện (kênh ETC).

Doanh thu kênh OTC ngành dược (tỷ đồng)



Cơ cấu thuốc* tiêu thụ tại kênh OTC (2019-2023)



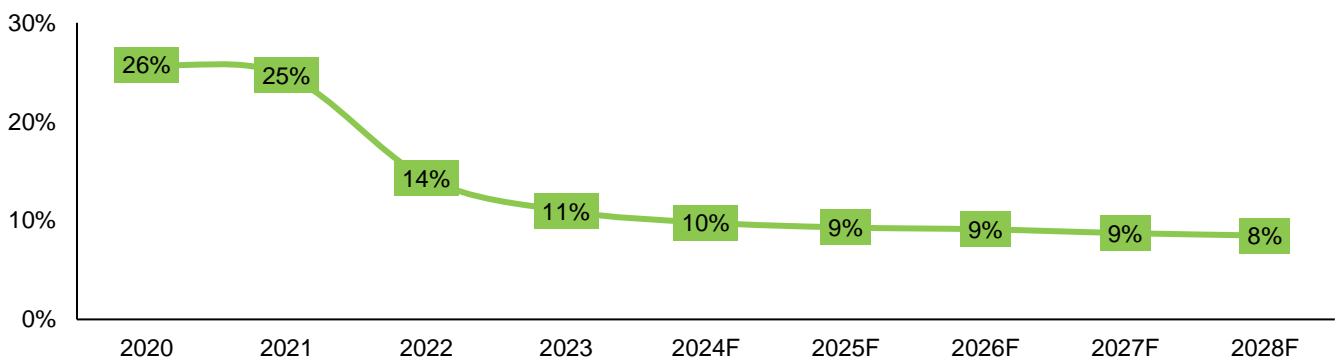
Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính
 (*) Tỷ trọng danh mục thuốc không kê đơn

Xét cơ cấu thuốc⁶ tiêu thụ tại kênh OTC, doanh thu thuốc giảm đau chiếm tỷ trọng đáng kể, tương ứng với ~53% doanh thu OTC trong giai đoạn 2019-2023.

Thuốc giảm đau: Mức độ cạnh tranh dự báo tăng giữa các doanh nghiệp

Theo nghiên cứu từ Euromonitor, thị trường thuốc giảm đau tại kênh OTC được dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình là 9%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F nhờ (1) thói quen tự mua thuốc của người tiêu dùng Việt Nam đối với các bệnh có triệu chứng nhẹ như đau đầu, cảm lạnh, (2) xu hướng già hóa dân số làm tăng tỷ lệ tiêu thụ thuốc giúp giảm đau nhức, (3) xu hướng đau vai, lưng do làm việc liên tục nhiều giờ tăng. Euromonitor đánh giá mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp nội địa và nước ngoài sẽ trở nên gay gắt hơn trong bối cảnh thị trường thuốc giảm đau bão hòa và nhu cầu tăng trưởng ổn định.

Tốc độ tăng trưởng dòng thuốc giảm đau tại kênh OTC giai đoạn 2020-2028F



Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

⁵ (1) Nghị định số 117/2020 quy định mức xử phạt vi phạm đối với hành vi “bán thuốc kê đơn khi không có đơn thuốc”, (2) Thông tư 27/2021 quy định về việc kê đơn thuốc điện tử thông qua Hệ thống đơn thuốc quốc gia.

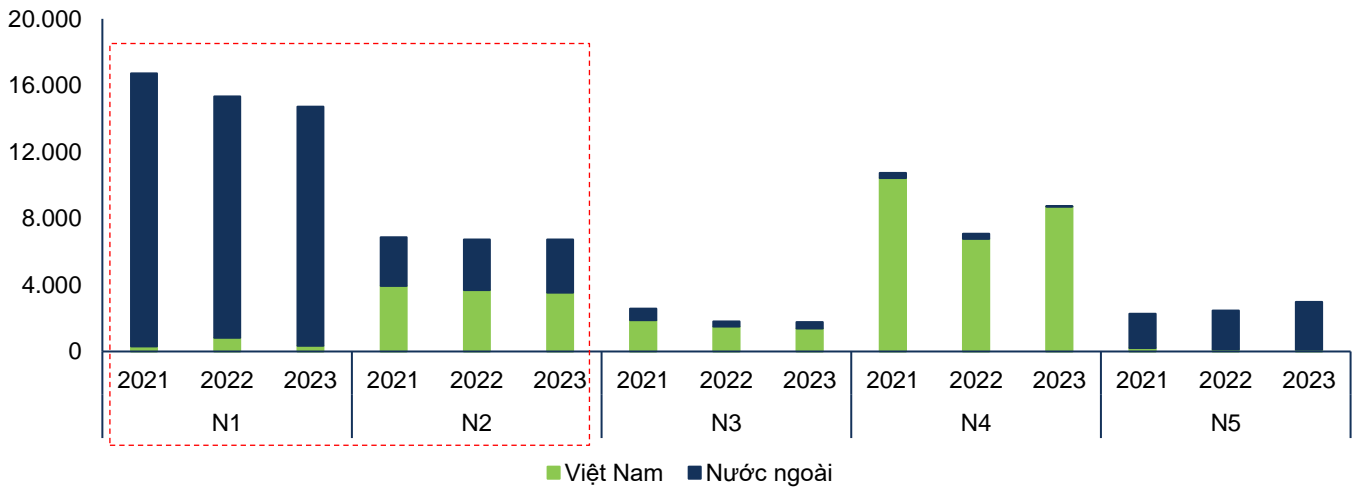
⁶ Xét tỷ trọng danh mục Thuốc không kê đơn, do đó không bao gồm thuốc kháng sinh (thuộc danh mục thuốc kê đơn, theo Thông tư 07/2017/TT-BYT và Công văn số 1517/BYT-KCB).

3.2. Kênh ETC: Thuốc nhóm 1-2 nội địa kỳ vọng mở rộng thị phần trong đấu thầu nhờ chính sách ưu tiên

Chúng tôi ước tính thuốc nhóm 1-2 chiếm trung bình 62% tổng giá trị thuốc generic trúng thầu trong giai đoạn 2021-2023. Trong đó, tỷ trọng thuốc sản xuất trong nước ước đạt 5% giá trị thuốc nhóm 1 và 53% giá trị thuốc nhóm 2.

Do đó, chúng tôi nhận định các doanh nghiệp nội địa có dư địa tăng trưởng và mở rộng thị phần từ thị phần thuốc nhập khẩu trong nhóm 1-2 trong bối cảnh môi trường chính sách thuận lợi đối với thuốc sản xuất nội địa đạt tiêu chuẩn cao nhằm giảm gánh nặng lên quỹ bảo hiểm y tế trong trung và dài hạn.

Giá trị trúng thầu thuốc generics theo nhóm (tỷ đồng)

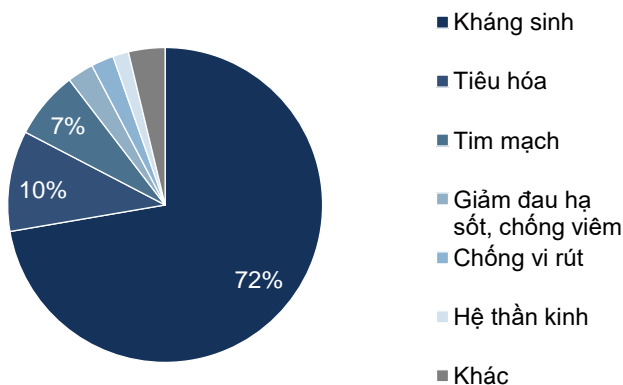


Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPT S tổng hợp và ước tính

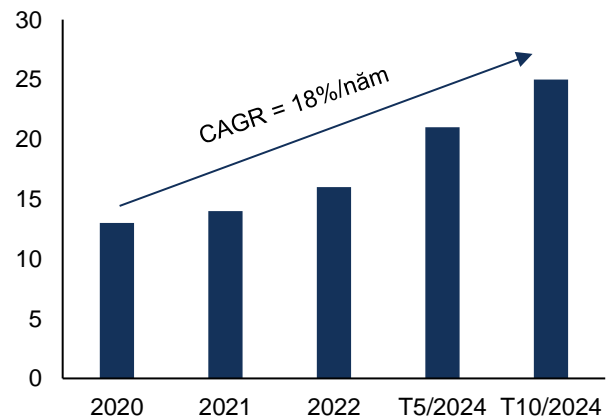
Tại [thông tư 03/2024](#), Bộ Y tế đã ban hành danh mục gồm 93 thuốc nhóm 2 (được sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc Japan-GMP) hạn chế nhập khẩu do có đủ 3 doanh nghiệp nội địa có khả năng sản xuất và cung cấp cho các cơ sở y tế. Chúng tôi ước tính danh mục thuốc này chiếm ~15% giá trị thuốc nhóm 2 trong năm 2023. Trong đó, thuốc sản xuất trong nước chiếm 81% giá trị danh mục.

Xét về cơ cấu, giá trị thuốc kháng sinh chiếm ~72% do phần lớn doanh nghiệp nội địa tham gia sản xuất thuốc kháng sinh, bao gồm thuốc kháng sinh phân khúc giá trị cao (nhóm 1-2). Điều này giúp tăng số lượng thuốc kháng sinh trong danh mục thuốc sản xuất nội địa được ưu tiên trúng thầu. Bên cạnh đó, thuốc tiêu hóa và tim mạch lần lượt chiếm 10% và 7% giá trị danh mục.

Cơ cấu thuốc theo giá trị trúng thầu trong danh mục thuốc ưu tiên theo thông tư 03/2024



Số lượng cơ sở sản xuất chất lượng cao có xu hướng tăng

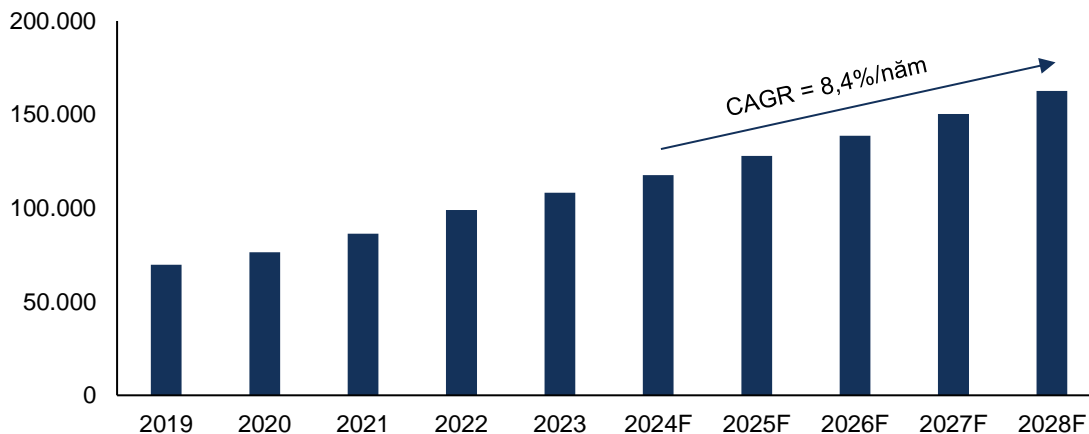


Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPT S tổng hợp và ước tính

Trong giai đoạn 2024-2028, thuốc nhóm 1 và 2 nội địa sẽ được hưởng lợi trong đấu thầu nhờ (1) danh mục thuốc được ưu tiên kỳ vọng tiếp tục mở rộng số lượng (theo quy định tại Điều 4, [Thông tư 03/2024](#)) và (2) số lượng cơ sở sản xuất đạt EU-GMP và Japan-GMP có xu hướng tăng (CAGR = 18%/năm trong giai đoạn 2020-T10/2024) khi các doanh nghiệp trong nước nâng cấp cơ sở sản xuất nhằm tăng khả năng trúng thầu và mở rộng thị phần.

