

Ngành: Dược phẩm

Ngày 18/05/2017

Tổng Công ty Dược Việt Nam (Mã chứng khoán: DVN)
Khuyến nghị: Mua
Giá thị trường (19/05/2017): 10.400
Giá kỳ vọng (VND): 39.700
Lợi nhuận kỳ vọng: 282%
Định giá:

Với giá niêm yết lần đầu ở mức 10.400 đồng/cp thì DVN đang giao dịch ở mức P/E và P/B lần lượt 3,84 lần và 0,67 lần (khá thấp so với trung bình ngành 10,32 lần và 2,14 lần). Trong khi đó, DVN có quy mô doanh thu, lợi nhuận và vốn chủ sở hữu tương đối lớn so các công ty trong ngành phân phối dược phẩm, do đó chúng tôi đánh giá P/E và P/B của DVN lần lượt ở mức 13,4x lần và 2,7x lần (cao hơn 30% so với trung bình ngành). Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu DVN dựa trên 2 phương pháp định giá thông dụng là phương pháp P/E và P/B, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho DVN là 39.700 đồng/cp, cao hơn 282% so với giá thị trường. Khuyến nghị: Mua. Tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Điểm nhấn đầu tư:

- **Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm) là tổng công ty duy nhất của Nhà nước hoạt động trong một lĩnh vực “béo bở” là ngành dược** với hoạt động chính là đầu tư vào các công ty dược thành viên, trong đó có những doanh nghiệp đứng hàng đầu trên thị trường dược phẩm trong nước.

- **Quản lý và sử dụng nhiều lô đất vị trí đẹp.** Tổng tài sản của Vinapharm lên đến 6.897,7 tỷ đồng, trong đó tổng diện tích đất đang thuê sử dụng của Vinapharm lên tới 9.869 m2 đất.

- **Hoạt động đầu tư vào công ty con, công ty liên kết mang lại phần lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận** của Vinapharm. Năm 2016, Vinapharm nhận được 268,7 tỷ đồng cổ tức, 137,46 tỷ đồng từ công ty liên kết và 190,46 tỷ đồng từ đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính (chiếm gần 90,15% lợi nhuận sau thuế).

- **P/E và P/B tương đối hấp dẫn.** Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận của Vinapharm lần lượt đạt 6.122,1 tỷ đồng (-15,9% yoy) và 641,63 tỷ đồng (+85,2% yoy). EPS và Book value lần lượt ở mức 2.707 đồng/cp và 15.488 đồng/cp, tương ứng với mức P/E và P/B tương đối hấp dẫn 3,84 lần và 0,67 lần (so với trung bình ngành 10,32 lần và 2,14 lần).

- **Kế hoạch đầu tư lớn.** Vinapharm lên kế hoạch đầu tư cho 9 dự án từ 2016-2026 với tổng số vốn 3.000 tỷ đồng.

- **Triển vọng phát triển ngành Dược Việt Nam và thế giới.** Công ty Statista dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2015-2018 của ngành dược tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương sẽ đạt mức cao nhất khoảng 6,1%. Tuy nhiên, theo thang phân loại 5 mức phát triển của UNIDO thì công nghiệp dược của Việt Nam mới chỉ ở mức 3 nghĩa là "công nghiệp dược nội địa sản xuất đa số thành phẩm từ nguyên liệu nhập".

- **Ngày 19/05 tới đây là ngày giao dịch đầu tiên của Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm, UPCoM: DVN).** Theo đó, 237 triệu cp DVN sẽ được chính thức giao dịch ngày đầu tiên 19/05 tại mức giá tham chiếu 10.400 đồng/cp.

Báo cáo cập nhật ngành

Báo cáo triển vọng ngành 2017 - ASEANSC

Tài xuống

Báo cáo cập nhật ngành Dược phẩm – Tháng 4/2016

Tài xuống

Thông tin cổ phần:

Sàn giao dịch:	UPCoM
Giá niêm yết lần đầu (VND):	10.400
EPS năm 2016 (VND):	2.707
P/E cơ bản:	3,84
Giá trị sổ sách (VND):	15.488
P/B:	0,67
KLGD bình quân 10 ngày:	n/a
KLCP đang lưu hành:	237.000.000
Vốn hóa (Tỷ đồng):	2.464,80

Cơ cấu sở hữu

Sở hữu	Tỷ lệ
Sở hữu nhà nước	65,00%
Sở hữu nước ngoài	0,00%
Sở hữu khác	35,00%

Danh sách cổ đông

Cổ đông lớn	Tỷ lệ
Bộ Y tế	65,0%
Tập đoàn Đầu tư Việt Phương	17,0%

Tổng quan

• **Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm)** hiện nay hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng, thiết bị y tế; nghiên cứu và phát triển khoa học công nghệ dược. Tổng Công ty là một trong 3 đơn vị được Bộ Y tế cho phép tiến hành nghiên cứu tương đương sinh học với năng lực nghiên cứu khoảng 20 đề tài nghiên cứu/năm. Ngoài ra, Tổng Công ty là đơn vị đầu mối của Bộ Y tế thực hiện việc cung ứng thuốc trong các trường hợp khẩn cấp (thiên tai, dịch bệnh...).

