

## CẬP NHẬT NGÀNH DƯỢC:

# Năm 2021 chứng lại tạo đà tăng trưởng bất ngờ cho năm 2022

## Tổng quan về ngành

### Diễn biến chính trong 8T2021

- Đợt bùng phát dịch lần thứ 4 ở Việt Nam đã ảnh hưởng tiêu cực đến các công ty dược phẩm, do tình trạng giãn cách xã hội kéo dài trên toàn quốc:** Lũy kế 8T2021, chúng tôi ước tính tổng doanh thu dược phẩm tại Việt Nam đã giảm -11% so với cùng kỳ, trong đó doanh thu từ các cửa hàng thuốc bán lẻ giảm -3% so với cùng kỳ và doanh thu tại bệnh viện giảm -16% so với cùng kỳ dựa trên ước tính từ các công ty dược niêm yết và dữ liệu đầu thầu thuốc từ Cục Quản lý Dược Việt Nam. Các biện pháp giãn cách thất chặt, đặc biệt là các tỉnh phía Nam, đã gây ra sự gián đoạn trong hoạt động cung ứng và phân phối thuốc. Các công ty dược phẩm ở miền Nam như IMP, DHG và OPC đã phải cắt giảm sản lượng từ 20 - 30% trong tháng 7 và tháng 8 để thực hiện yêu cầu giãn cách xã hội “ba tại chỗ” của Chính phủ. Ngoài ra, nhiều bệnh viện ở miền Nam đã được chuyển đổi thành trung tâm điều trị Covid-19, khiến doanh thu dược phẩm giảm đáng kể, do kênh bệnh viện chiếm hơn 60% nhu cầu của ngành.
- Rất ít doanh nghiệp trong nước được hưởng lợi từ hoạt động nhập khẩu vắc xin hoặc thuốc điều trị Covid:** Mặc dù nhiều công ty dược Việt Nam đã thông báo được Chính phủ cho phép nhập khẩu vắc xin, nhưng đến nay chỉ có VNVC thực hiện được do quy trình nhập khẩu rất phức tạp trong khi nguồn cung vắc xin khan hiếm. Đối với việc sản xuất và nhập khẩu thuốc điều trị Covid, hầu hết nguồn cung đều được kiểm soát chặt chẽ bởi các công ty nhà nước, trừ trường hợp của Stellapharm (công ty có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài do Stada sở hữu) được chọn là công ty tư nhân đầu tiên sản xuất Molnupiravir (thuốc điều trị Covid chính) với quy mô lớn trong nước. Có một số ít công ty trong nước khác như Traphaco hoặc Phytopharma thì được hưởng lợi gián tiếp thông qua việc cung cấp các thực phẩm chức năng và đông dược dược, có tác dụng làm dịu đi các triệu chứng Covid như Xuyên tâm liên (giảm ho, giảm đờm), vitamin, nước muối sát khuẩn...

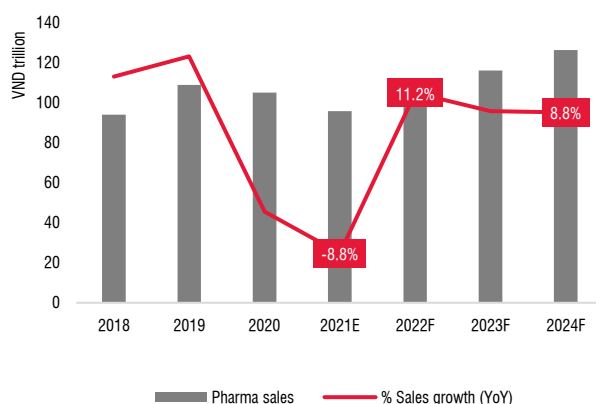
### Triển vọng ngành cuối năm 2021 và 2022