Doanh thu kênh ETC ngành dược được dự báo tăng trưởng với tốc độ trung bình đạt 8,4%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F nhờ nhu cầu khám chữa bệnh tại bệnh viện phục hồi sau dịch và có xu hướng tăng nhờ (1) độ bao phủ bảo hiểm y tế dự báo tiếp tục mở rộng với kỳ vọng đạt 95% trong 2025, theo Bộ Y Tế và (2) tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng do thói quen sử dụng thuốc lá, ít vận động, chế độ ăn uống không lành mạnh và sử dụng rượu có hại dẫn đến những thay đổi trong sinh lý như tăng huyết áp, thừa cân/béo phì, tăng đường huyết và tăng cholesterol, theo WHO ([Chi tiết](#)).

Tăng trưởng doanh thu kênh ETC ngành dược (tỷ đồng)



Nguồn: Euromonitor, FPTs tổng hợp và ước tính

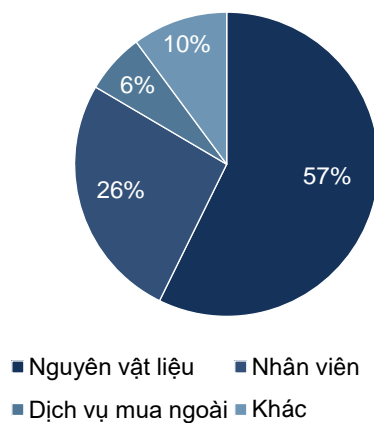
III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Đầu vào: Nguyên liệu sản xuất phụ thuộc vào nhập khẩu

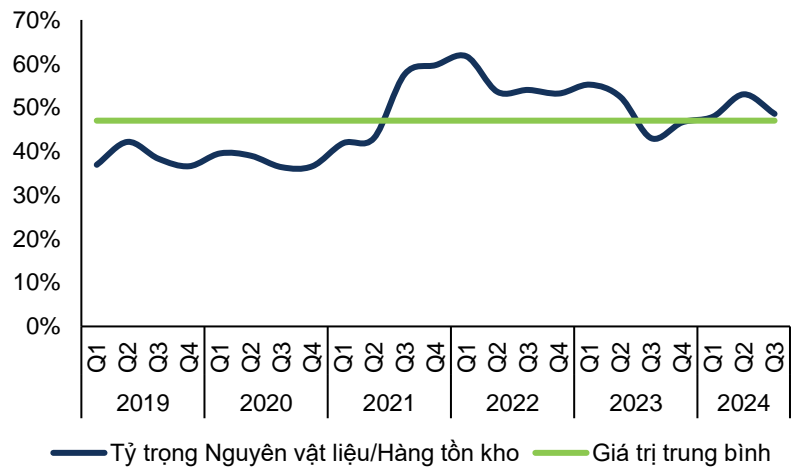
Nguyên vật liệu chiếm 57% trong cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của DHG trong giai đoạn 2019-2023. Theo đó, chúng tôi ước tính khoảng 80% nguyên liệu chính để sản xuất thuốc (APIs) của DHG được nhập khẩu.

Nguyên liệu sản xuất chiếm trung bình 47% giá trị hàng tồn kho của DHG trong giai đoạn 2019-3Q2024. Tại Q4/2021, tỷ trọng Nguyên vật liệu/Hàng tồn kho tăng mạnh +20 đpt, từ 42% (Q1/2021) lên 62% do (1) nhu cầu tích trữ nguyên liệu trong dịch Covid và (2) giá nguyên vật liệu tăng khi một số nhà cung cấp APIs tại Trung Quốc đóng cửa để di dời nhà máy do các vấn đề về môi trường. Trong Q3/2024, tỷ trọng Nguyên vật liệu/Hàng tồn kho của DHG ở mức trung bình, đạt 49% (-6% đpt YoY).

Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố của DHG(2019-2023)



Tỷ trọng Nguyên vật liệu/Hàng tồn kho của DHG



Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Sản xuất: DHG vận hành hai nhà máy sản xuất dược phẩm đạt tiêu chuẩn Japan-GMP và EU-GMP

Dược Hậu Giang hiện sở hữu 2 nhà máy sản xuất dược phẩm tại Cần Thơ và Hậu Giang với ~13 dây chuyền sản xuất ([Chi tiết](#)). Cụ thể, nhà máy Cần Thơ bao gồm 6 dây chuyền WHO-GMP với công suất thiết kế đạt 2,5 tỷ đvsp/năm. Bên cạnh đó, nhà máy Hậu Giang hiện đang vận hành 7 dây chuyền với công suất thiết kế đạt 5,7 tỷ đvsp/năm, trong đó có 3 dây chuyền Japan-GMP và 2 dây chuyền EU-GMP.

Tính đến hết năm 2023, Dược Hậu Giang đã phát triển hơn 300 sản phẩm thuộc 9 ngành hàng ([Chi tiết](#)). Trong đó, ~120 sản phẩm được sản xuất trên các dây chuyền đạt tiêu chuẩn Japan-GMP. Phần lớn hoạt động sản xuất của DHG tập trung ở nhà máy Dược Hậu Giang với giá trị sản xuất ước tính chiếm 80% tổng giá trị tại hai nhà máy.

Bảng: Các nhà máy sản xuất của Dược Hậu Giang (Dữ liệu cập nhật ngày: 11/10/2024)

Tên nhà máy	Tiêu chuẩn	Số dây chuyền	Công suất thiết kế (triệu đvsp/năm)
Nhà máy Cần Thơ	WHO-GMP	6	2,5
Nhà máy Hậu Giang (80% giá trị sản xuất)	Xưởng Non-Betalactam	WHO-GMP, Japan-GMP, EU-GMP	4
	Xưởng Betalactam	WHO-GMP	1
	Xưởng Betalactam mới*	WHO-GMP	N/A

Nguồn: DHG, Cục Quản Lý Dược, FPTS tổng hợp và ước tính
 (*) Dự kiến đạt EU-GMP trong năm 2025

Trong tháng 05/2024, DHG đưa vào vận hành xưởng Betalactam mới (thuộc nhà máy Hậu Giang), ước tính giúp DHG tăng ~9% công suất thiết kế với tổng quy mô sản xuất đạt 8,2 tỷ đvsp/năm.

Trong giai đoạn 2024-2025, DHG có kế hoạch nâng cấp một số dây chuyền tại hai xưởng Non-betalactam và Betalactam mới (thuộc nhà máy Hậu Giang) lên tiêu chuẩn EU-GMP ([Chi tiết](#)). Về tiến độ, DHG đã đạt được chứng nhận EU-GMP tại xưởng Non-Betalactam cho hai dây chuyền viên nang cứng và viên nén trong tháng 8/2024 từ Cơ quan quản lý Dược phẩm Hungary.

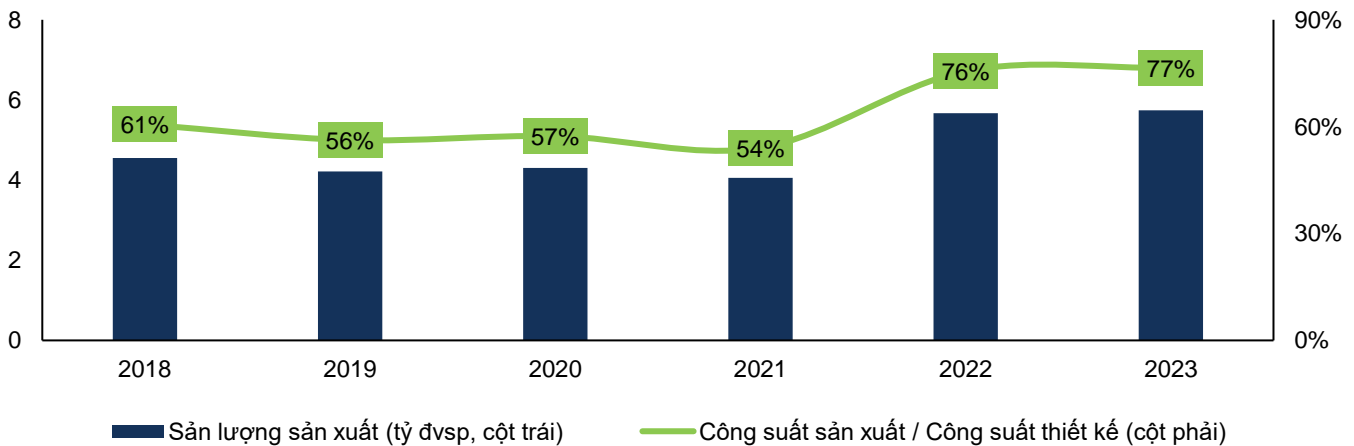
Bảng: Kế hoạch nâng cấp các dây chuyền lên EU-GMP tại nhà máy Hậu Giang ([Quay lại trang bìa](#))

Tên xưởng	Dây chuyền	Thời gian đạt dự kiến	Tiến độ hiện tại
Xưởng Non-Betalactam	- Viên nang cứng - Viên nén (bao gồm viên nén bao phim)	2024	Đã đạt chứng nhận (Được cấp ngày 22/08/2024)
Xưởng Betalactam mới (thuốc kháng sinh)	- Penicillin: Bao phim, bột, viên nang - Cephalosorin: Bao phim, viên nang	2025	Đã đi vào vận hành dưới tiêu chuẩn WHO-GMP (từ 05/2024)

Nguồn: Cục Quản Lý Dược, DHG, FPTTS tổng hợp

Hiệu suất sản xuất của DHG ghi nhận cải thiện 20 đpt, từ mức trung bình 57% trong giai đoạn 2018-2021 lên 77% trong giai đoạn 2022-2023. Cụ thể, hiệu suất sản xuất giảm từ 61% (2018) xuống 54% (2021) do tình hình sản xuất và nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi Covid-19. Trong giai đoạn 2022-2023, sản lượng sản xuất tăng ~33% so với giai đoạn trước (trung bình đạt 5,7 tỷ đvsp) nhờ (1) nhu cầu tăng đối với các sản phẩm hỗ trợ điều trị Covid khi dịch bệnh đã được kiểm soát và (2) DHG bắt đầu khai thác các sản phẩm đạt Japan-GMP từ năm 2022, theo chia sẻ từ DHG.