• **Hoạt động đầu tư vào công ty con, công ty liên kết mang lại phần lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của Vinapharm.** Trước cổ phần hóa, Tổng Công ty đầu tư vốn tại 4 công ty con, 11 công ty liên kết và đầu tư tài chính dài hạn tại 8 công ty khác. Giá trị đầu tư của Tổng Công ty vào các công ty con, công ty liên kết theo kết quả xác định giá trị doanh nghiệp là 1.547 tỷ đồng. Nhiều doanh nghiệp được thành viên của Tổng Công ty có năng lực tài chính mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và nhà máy sản xuất thực hành tốt sản xuất thuốc (GMP) với công nghệ hiện đại.



Logo công ty (Nguồn: VINAPHARM)

Cơ cấu sở hữu

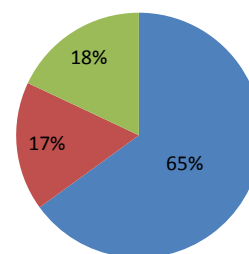
• Ngày 19/05 tới đây là ngày giao dịch đầu tiên của Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm, UPCoM: DVN). Theo đó, 237 triệu cp DVN sẽ được chính thức giao dịch ngày đầu tiên 19/05 tại mức giá tham chiếu 10.400 đồng/cp.

• Trước đó, ngày 22/06/2016, đợt chào bán cổ phần lần đầu ra công chúng (IPO) của Công ty mẹ - Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm) đã diễn ra với tỷ lệ thành công 100%, có 175 nhà đầu tư trúng thầu thu về gần 444 tỷ đồng.

• Tính đến thời điểm hiện tại, DVN có hai cổ đông lớn là Bộ Y tế sở hữu 65% và Tập đoàn Việt Phương sở hữu 17%.

Cơ cấu sở hữu Vinapharm

■ Bộ Y tế ■ Tập đoàn Đầu tư Việt Phương ■ Cổ đông khác



Nguồn: VINAPHARM, Aseansc tổng hợp

Phân tích tài sản của Vinapharm

Tính đến 31/12/2016, tổng tài sản của Vinapharm lên đến 6.897,7 tỷ đồng, trong đó bao gồm 3.226,9 tỷ đồng nợ phải trả và 3.670,75 tỷ đồng vốn chủ sở hữu. Đặc biệt, tiền và các khoản tương lên đến 973,16 tỷ đồng, với lượng tiền lớn như vậy hoàn toàn có thể tài trợ cho các dự án của công ty trong tương lai.

VINAPHARM hiện đang quản lý và sử dụng nhiều lô đất vị trí đẹp với tổng diện tích đất đang thuê sử dụng lên tới 9,869 m2 đất. Trong đó gồm:

• 3.280 m2 đất tại số 95 Láng Hạ, phường Láng Hạ, quận Đống Đa, Hà Nội hiện là 1 tòa nhà 5 tầng mà trong đó VINAPHARM đang sử dụng tầng 1 và diện tích xung quanh là trung tâm kinh doanh.



Nguồn: Google map, Aseansc tổng hợp

- 2.670 m2 đất tại 60B Nguyễn Huy Tường, phường Thanh Xuân Trung, quận Thanh Xuân, VINAPHARM góp vốn thương quyền và tài sản trên đất để hợp tác với CTCP Đầu tư Xây dựng Vinaconex xây dựng công trình tổ hợp dịch vụ, thương mại, văn phòng và chung cư.



Nguồn: Google map, Aseansc tổng hợp

- 1.864 m2 đất (lô 1) và hơn 128 m2 đất (lô 2) cùng tại 12 Ngô Tất Tố, phường Văn Miếu, quận Đống Đa, Hà Nội hiện đang được sử dụng làm Trụ sở, văn phòng làm việc của VINAPHARM.



Nguồn: Google map, Aseansc tổng hợp

- 1.236 m2 đất tại 178 Điện Biên Phủ, phường 6, quận 3, TP.HCM đang là văn phòng cũ, nát, xây dựng trước từ năm 1975 đã xuống cấp. Tổng Công ty dự kiến sẽ đầu tư cải tạo, xây dựng văn phòng làm việc mới.



Nguồn: Google map, Aseansc tổng hợp

- 692 m2 đất tại 126A Trần Quốc Thảo, phường 7, quận 3, TP.HCM đang là trụ sở văn phòng đại diện của VINAPHARM tại TP.HCM, văn phòng này xây từ năm 1975 và đang xuống cấp, cần sửa chữa mới sử dụng được lâu dài.