- Giá hoạt chất đầu vào dược phẩm toàn cầu (API) đã hạ nhiệt nhanh chóng do Ấn Độ đã nối lại sản xuất và chuẩn bị tăng thêm công suất:** Sau khi tăng liên tục trong nửa đầu năm 2021, giá trung bình của hầu hết các API đã đạt đỉnh vào tháng 6 và đi ngang kể từ thời điểm đó, đặc biệt khi Ấn Độ, nhà cung cấp API quan trọng cho Việt Nam, hoạt động sản xuất trở lại vào tháng 5 và bắt đầu hạ giá API xuất khẩu. Sau khi Ấn Độ hạ giá, Trung Quốc cũng bắt đầu giảm giá API từ tháng 8 và chúng tôi nhận định rằng giá API nhập khẩu về Việt Nam tiếp tục giảm trong vài tháng cuối năm 2021. Về triển vọng nguồn cung API, Ấn Độ hiện đang đẩy mạnh năng lực sản xuất, vì chính phủ Ấn Độ đã thực hiện ưu đãi tiền mặt trị giá 200 triệu USD cho các nhà máy API sản xuất kháng sinh, thuốc chống HIV, vitamin và 51 thành phần dược phẩm quan trọng khác trong một động thái đầy tham vọng nhằm vượt qua sự thống trị của Trung Quốc trên thị trường API toàn cầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ có thêm nhiều nhà cung cấp tiếp cận thị trường dược phẩm Việt Nam từ nửa cuối năm 2021 và giá nguyên liệu đầu vào của các công ty trong nước sẽ sớm giảm từ mức cao và tỷ suất lợi nhuận sẽ cải thiện từ năm 2022.
- Quy trình phê duyệt thuốc đang diễn ra nhanh hơn nhiều:** Sau thời gian trì hoãn đáng kể trong năm 2020 và 6 tháng đầu năm 2021 do một số vướng mắc về quy định của Cục Quản lý Dược Việt Nam, quy trình phê duyệt thuốc đang diễn ra nhanh hơn kể từ

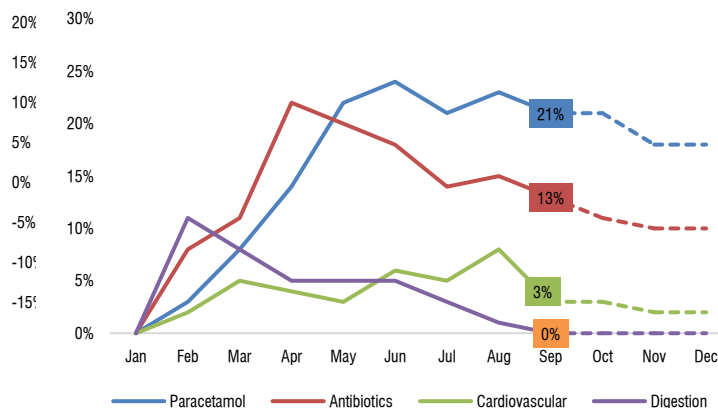
nửa cuối năm 2021. Số lượng phê duyệt thuốc đã tăng lên từ 171 trường hợp trong 8T2020 xuống còn 335 trường hợp trong 8T2021, và thời gian phê duyệt trung bình đối với một số loại thuốc đã giảm từ 22 tháng xuống 18 tháng. Đây là một dấu hiệu đáng mừng, vì nhiều công ty dược phẩm trong nước đang cần triển khai các sản phẩm mới để đối phó với tốc độ R&D ngày càng tăng trong ngành, đặc biệt là đối với các công ty gần đây đã chọn không xây dựng các nhà máy sản xuất mới như IMP, DBD, PME, và DHG, vì các công ty này đang chờ giấy phép thuốc mới để mở rộng sản xuất. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ dẫn đến tăng trưởng doanh thu tốt hơn và có thể sẽ cạnh tranh hơn trong ngành từ năm 2022.