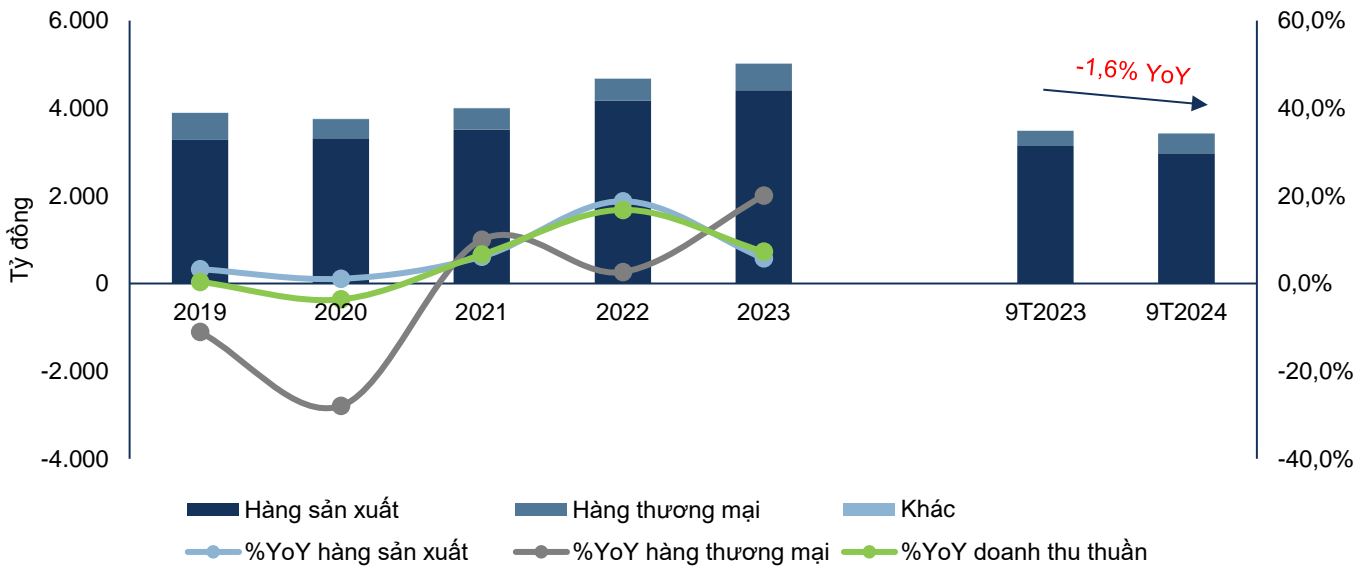
Công suất sản xuất thực tế của DHG giai đoạn 2018-2023



Nguồn: DHG, FPTTS tổng hợp và ước tính

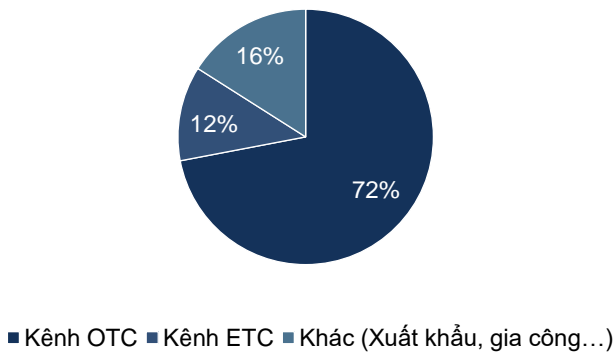
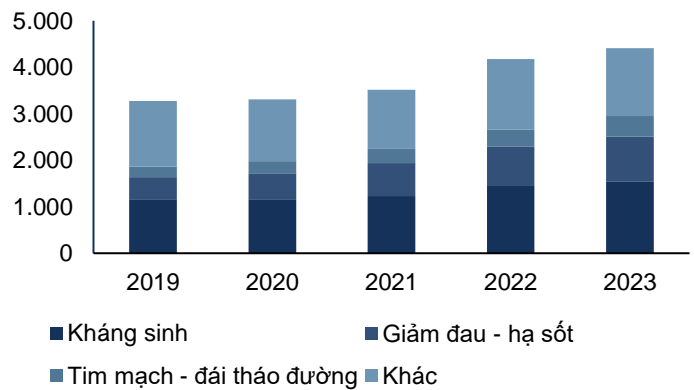
3. Đầu ra: Dẫn đầu doanh thu tại kênh OTC, chuyển dịch sang sản phẩm chất lượng cao tại kênh ETC

Doanh thu thuần của DHG ghi nhận tăng trưởng với CAGR=6,5%/năm (2019-2023) với hai mảng doanh thu chính bao gồm doanh thu hàng sản xuất và doanh thu hàng thương mại, chiếm tỷ trọng trung bình 87% và 12%. Trong 9T2024, doanh thu thuần của DHG đạt 3.426 tỷ đồng (-1,6% YoY) do tình hình kinh doanh kém khả quan tại mảng hàng sản xuất trong bối cảnh nhu cầu kênh bán lẻ (~72% doanh thu thuần) phục hồi chậm. Theo đó, doanh thu hàng sản xuất và hàng thương mại lần lượt đạt 2.970 tỷ đồng (-5,4% YoY) và 455 tỷ đồng (+33% YoY).

Cơ cấu doanh thu thuần DHG


Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

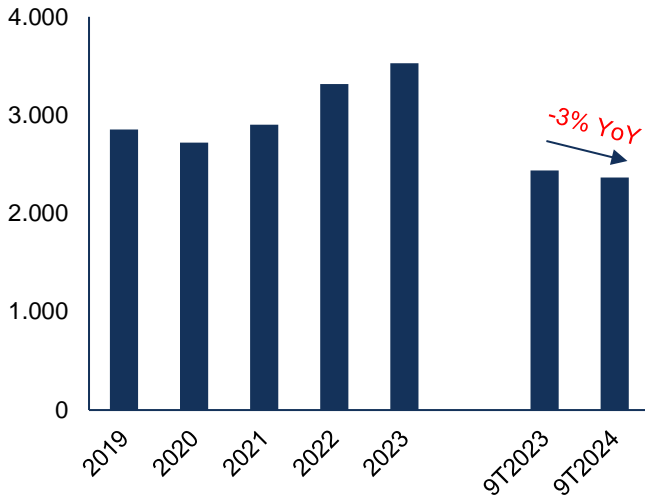
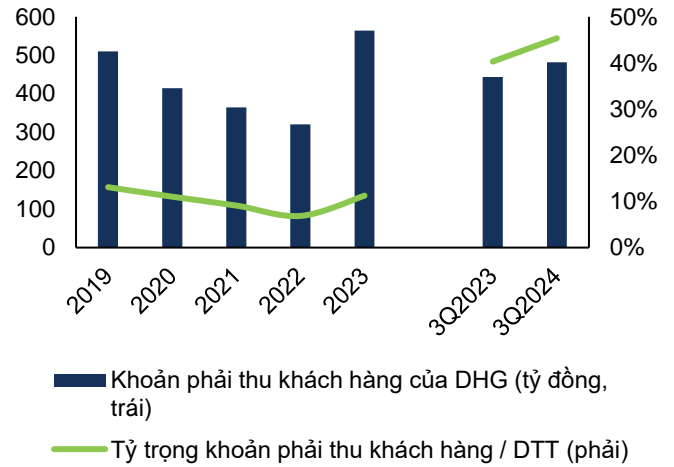
Doanh thu tại hai kênh phân phối chính của DHG là OTC và ETC ước chiếm tỷ trọng lần lượt 72% và 12% trong giai đoạn 2019-2023. Về cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, các dòng thuốc chủ lực bao gồm thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau – hạ sốt, thuốc tim mạch – đái tháo đường, ước chiếm 70% doanh thu hàng sản xuất của DHG trong 2023.

Cơ cấu doanh thu thuần theo kênh phân phối (2019-2023)

Cơ cấu doanh thu thuần của DHG theo sản phẩm (tỷ đồng)


Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

Tại kênh OTC, doanh thu ghi nhận mức tăng trưởng với CAGR=6%/năm trong giai đoạn 2019-2023 nhờ nhu cầu tại các nhà thuốc tăng mạnh trong giai đoạn dịch Covid-19 đối với các nhóm sản phẩm: giảm đau hạ sốt, vitamin, thuốc ho.

Trong 9T2024, doanh thu tại kênh OTC ước đạt 2.364 tỷ đồng (-3% YoY) do nhu cầu phục hồi chậm trong bối cảnh kinh tế còn khó khăn. Theo đó, giá trị khoản phải thu khách hàng tại Q3//2024 ghi nhận tăng +9% YoY, đạt 482 tỷ đồng do DHG tăng hạn mức nợ và thời hạn thanh toán cho khách hàng trong tình hình bán hàng khó khăn tại kênh OTC.

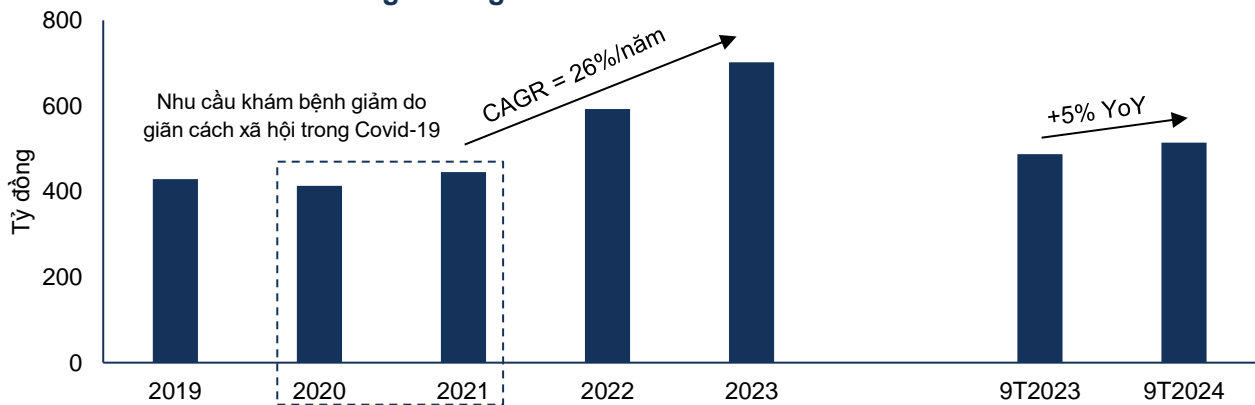
Tăng trưởng doanh thu kênh OTC của DHG (2019-9T2024)

Khoản phải thu khách hàng của DHG (tỷ đồng)


Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

Tại kênh ETC, tăng trưởng doanh thu của DHG tương đối ảm đạm trong giai đoạn 2019-2021 do (1) tỷ lệ khám bệnh tại các bệnh viện và cơ sở y tế giảm, ảnh hưởng bởi tình trạng giãn cách xã hội kéo dài trong Covid-19 và (2) một số dòng thuốc phổ thông của DHG như: thuốc giảm đau hạ sốt, thuốc ho, vitamin có thể mua tại các nhà thuốc.

Giai đoạn 2022-2023, doanh thu kênh ETC tăng trưởng mạnh mẽ nhờ (1) nhu cầu khám bệnh tại bệnh viện và cơ sở y tế phục hồi sau giai đoạn dịch Covid-19 và (2) DHG bắt đầu khai thác các hợp đồng đấu thầu đối với sản phẩm Japan-GMP từ năm 2022. Theo đó, doanh thu kênh ETC tăng trưởng với CAGR = 26%/năm (2021-2023) và ước đạt 702 tỷ đồng trong năm 2023.

Trong 9T2024, doanh thu kênh ETC của DHG ước đạt 514 tỷ đồng (+5% YoY). Mức tăng trưởng thấp hơn so với giai đoạn trước do mức độ cạnh tranh tại kênh ETC tăng khi tình trạng hết số đăng ký thuốc⁷ đã được giải quyết.

Tăng trưởng doanh thu kênh ETC của DHG


Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

⁷ Từ cuối năm 2019, xảy ra tình trạng nhiều thuốc hết hạn đăng ký lưu hành nhưng không kịp gia hạn do (1) nguồn lực tập trung cho việc chống dịch Covid-19, và (2) tình trạng “quá tải” hồ sơ gây ảnh hưởng đến nguồn cung thuốc ở nhiều bệnh viện trên cả nước trong giai đoạn 2019-2022.

Theo Nghị quyết số 80/2023/QH15, Bộ Y tế đã gia hạn hiệu lực giấy đăng ký lưu hành thuốc, nguyên liệu làm thuốc đến hết ngày 31/12/2024, với tổng số thuốc, nguyên liệu làm thuốc được gia hạn lên đến 13.202, bao gồm 10.301 thuốc trong nước, 2.656 thuốc nước ngoài, và 245 vắc xin, sinh phẩm. (Dữ liệu cập nhật đến ngày 23/07/2024. Nguồn: Bộ Y Tế)

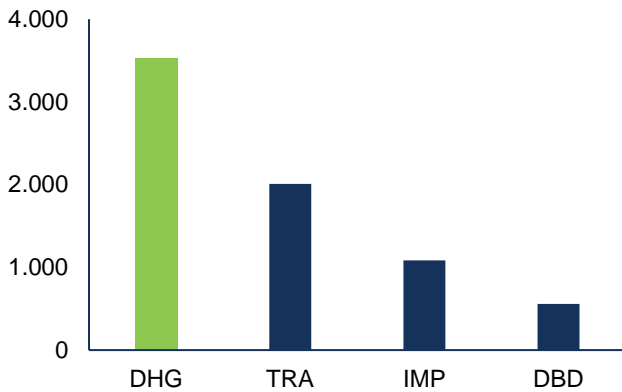
3.1. Dẫn đầu doanh thu OTC nhờ lợi thế về hệ thống phân phối và sản phẩm chủ lực chiếm thị phần lớn

So với các doanh nghiệp cùng ngành, DHG hiện đang dẫn đầu doanh thu kênh OTC nhờ (1) hệ thống phân phối sâu rộng, và (2) sản phẩm chủ lực (thuốc giảm đau hạ sốt) chiếm thị phần lớn tại các nhà thuốc.

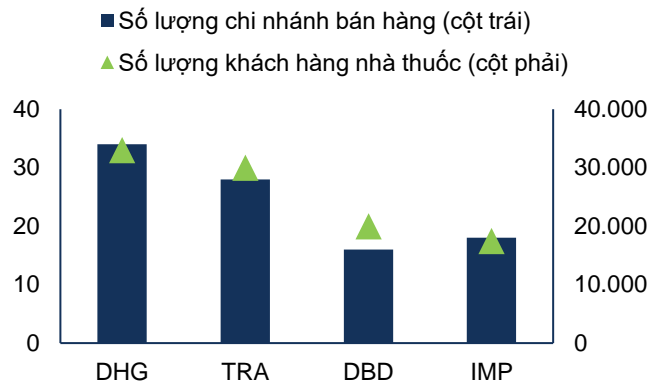
DHG sở hữu năng lực phân phối sâu rộng và số lượng khách hàng nhà thuốc lớn nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tại kênh OTC, thuốc của DHG được phân phối tại các nhà thuốc thông qua hệ thống chi nhánh bán hàng của doanh nghiệp.

Theo đó, DHG hiện sở hữu 34 chi nhánh bán hàng trên khắp cả nước, phân phối đến ba tầng: thành phố, huyện, xã. Tính đến đầu năm 2024, sản phẩm của DHG được phân phối tại ~30.000 quầy thuốc tư nhân và ~3.000 chuỗi nhà thuốc hiện đại (Long Châu, Pharmacity,...).

So sánh doanh thu kênh OTC của một số công ty niêm yết (2023, tỷ đồng)



So sánh hệ thống phân phối của các công ty (2023)

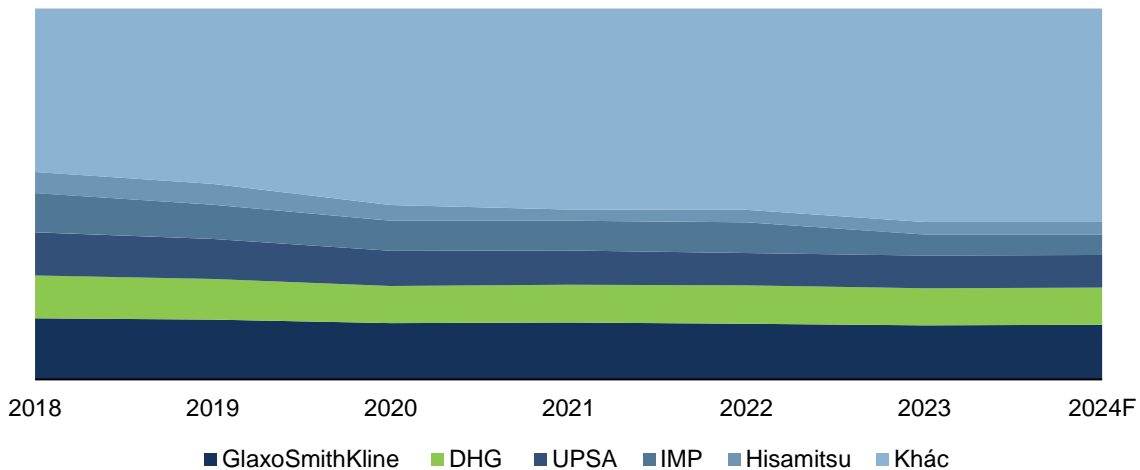


Nguồn: BCTN các công ty, FPTIS tổng hợp và ước tính

DHG duy trì thị phần lớn thứ 2 ở dòng thuốc giảm đau – hạ sốt (với nhãn hàng Hapacol) tại kênh OTC trong giai đoạn 2019-2024. Cụ thể, thuốc giảm đau hạ sốt của DHG trung bình chiếm 10,7% thị phần, chỉ sau GlaxoSmithKline (với nhãn hàng Panadol) chiếm ~15,5% thị phần trong cùng giai đoạn, *theo Euromonitor*.

Chúng tôi đánh giá kết quả này đến từ (1) DHG sở hữu danh mục thuốc giảm đau – hạ sốt đa dạng về hàm lượng, mùi vị, và dạng bào chế phù hợp với mọi độ tuổi, bao gồm trẻ em ([Bảng: So sánh danh mục thuốc giảm đau hạ sốt](#)); (2) sản phẩm chất lượng cao (tiêu chuẩn Japan-GMP) với giá bán rẻ hơn từ 1,2 - 2,6 lần so với đối thủ cạnh tranh ([Chi tiết](#)) và (3) lợi thế hệ thống phân phối, do đó có thể bán tại các thành phố nhỏ hơn và vùng nông thôn.

Thị phần thuốc giảm đau - hạ sốt tại kênh OTC (%)



Nguồn: Euromonitor, FPTIS tổng hợp và ước tính

Bảng: So sánh danh mục thuốc giảm đau

Tên nhãn hàng	Hapacol (DHG)	Pms-Mexcold (IMP)	Panadol (GlaxoSmithKline)	Efferalgan (UPSA)
Tiêu chuẩn sản xuất	Japan-GMP	WHO-GMP		
Hàm lượng (mg)	650	x		
	500	x	x	x
	325	x	x	
	250	x		x
	150	x	x	x
	80	x		x
Dạng bào chế	Viên nén	x	x	x
	Viên sủi	x		x
	Bột sủi bột	x		x
	Cốm pha uống		x	
	Thuốc đạn			x
Mùi vị	Vị cam	x		
Đối tượng sử dụng	Người lớn	x	x	x
	Trẻ em	x		

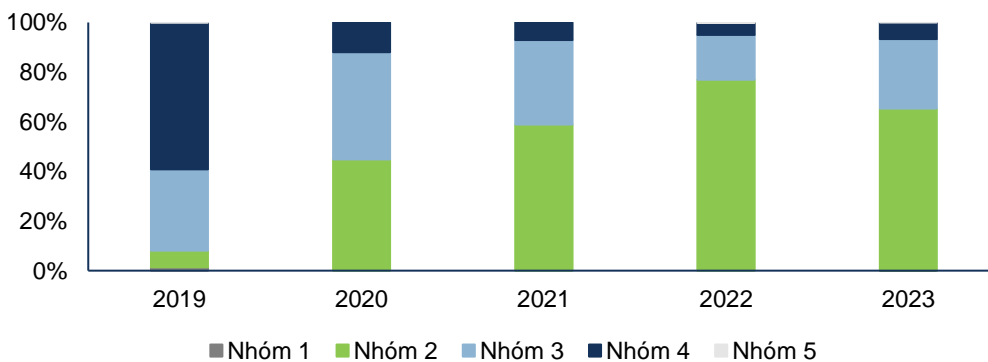
Nguồn: Website các công ty, FPTS tổng hợp

3.2. Cơ cấu thuốc trúng thầu tại kênh ETC chuyển dịch sang nhóm chất lượng cao từ năm 2020 nhờ đạt chứng nhận sản xuất Japan-GMP

Cơ cấu thuốc trúng thầu của DHG chuyển dịch sang nhóm thuốc chất lượng cao từ năm 2020 nhờ đạt chứng nhận tiêu chuẩn sản xuất Japan-GMP cho dây chuyền viên nén đầu tiên vào 04/2019 và dây chuyền viên nén bao phim vào tháng 10/2020. Cụ thể, tỷ trọng thuốc nhóm 2 tăng từ 7% trong năm 2019 lên 65% (+58 đpt) trong năm 2023. Trong khi đó, thuốc nhóm 4 giảm tỷ trọng đáng kể từ 59% trong năm 2019 còn 7% (-52 đpt) trong năm 2023.

Xu hướng chuyển dịch sang nhóm thuốc chất lượng cao của DHG giúp tăng khả năng trúng thầu tại kênh ETC do mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp nội địa trong phân khúc nhóm 1-2 còn thấp. Theo đó, doanh thu kênh ETC mở rộng đáng kể với tốc độ tăng trưởng trung bình ước đạt 26%/năm trong giai đoạn 2021-2023.