- **Nhu cầu rất thấp trong năm 2021 sẽ là động lực cho tăng trưởng bất ngờ trong năm 2022:** Năm 2021, Việt Nam đã trải qua 2 đợt bùng phát dịch bệnh nghiêm trọng với các đợt giãn cách liên tiếp kéo dài gần 4 - 6 tháng ở một số tỉnh, chúng tôi ước tính có thể khiến doanh thu dược phẩm giảm mạnh so với năm 2018. Trong năm 2022, với khả năng cao mở cửa trở lại một phần hoặc toàn bộ, cùng với tỷ lệ tiêm chủng ngày càng tăng trong toàn dân Việt Nam, các công ty dược phẩm sẽ đạt được kết quả lợi nhuận phục hồi mạnh mẽ và có thể đạt mức trước dịch Covid.

### Việt Nam: Tổng doanh thu dược phẩm



### Thay đổi bình quân (so với đầu năm) về giá 1 số API toàn cầu



Nguồn: IQVIA, SSI Research ước tính

Nguồn: Ước tính của Bộ Công thương, Pharma Compass

## Cập nhật Công ty

### Kết quả kinh doanh

**KQKD nửa đầu năm 2021:** Tổng doanh thu và lợi nhuận ròng tất cả các công ty dược niêm yết đạt 17.830 tỷ đồng (+0,5% so với cùng kỳ) và 1.250 tỷ đồng (+8,9% so với cùng kỳ). Lợi nhuận phân hóa lớn giữa các công ty. Trong khi các công ty dược đã nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất gần đây (EU-GMP, PIC/s GMP) như DHG, IMP, và PME giành thêm thị phần, và đạt tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ hơn nhiều trong năm nay nhờ hưởng lợi từ Thông tư 15/2019/TT-BYT về đầu thầu thuốc tại kênh bệnh viện, các công ty khác có KQKD hầu như đi ngang hoặc giảm, với tổng doanh thu giảm -4% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận chỉ tăng 2% so với cùng kỳ.

**Ước tính 8T2021:** Hiện tại, chỉ có một vài công ty công bố ước tính doanh thu 8T2021, trong đó DHG (+11% YoY), IMP (+1% YoY), TRA (+18% YoY), và DBD (+3% YoY). Ước tính tăng trưởng doanh thu tháng 7 và tháng 8 của các công ty như sau: DHG (-8% YoY), IMP (-11% YoY), TRA (+11% YoY), và DBD (+9% YoY), do ảnh hưởng từ giãn cách xã hội.

## Ước tính lợi nhuận 2021-2022

Chúng tôi ước tính miền Nam sẽ nới lỏng các biện pháp giãn cách xã hội trong Q4/2021, trong khi miền Bắc đã dần mở cửa trở lại tại một số tỉnh từ cuối Q3/2021. Trong 2022, chúng tôi giả định cả nước sẽ mở cửa hoàn toàn trở lại vào nửa cuối năm, giúp thúc đẩy nhu cầu thuốc ở các kênh quan trọng như kênh bệnh viện.

**Bảng: Ước tính lợi nhuận năm 2021 của một số doanh nghiệp dược lớn**

	DHG	IMP	TRA	DBD
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	4.754	1.463	2.190	1.409
% tăng trưởng (YoY)	+13%	+3%	+15%	+6%
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)</b>	784	221	275	182
% tăng trưởng (YoY)	+6%	+5%	+28%	+15%

**Bảng: Ước tính lợi nhuận năm 2022 của một số doanh nghiệp dược lớn**

	DHG	IMP	TRA	DBD
<b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b>	5.515	1.639	2.538	1.564
% tăng trưởng (YoY)	+16%	+12%	+16%	+11%
<b>Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)</b>	886	256	353	208
% tăng trưởng (YoY)	+13%	+16%	+29%	+14%

Nguồn: SSI ước tính

## Cổ phiếu khuyến nghị cho nửa cuối 2021 và 2022:

**TRA (Giá mục tiêu 1 năm: 101.500 đồng/cp):** TRA đạt tăng trưởng cao trong giai đoạn gần đây và ước tính duy trì tăng trưởng ấn tượng này trong những năm tới. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu của TRA đạt 2.190 tỷ đồng (+15% YoY) trong 2021 và 2.540 tỷ đồng (+16% YoY) trong 2022. Lợi nhuận ròng ước tính đạt 275 tỷ đồng (+28%) trong 2021 và 353 tỷ đồng (+29%) trong 2022, dựa trên các yếu tố sau:

- Thắt chặt quy định của thị trường thực phẩm chức năng.** Trong 2020 và 2021, nhiều quy định đã được ban hành đối với các công ty sản xuất thực phẩm chức năng như Thông tư 18/2019/TT-BYT, Thông tư 15/2019/TT-BYT, yêu cầu tất cả các TPCN (sản xuất trong nước và nhập khẩu) đều phải có chứng nhận GMP hoặc GACP, trong khi đó quy định đầu thầu thuốc đồng được tại bệnh viện tiếp tục siết chặt và phân thành các nhóm tiêu chuẩn sản xuất rõ ràng hơn. Do đó, vì TRA đã đạt tiêu chuẩn GACP (tiêu chuẩn cao nhất đối với TPCN), lợi thế cạnh tranh của công ty được cải thiện đáng kể và giúp chiếm thị phần từ các doanh nghiệp chất lượng thấp khác.
- Danh mục thuốc tân dược của công ty cũng sẽ đạt được mức tăng trưởng cao,** nhờ sự hợp tác của Daewoong Pharma với TRA sau thời gian dài đàm phán nội bộ và tái cấu trúc doanh nghiệp. Quá trình đàm phán bắt đầu từ 2019 và sau 2 năm, loại thuốc tân dược đầu tiên Daewoong chuyển giao công nghệ đã đi vào sản xuất từ Q3/2021. Từ năm 2021, TRA ước tính sẽ có 3-4 sản phẩm chuyển giao công nghệ mỗi năm trong 5 năm tới (2021 – 2026), giúp thúc đẩy mạnh danh mục thuốc tân dược.
- Công ty cũng thúc đẩy nhiều kế hoạch marketing và đẩy mạnh năng lực R&D.** Gần đây, tăng trưởng của TRA được hỗ trợ bởi doanh thu từ sản phẩm R&D mới (Boganic Premium, Boganic tea, Seacan, Feritonic,...), với số lượng sản phẩm ra mắt thành công tăng từ 2-3 sản phẩm/ năm lên 6 sản phẩm/ năm trong 2016 – 2020, và chi phí SG&A tăng từ 32% doanh thu năm 2016 lên 40% doanh thu năm 2020. Công ty thay đổi cách tiếp cận sản phẩm tới thị trường và rút ngắn thời gian phát triển mỗi sản phẩm mới từ

3,5 năm/ sản phẩm còn dưới 2 năm/ sản phẩm. Do đó TRA đặt kế hoạch R&D đầy tham vọng với ít nhất 8 sản phẩm mỗi năm trong các năm tới, tạo điều kiện đa dạng hóa danh mục và doanh thu từ nhiều sản phẩm khác nhau.

#### **Rủi ro đầu tư:**

- **Rủi ro thay đổi về quy định trong ngành dược phẩm**, phát sinh từ việc sửa đổi và thi hành từ 2-5 Thông tư mới mỗi năm đối với ngành Dược, có thể ảnh hưởng đến doanh thu hay hoạt động sản xuất của TRA.
- **Rủi ro tranh giành thị phần giữa các sản phẩm trong cùng danh mục**, đặc biệt khi công ty đang mở rộng hoạt động R&D và nhiều sản phẩm mới sẽ ra mắt chồng lên những sản phẩm cũ.
- **Rủi ro quản trị doanh nghiệp** cũng là mối quan ngại khi ban lãnh đạo chỉ nắm giữ 6% cổ phần và cổ đông chiến lược Daewoong Pharma có thể chần chừ chuyển giao công nghệ do sở hữu dưới 15% cổ phần. Hiện tại, các cổ đông lớn chưa có kế hoạch thoái vốn/ mua thêm cổ phần trong tương lai gần.

## 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

### 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

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

---

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

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

thanhntk@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

### Dữ liệu

---

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715