Tỷ trọng thuốc trúng thầu theo nhóm của DHG (tỷ đồng)



Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTS tổng hợp và ước tính

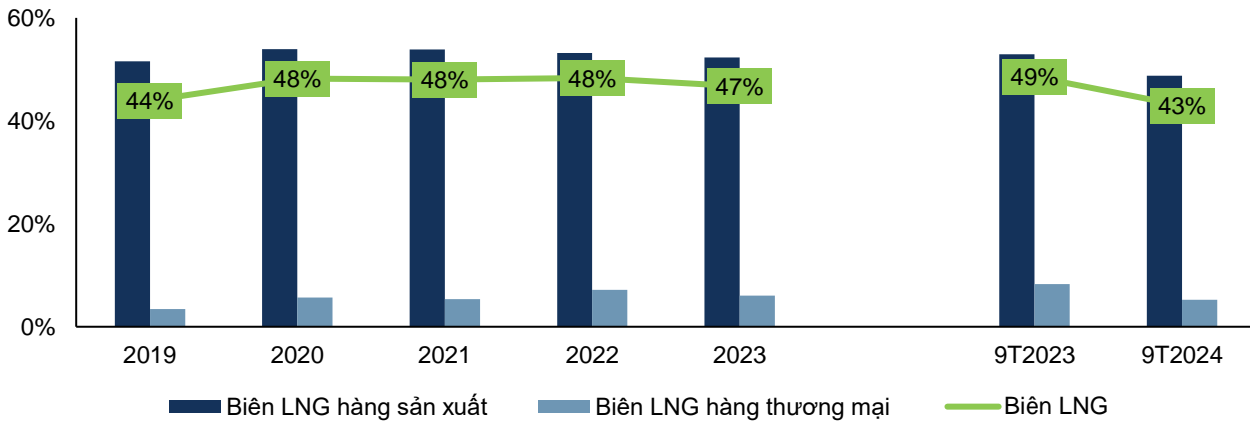
IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận 9T2024 giảm do nhu cầu tiêu thụ tại kênh phân phối chính phục hồi chậm

Trong giai đoạn 2019-2023, tỷ suất lợi nhuận gộp của DHG tăng từ 44% lên 47% nhờ mở rộng doanh thu hàng sản xuất. Theo đó, tỷ trọng hàng sản xuất (với BLNG trung bình đạt 53%) trong cơ cấu doanh thu tăng từ 84% trong năm 2019 lên 88% trong năm 2023.

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong 9T2024 đạt 43%, giảm mạnh 6 đpt YoY do (1) nhu cầu tại kênh OTC phục hồi chậm trong bối cảnh kinh tế khó khăn (2) doanh thu hàng thương mại (với BLNG thấp) tăng mạnh +33% YoY.

Tỷ suất sinh lời của DHG



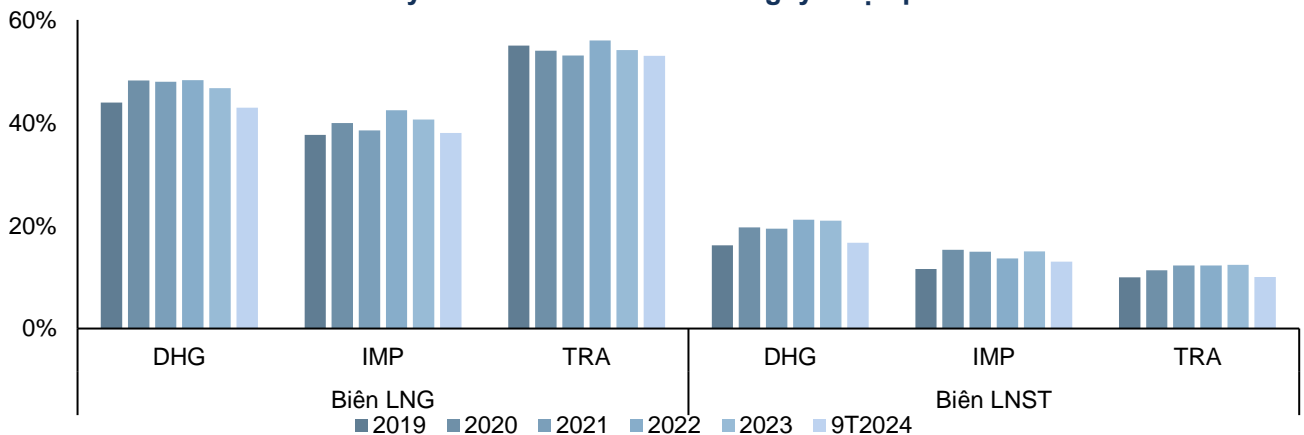
Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và ước tính

Biên lợi nhuận gộp của DHG, IMP và TRA có xu hướng giảm chủ yếu do tình hình khó khăn chung tại kênh OTC. Theo đó, tỷ trọng doanh thu kênh OTC của DHG, IMP và TRA ước chiếm lần lượt là 72%, 44%, và 90% doanh thu thuần.

So sánh với IMP và TRA, biên lợi nhuận gộp của DHG ở mức trung bình, đạt 47% trong giai đoạn 2019-9T2024. Trong khi đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của TRA trung bình đạt 54% nhờ khả năng tự chủ nguyên liệu đầu vào tại dòng thuốc đông dược (chiếm 58% doanh thu thuần).

Biên lợi nhuận sau thuế của DHG trung bình đạt 19% trong giai đoạn 2019-9T2024, cao hơn IMP (14%) và TRA (11%) nhờ được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) tại Nhà máy In bao bì DHG (2018-2026F) và nhà máy Dược phẩm Hậu Giang (2019-2028F). Theo đó, mức thuế TNDN của DHG là 10%, trong khi đó, thuế TNDN của IMP và TRA ở mức 20%.

So sánh tỷ suất sinh lời của các công ty dược phẩm

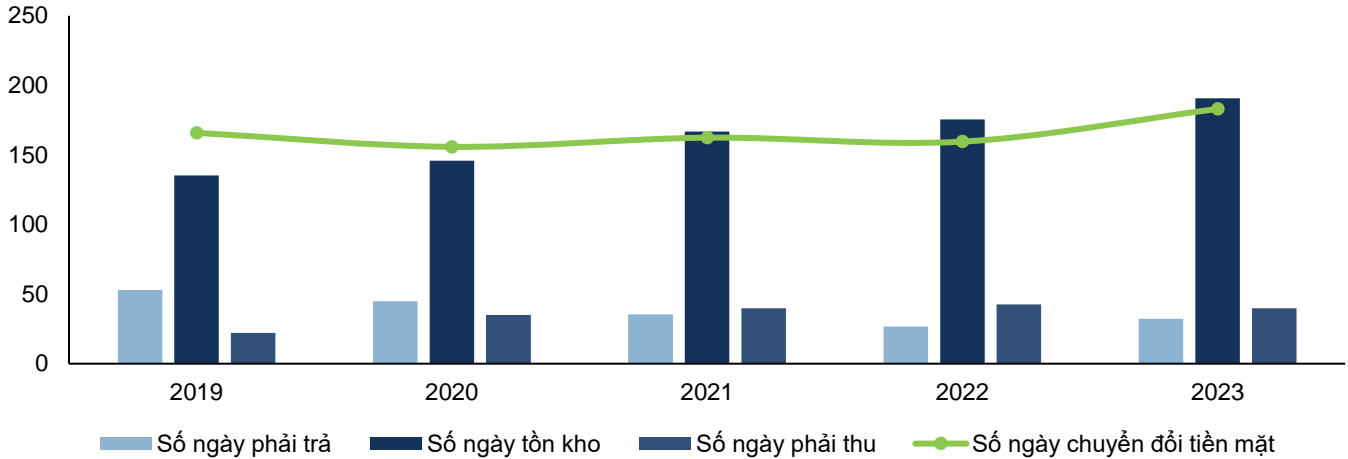


Nguồn: BCTN các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Hiệu quả hoạt động giảm do số ngày phải thu và số ngày tồn kho có xu hướng tăng

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của DHG đạt 183 ngày (+23 ngày svck) trong năm 2023 do số ngày phải thu và số ngày tồn kho có xu hướng tăng. Cụ thể, số ngày phải thu bình quân năm 2023 tăng 5 ngày (32) do DHG tăng hạn mức nợ và thời hạn thanh toán cho khách hàng trong tình hình bán hàng khó khăn tại kênh OTC.

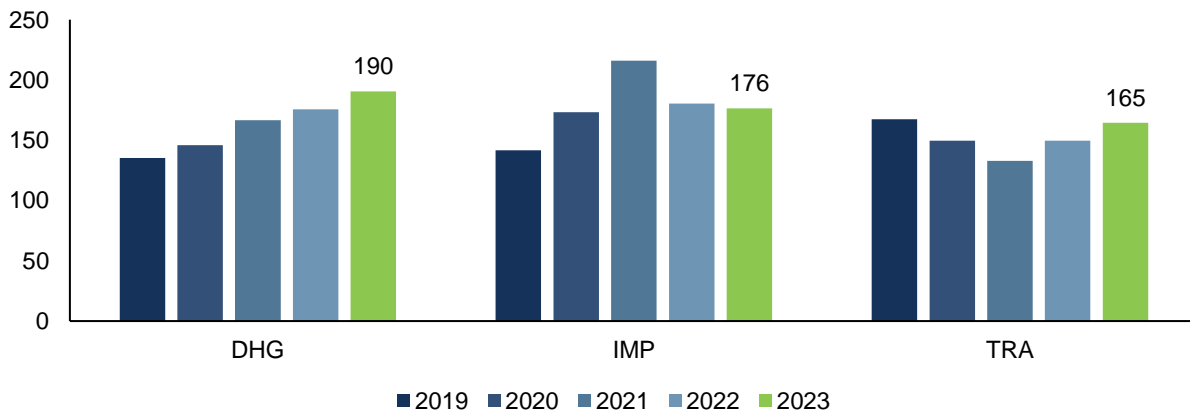
Chỉ số hiệu quả hoạt động của DHG giai đoạn 2019-2023



Nguồn: DHG, FPTIS tổng hợp và ước tính

Số ngày tồn kho có xu hướng tăng và ở mức cao so với ngành trong năm 2023. Cụ thể, số ngày tồn kho bình quân năm 2021 tăng 20 ngày (167 ngày) do (1) nhu cầu dự trữ thành phẩm và nguyên liệu trong mùa dịch và (2) giá một số nguyên vật liệu tăng do các nhà cung cấp tạm ngưng hoạt động để di dời địa điểm do vấn đề liên quan đến môi trường. Năm 2023, số ngày tồn kho tăng 15 ngày (190 ngày), ở mức cao so với trung bình ngành do (1) nhu cầu tích trữ nguyên liệu tăng và (2) dự trữ hàng thành phẩm để chuẩn bị cho việc di dời nhà máy Betalactam.

Số ngày tồn kho bình quân



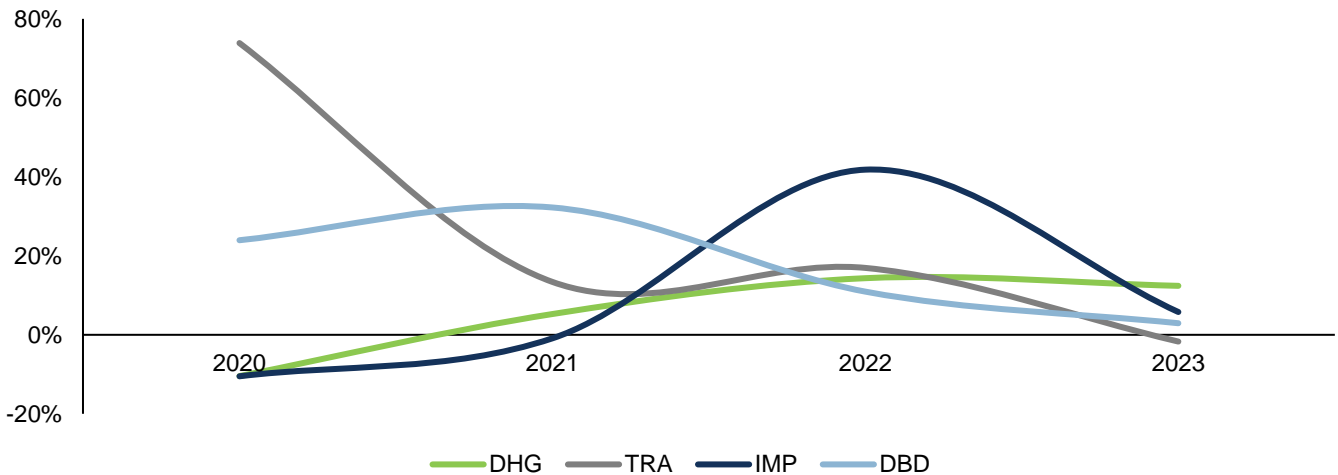
Nguồn: BCTN các công ty, FPTIS tổng hợp và ước tính

V. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

1. Kênh OTC: Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu kỳ vọng phục hồi tại các nhà thuốc ([Quay lại trang bìa](#))

Năm 2023, doanh thu kênh OTC của các doanh nghiệp dược có dấu hiệu chững lại do sức mua của người tiêu dùng giảm khi người dân thắt chặt chi tiêu. Chúng tôi đánh giá xu hướng này sẽ duy trì trong ngắn hạn với kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ thuốc tại kênh bán lẻ có tốc độ phục hồi chậm trong bối cảnh nền kinh tế chung vẫn còn nhiều khó khăn. Theo đó, doanh thu kênh OTC năm 2024 của DHG dự phóng đạt 3.595 tỷ đồng (+2% YoY).

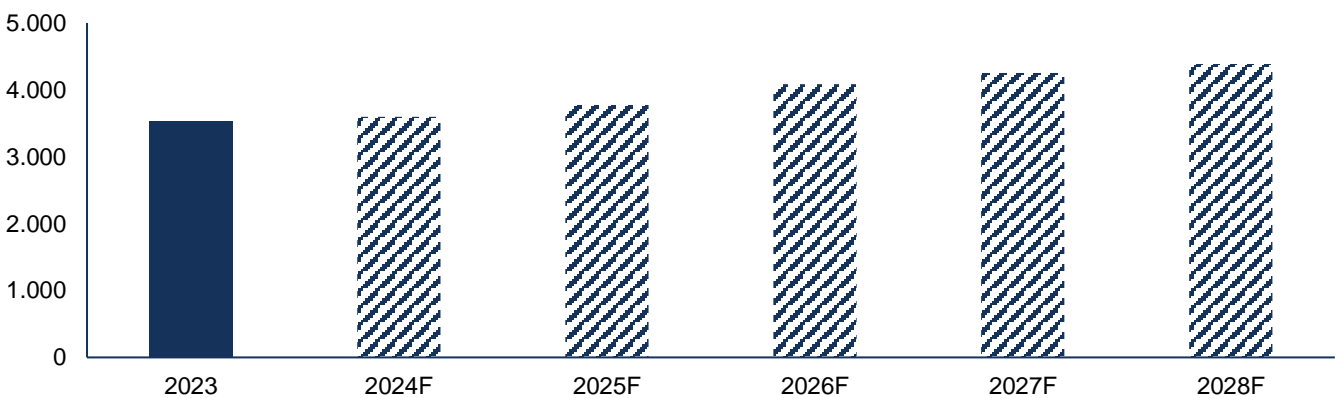
So sánh tốc độ tăng trưởng doanh thu YoY tại kênh OTC (2019-2023)



Nguồn: BCTN các công ty, FPTS tổng hợp và ước tính

Giai đoạn 2024F-2028F, doanh thu kênh OTC của DHG dự phóng tăng trưởng với CAGR = 5%/năm. Triển vọng tăng trưởng chủ yếu đến (1) nhu cầu tại các nhà thuốc phục hồi, (2) lợi thế về hệ thống phân phối và (3) tiêu chuẩn sản xuất đạt chất lượng cao (Japan-GMP, EU-GMP).

Dự phóng doanh thu kênh OTC (2024F-2028F, tỷ đồng)



Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp và dự phóng

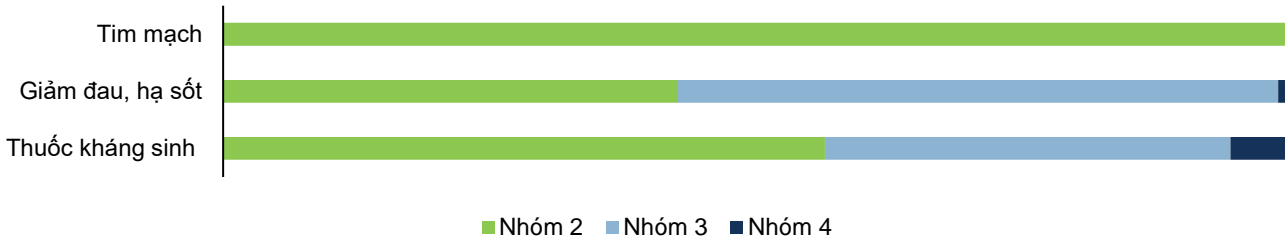
2. Kênh ETC: Kế hoạch nâng cấp lên EU-GMP tại xưởng Non-betalactam và Betalactam mới kỳ vọng giúp DHG mở rộng danh mục thuốc chất lượng cao ([Quay lại trang bìa](#))

Chúng tôi đánh giá việc đạt chứng nhận EU-GMP tại hai xưởng sản xuất ở nhà máy Hậu Giang giúp DHG (1) tăng tỷ trọng thuốc nhóm 1-2 nhờ mở rộng danh mục thuốc chất lượng cao, (2) hưởng lợi từ chính sách ưu tiên trong đấu thầu và (3) mở rộng thị trường xuất khẩu qua các nước Châu Âu.

Xét cơ cấu một số dòng thuốc theo nhóm của DHG năm 2023, dòng thuốc giảm đau hạ sốt và thuốc kháng sinh có tỷ trọng thuốc nhóm 2 chiếm lần lượt 43% và 57%. Chúng tôi đánh giá việc đạt tiêu chuẩn EU-GMP giúp DHG mở

rộng tỷ trọng thuốc nhóm 2 tại hai dòng thuốc này trong giai đoạn 2024F-2028F. Ngoài ra, tiêu chuẩn EU-GMP kỳ vọng giúp doanh nghiệp tăng tỷ trọng thuốc nhóm 1 thông qua việc đạt visa xuất khẩu⁸ qua các nước EU.

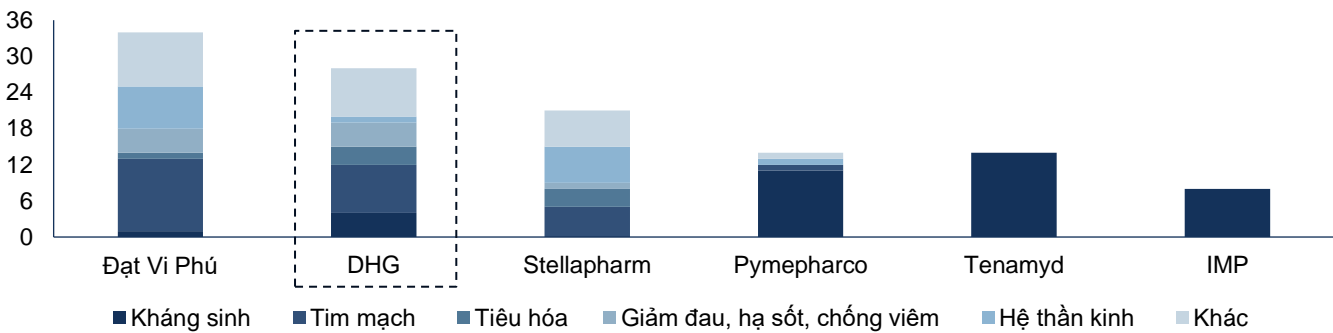
Cơ cấu một số dòng thuốc theo nhóm của DHG (2023)



Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTTS tổng hợp và ước tính

Tính đến 05/2024, DHG sở hữu 28 thuốc nhóm 2 được ưu tiên trúng thầu theo Thông tư 03/2024. Theo đó, danh mục thuốc của DHG tương đối đa dạng và bao gồm nhiều dòng thuốc đặc trị như thuốc tim mạch, tiêu hóa, hệ thần kinh,... Chúng tôi đánh giá việc nâng cấp các dây chuyền lên tiêu chuẩn EU-GMP giúp DHG tiếp tục hưởng lợi và mở rộng danh mục thuốc được ưu tiên này.

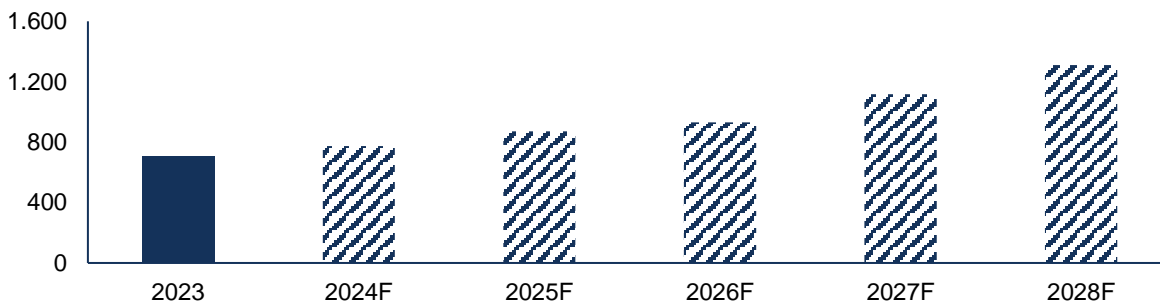
Số lượng thuốc nhóm 2 trúng thầu được ưu tiên theo thông tư 03/2024



Nguồn: Thông tư 03/2024, Cục Quản Lý Dược, FPTTS tổng hợp và ước tính

Giai đoạn 2024F-2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu kênh ETC của DHG tăng trưởng với CAGR = 13%/năm, đạt 1.309 tỷ đồng trong năm 2028F nhờ (1) triển vọng tích cực từ việc nâng cấp các dây chuyền lên tiêu chuẩn EU-GMP, (2) nhu cầu khám bệnh tại các bệnh viện duy trì ở mức cao nhờ độ phủ bảo hiểm y tế kỳ vọng đạt 95% (2025) và tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng.

Dự phóng doanh thu kênh ETC (2024F-2028F, tỷ đồng)



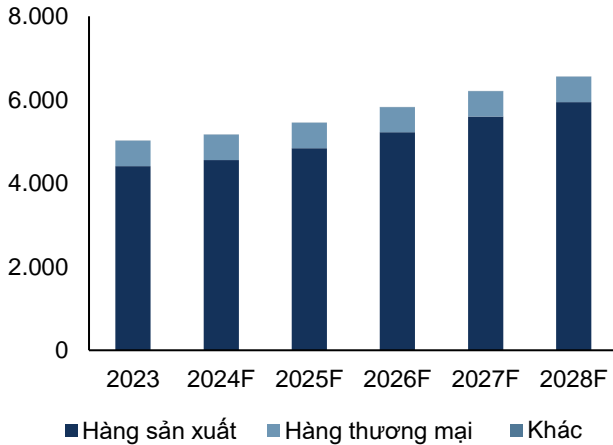
Nguồn: DHG, FPTTS tổng hợp và dự phóng

⁸ Điều kiện tham gia đấu thầu thuốc nhóm 1 bao gồm (1) thuốc sản xuất dưới tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương và (2) đạt visa xuất khẩu được cấp bởi quốc gia thuộc SRA hoặc EMA (thường là các nước Châu Âu, theo GMPc Việt Nam).

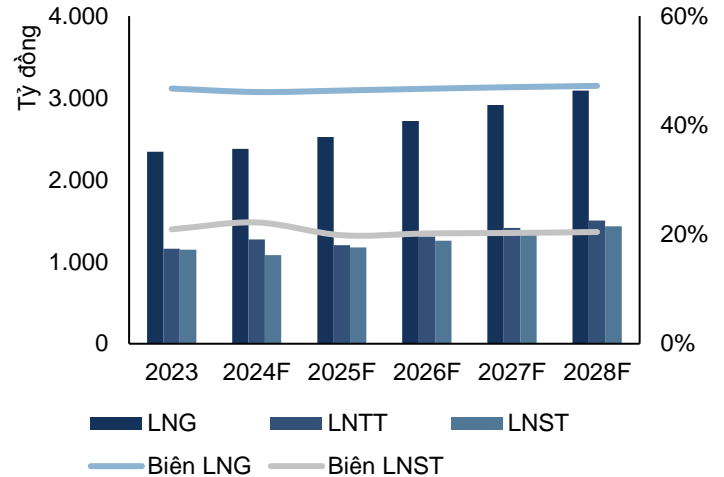
VI. TỔNG HỢP KẾT QUẢ DỰ PHÓNG

Dựa trên những phân tích về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tài chính của DHG, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của DHG trong giai đoạn 2024F-2028F như sau:

Dự phóng doanh thu thuần của DHG (tỷ đồng)



Dự phóng lợi nhuận của DHG



Nguồn: FPTS tổng hợp và dự phóng

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu thuần	<p>Doanh thu thuần của DHG dự phóng đạt 5.162 tỷ đồng (+3% YoY) trong năm 2024 và kỳ vọng tăng trưởng với CAGR = 6%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F. Trong đó, doanh thu hàng sản xuất ước đạt 4.559 tỷ đồng (+3% YoY) trong năm 2024 và dự phóng tăng trưởng với CAGR = 7% trong giai đoạn 2024F-2028F. Triển vọng tăng trưởng mảng hàng sản xuất chủ yếu đến từ các dòng thuốc chủ lực của DHG, cụ thể như sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Thuốc kháng sinh: Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 1.637 tỷ đồng (+6% YoY) trong năm 2024 và tăng trưởng tích cực với CAGR = 12%/năm nhờ (1) việc đạt EU-GMP tại nhà máy Betalactam mới kỳ vọng giúp DHG mở rộng danh mục thuốc kháng sinh chất lượng cao và (2) dòng thuốc kháng sinh được dự báo tăng trưởng với tốc độ 9,2%/năm, theo IQIVIA. - Thuốc giảm đau-hạ sốt: Doanh thu ước tính đạt 1.021 tỷ đồng (+6% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 7%/năm nhờ (1) lợi thế về hệ thống phân phối và sản phẩm chiếm thị phần cao tại kênh OTC, (2) nhu cầu tiêu thụ thuốc giảm đau hạ sốt được dự báo tăng trưởng với tốc độ 9%/năm, theo Euromonitor. - Thuốc tim mạch-tiểu đường: Doanh thu dự phóng đạt 481 tỷ đồng (+9% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 8%/năm nhờ (1) sản phẩm đạt tiêu chuẩn cao Japan-GMP và (2) tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng.
Biên lợi nhuận gộp	<p>Chúng tôi dự phóng biên gộp đạt 46% (1 đpt) trong năm 2024 với giả định chi phí khấu hao tăng do nhà máy Betalactam mới đi vào hoạt động từ tháng 5/2024.</p> <p>Giai đoạn 2024F-2028F, biên gộp dự phóng tăng từ 46% lên 47% nhờ cơ cấu danh mục sản phẩm kỳ vọng tiếp tục chuyển dịch sang nhóm chất lượng cao.</p>

Lợi nhuận trước thuế

Lợi nhuận trước thuế được dự phóng đạt 1.273 tỷ đồng (+2% YoY) trong năm 2024 với giả định chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý/doanh thu lần lượt đạt 19,5% và 6,2%.

Giai đoạn 2025F-2028F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.

Lợi nhuận sau thuế

Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của DHG đạt 1.081 tỷ đồng (-6% YoY), dựa trên giả định thuế TNDN là 10% nhờ được hưởng ưu đãi thuế tại Nhà máy In bao bì DHG (2018-2026F) và nhà máy Dược phẩm Hậu Giang (2019-2028F).

Giai đoạn 2025F-2026F chúng tôi giữ nguyên những giả định này. Giai đoạn 2027F-2028F, thuế TNDN dự phóng tăng nhẹ, ở mức 11% do nhà máy in bao bì DHG không còn được hưởng ưu đãi thuế.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá DHG bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu DHG theo các phương pháp có mức bình quân là 111.700 VNĐ/cp, cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 06/11/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	111.400	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	112.000	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		111.700	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	9,4%	Phần bù rủi ro	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	8,3%	Hệ số Beta	0,6
Chi phí sử dụng vốn	9,6%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,7%	Thời gian dự phóng	5 năm

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		12.808.473
(+ Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VNĐ)		2.324.134
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		572.165
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		14.560.442
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		131
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		111.400
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		14.643.402
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		112.000

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Tỷ đồng

Hoạt động kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4.676	5.015	5.162	5.444
Giá vốn hàng bán	(2.419)	(2.672)	(2.783)	(2.920)
Lợi nhuận gộp	2.257	2.344	2.379	2.524
Chi phí bán hàng	(913)	(978)	(1.007)	(1.062)
Chi phí quản lý DN	(268)	(313)	(320)	(338)
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.076	1.052	1.052	1.125
(Lỗ)/lãi HĐTC	49	157	297	156
Lợi nhuận khác	(12)	(20)	(27)	(28)
LNTT, lãi vay	1.112	1.189	1.323	1.252
Chi phí lãi vay	(13)	(30)	(49)	(51)
LNTT, lãi vay	1.100	1.159	1.273	1.201
Thuế TNDN	(111)	(109)	(127)	(120)
LNST CT Mẹ	988	1.051	1.146	1.081
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST CT Mẹ	988	1.051	1.146	1.081
EPS (đ)	7	8	9	8
EBITDA	1.177	1.281	1.489	1.427
Khấu hao, dự phòng	65	92	167	174
Tăng trưởng doanh thu	25%	25%	13%	13%
Tăng trưởng LN HĐKD	33%	22%	1%	12%
Tăng trưởng EBIT	33%	36%	22%	11%

Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48,3%	46,7%	46,1%	46,4%
Tỷ suất LNST	21,1%	20,9%	22,2%	19,9%
ROE DuPont	24,5%	23,0%	22,0%	18,7%
ROA DuPont	20,2%	18,6%	17,6%	15,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	23,8%	23,7%	25,6%	23,0%
LNTT / EBIT	98,9%	97,5%	96,3%	95,9%
LNST/LNTT	89,9%	90,6%	90,0%	90,0%
Vòng quay tổng tài sản	1,0x	0,9x	0,8x	0,8x
Đòn bẩy tài chính	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F
Thời gian luân chuyển tiền	126,03	150,31	178,80	177,72
Số ngày phải thu	40,53	46,26	51,77	51,19
Số ngày tồn kho	175,33	190,26	205,40	204,58
Số ngày phải trả	89,83	86,21	78,37	78,05
COGS / Hàng tồn kho	2,3x	2,1x	1,8x	1,8x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	5,2x	3,9x	4,3x	4,4x
CS thanh toán nhanh	3,7x	2,6x	3,0x	3,1x
CS thanh toán tiền mặt	2,9x	2,0x	2,4x	2,4x
Nợ / Tài sản	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ / Vốn CSH	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	88,6x	40,3x	26,9x	24,5x

Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền	2.389	2.324	2.966	3.181
Các khoản phải thu	551	721	743	784
Hàng tồn kho	1.251	1.535	1.597	1.676
Tài sản ngắn hạn khác	28	63	64	67
Tổng tài sản ngắn hạn	4.219	4.642	5.371	5.708
Tài sản CĐHH	802	848	758	668
<i>Nguyên giá</i>	<i>1.752</i>	<i>1.884</i>	<i>1.961</i>	<i>2.046</i>
<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>(950)</i>	<i>(1.037)</i>	<i>(1.203)</i>	<i>(1.377)</i>
Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	51	63	65	68
Xây dựng cơ bản dở dang	93	554	706	885
Tổng tài sản dài hạn	949	1.468	1.533	1.626
Tổng Tài sản	5.168	6.110	6.903	7.334
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	115	572	594	625
Các khoản phải trả	677	586	609	640
Quỹ khen thưởng	20	32	42	38
Nợ ngắn hạn	812	1.189	1.245	1.302
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	65	68	72	76
Nợ dài hạn	65	68	72	76
Tổng nợ	877	1.258	1.317	1.378
Vốn góp chủ sở hữu	1.307	1.307	1.307	1.307
Thặng dư	7	7	7	7
LN chưa phân phối	1.018	1.081	1.991	2.304
Các khoản khác	1.959	2.458	2.281	2.339
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.292	4.853	5.586	5.957
Tổng cộng nguồn vốn	5.168	6.110	6.903	7.334

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F
Tiền đầu năm	2.153	2.389	2.324	2.966
Lợi nhuận sau thuế	999	1.054	1.146	1.081
Khấu hao	81	89	167	174
Dự phòng	(16)	4	0	0
Thay đổi VLD và điều chỉnh	(162)	(907)	(332)	(154)
Tiền từ hoạt động KD	901	240	980	1.102
Thanh lý tài sản cố định	3	2	0	0
Chi mua sắm TSCĐ	(234)	(486)	(229)	(264)
Các HĐ đầu tư khác	(123)	305	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	(354)	(180)	(229)	(264)
Thay đổi nợ	(93)	457	22	31
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(458)	(458)	(131)	(654)
Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	(550)	(0)	(109)	(623)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(3)	60	642	214
Chênh lệch tỷ giá	(0)	(0)	0	0
Tiền cuối năm	2.389	2.324	2.966	3.181

IX. PHỤ LỤC
Một số thuật ngữ ngành dược

Kênh ETC (Ethical/Prescription drugs): Thuốc kê đơn, chủ yếu được phân phối tại các bệnh viện, cơ sở y tế.

Kênh OTC (Over-the-counter drugs): Thuốc không kê đơn, chủ yếu được phân phối tại các quầy thuốc, nhà thuốc tư nhân, chuỗi nhà thuốc, ...

Hình ảnh một số dòng sản phẩm chủ lực của DHG ([Quay lại](#))

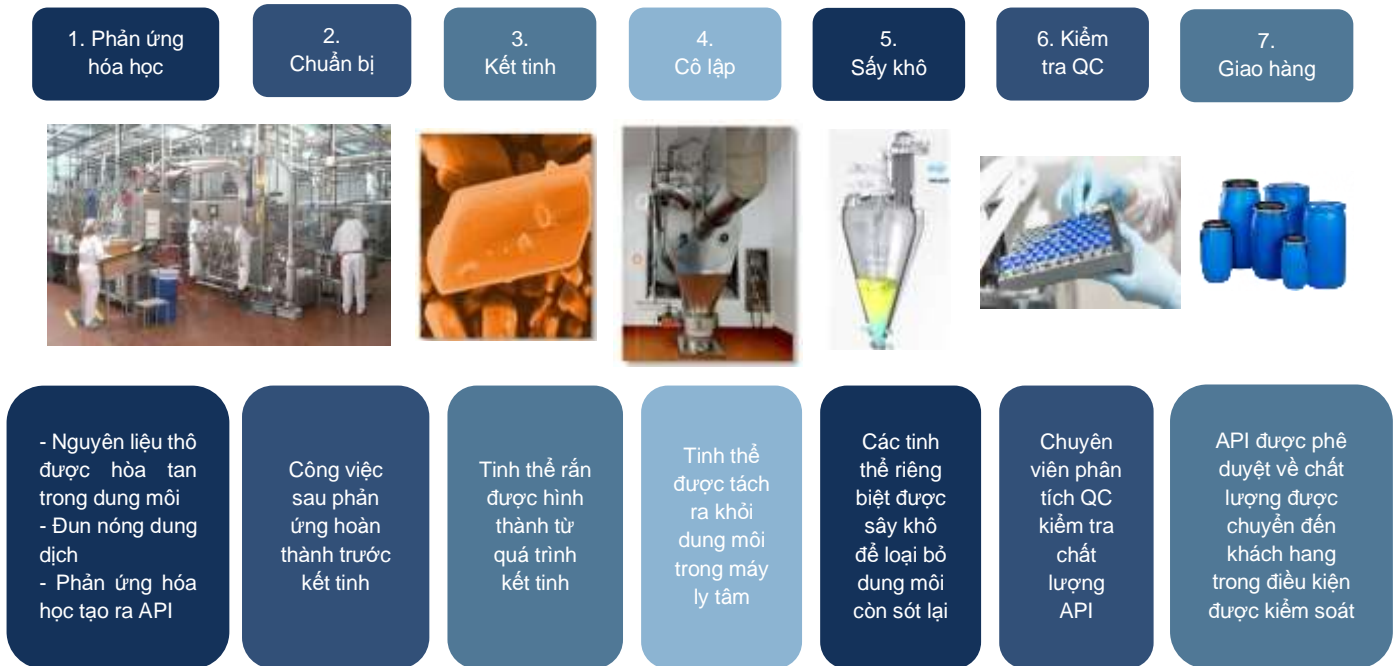


Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp

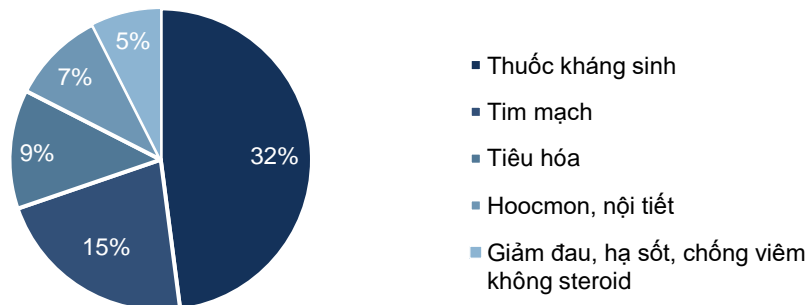
9 ngành hàng của DHG ([Quay lại](#))

STT	Tên ngành hàng
1	Kháng sinh
2	Giảm đau – hạ sốt
3	Hô hấp
4	Dinh dưỡng
5	Cơ, xương, khớp
6	Tiêu hóa – gan mật
7	Thần kinh – nhãn khoa
8	Tim mạch – đái tháo đường
9	Chăm sóc da

Nguồn: DHG, FPTS tổng hợp

Quy trình sản xuất hoạt chất dược phẩm (APIs) [\(Quay lại\)](#)


Nguồn: SK pharmteco, FPTS tổng hợp

Tỷ trọng giá trị thuốc nội địa được tiêu thụ tại kênh ETC [\(Quay lại\)](#)


Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTS tổng hợp và ước tính

Thông tin về các sự kiện ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất APIs tại Trung Quốc [\(Quay lại\)](#)

Thời gian	Sự kiện
2015	- Chính Phủ Trung Quốc ban hành “Kế hoạch hành động về phòng ngừa và kiểm soát ô nhiễm nước”. Theo đó, ngành sản xuất APIs là một trong 10 ngành trọng điểm cần “chuyển đổi sạch”. - Luật Môi Trường (được coi là nghiêm ngặt nhất) được ban hành.
2016	- Chính phủ Trung Quốc ban hành “Thuế bảo vệ môi trường” đối với các nhà sản xuất chất gây ô nhiễm, bao gồm các nhà sản xuất APIs.
2020	Anhui Bayi Chemical đóng cửa cơ sở sản xuất nitrochlorobenzene (thành phần chính của APIs paracetamol) do lo ngại về môi trường cuối năm 2020. Điều này khiến giá APIs paracetamol tăng mạnh.

Nguồn: Nikkei Asia, FPTS tổng hợp

Thông tin một số doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP và Japan-GMP ([Quay lại](#))

Tiêu chuẩn EU-GMP

STT	Tên doanh nghiệp	Số lượng dây chuyền	Doanh nghiệp hỗ trợ
1	Imexpharm	11	Tập đoàn Sandoz Group AG (Thụy Sĩ)
2	Pymepharco	7	Stada Group (Đức)
3	Danapha	6	Danhson-BG (Bulgaria)
4	Medochemie (Viễn Đông)	6	Medochemie (Cộng hòa Síp)
5	Savipharm	4	GSK - GlaxoSmithKline (Anh)
6	Davipharm	3	Adamed Pharma S.A. (Ba Lan)
7	Boston	2	Boston (Mỹ)
8	Stellapharm	2	Stada Group (Đức)

Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTS tổng hợp

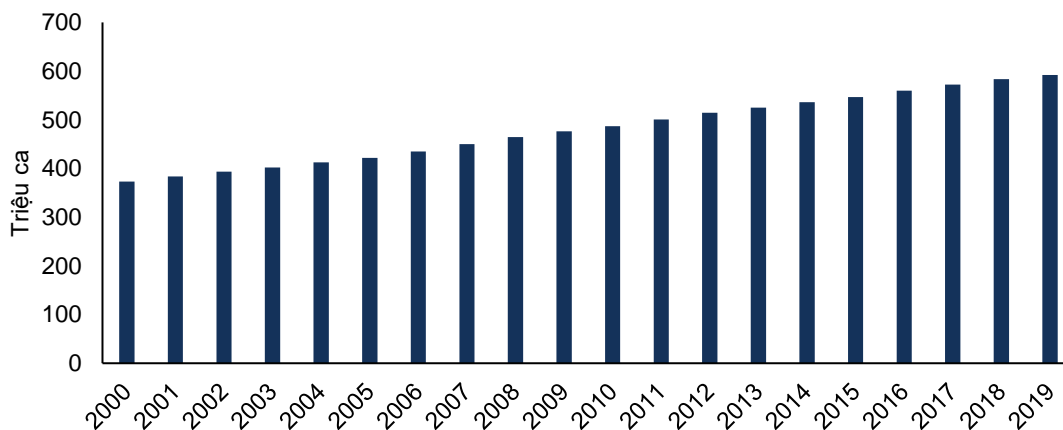
Tiêu chuẩn Japan-GMP

STT	Tên doanh nghiệp	Số lượng dây chuyền	Doanh nghiệp hỗ trợ
1	DHG	3	Taisho (Nhật Bản)
2	Mekophar	2	Nipro Pharma Corporation (Nhật Bản)
3	Rohto-Mentholatum (Vietnam)	N/A	Rohto Pharma (Nhật Bản)
4	Nippon Chemiphar	2	Nippon Chemiphar (Nhật Bản)
5	Otsuka	1	Otsuka Pharma (Nhật Bản)

Nguồn: Cục Quản Lý Dược, FPTS tổng hợp

Tỷ lệ mắc bệnh mãn tính có xu hướng tăng ([Quay lại](#))

Số ca tử vong do bệnh mãn tính tại Việt Nam



Nguồn: WHO, FPTS tổng hợp

Thông tin chi tiết các dây chuyền sản xuất của DHG ([Quay lại](#))

Nhà máy – Xưởng		Tên dây chuyền	WHO-GMP	Japan-GMP	EU-GMP	
Nhà máy Cần Thơ (1989)	1	Thuốc dạng lỏng thể tích nhỏ (thuốc nhỏ mắt, thuốc nhỏ mũi)	x			
	2	Viên nang mềm	x			
	3	Thuốc dùng ngoài dạng lỏng (thuốc xịt mũi, dung dịch dùng ngoài, gel dùng ngoài, dầu gội)	x			
	4	Thuốc uống dạng lỏng (Hỗn dịch, nhũ dịch, dung dịch, sirô)	x			
	5	Thuốc dạng bán rắn (thuốc kem, gel)	x			
	6	Thuốc dược liệu, thuốc cổ truyền	x			
Nhà máy Hậu Giang	Non-betalactam (2014)	7	Viên nang cứng	x		X
		8	Dạng bào chế rắn khác (thuốc bột, thuốc cốm)	x		
		9	Viên nén (Viên nén, viên nén bao phim)	x	x (viên nén, viên nén bao phim)	x
		10	Thuốc không vô trùng khác (Viên nén sủi bọt, thuốc bột sủi bọt, thuốc cốm sủi bọt)	x	x (thuốc cốm sủi bọt)	
	Betalactam (2016)	11	Viên nang cứng	x		
		12	Viên nén (Viên nén, viên nén bao phim)	x		
		13	Thuốc không vô trùng khác (thuốc bột, thuốc cốm)	x		

Nguồn: Cục Quản Lý Dược (dữ liệu cập nhật tới ngày 11/10/2024), FPTs tổng hợp và ước tính

So sánh giá bán thuốc giảm đau hạ sốt tại kênh OTC ([Quay lại](#))

	650mg, viên nén	500mg, viên nén	500mg, viên sủi
Hapacol (DHG) (đơn vị: VND)	500	400	2.000
Panadol (GlaxoSmithKline)	260%	250%	0%
Efferalgan (UPSA)			250%
Pms-Mexcold (IMP)	120%	125%	

Nguồn: Website Nhà thuốc Long Châu, FPTs tổng hợp. Dữ liệu được tổng hợp ngày 24/09/2024
Tỷ lệ được tính dựa trên giá của Hapacol (DHG)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DHG, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888