Nguồn: Google map, Aseansc tổng hợp

Các mảnh đất đang thuê hiện tại không mang lại nhiều lợi nhuận. Đầu tiên là toàn bộ các lô đất của Vinapharm là đất thuê và không thuộc sở hữu của công ty, do đó công năng sử dụng là hạn chế. Hiện tại 2 mảnh đất tại Hà Nội và 1 mảnh đất tại TPHCM đang được phát triển với mục đích đầu tư. Các mảnh đất còn lại được sử dụng để hỗ trợ hoạt động sản xuất kinh doanh hiện tại. Cụ thể:

- 3.280 m2 đất tại số 95 Láng Hạ không đem lại lợi nhuận do tính chất phức tạp về cơ cấu sở hữu của mảnh đất dự kiến thực hiện dự án. Công ty có ý định phát triển dự án cho mảnh đất này.
- 2.670 m2 đất tại số 60B Nguyễn Huy Tường gồm một tòa nhà văn phòng cho thuê sẽ được xây xong vào năm 2017. Tuy nhiên nguồn thu từ dự án này được chuyển về Bộ Y tế vì dự án được phát triển khi Vinapharm vẫn là công ty 100% vốn nhà nước.
- 1.235,7 m2 đất tại số 178 Điện Biên Phủ: Vinapharm dự kiến xây một tòa nhà văn phòng. Hiện dự án vẫn đang trong giai đoạn lập kế hoạch và sẽ phải mất vài năm để xây xong. Tuy nhiên sau khi xây xong, cổ đông công ty sẽ được hưởng thu nhập từ dự án.

Phân tích hoạt động đầu tư của Vinapharm

Hoạt động đầu tư vào công ty con, công ty liên kết mang lại phần lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận của Vinapharm. Tính đến 31/12/2016, Vinapharm đầu tư dài hạn 1.709,8 tỷ đồng (chiếm 53% tổng tài sản). Trong đó bao gồm: 313,5 tỷ đồng vào 3 công ty con, gần 900,4 tỷ đồng vào 9 công ty liên kết và 495,9 tỷ đồng vào 11 đơn vị khác. Năm 2016, Vinapharm nhận được 268,7 tỷ đồng cổ tức, 137,46 tỷ đồng từ công ty liên kết và 190,46 tỷ đồng từ đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính (chiếm gần 90,15% lợi nhuận sau thuế).

Danh sách đầu tư của VINAPHARM vào các công ty con (31/12/2016)

STT	Tên đơn vị	Địa chỉ	SLCP nắm giữ	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Dược phẩm Trung ương CPC1	Số 356A Đường Giải Phóng, Quận Thanh Xuân, Hà Nội	13.721.550	65,41%
2	CTCP Dược phẩm Trung ương Codupha	334 Tô Hiến Thành, Phường 14, Quận 10, TP.HCM	12.122.500	66,35%
3	CTCP Dược Trung ương 3	115 Ngô Gia Tự, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng	1.137.500	65,00%

Nguồn: VINAPHARM, Aseansc tổng hợp

Danh sách và giá trị đầu tư của VINAPHARM vào các công ty liên kết (31/12/2016)

STT	Tên đơn vị	SLCP nắm giữ	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Dược phẩm Imexpharm	6.874.447	23,75%
2	CTCP Dược Danapha - Nanosome	450.000	25,00%
3	CTCP Dược phẩm Sanofi – Synthelabo	232.398	30,00%
4	CTCP Dược Danapha	2.916.125	29,86%
5	CTCP Dược phẩm Trung ương 3	1.687.498	24,82%
6	CTCP Dược phẩm Trung ương 25	3.780.000	28,43%
7	CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Việt Nam	825.000	43,65%
8	CTCP Dược phẩm Trung ương 1 - Pharbaco	5.699.790	31,67%
9	CTCP Dược phẩm Trung ương 2	1.356.650	27,13%

Nguồn: VINAPHARM, Aseansc tổng hợp

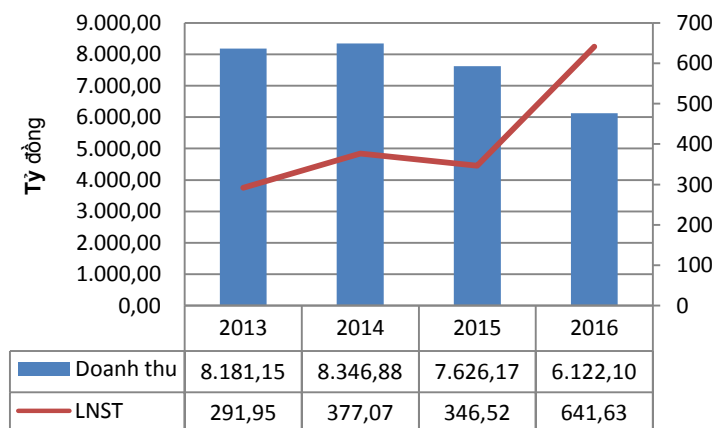
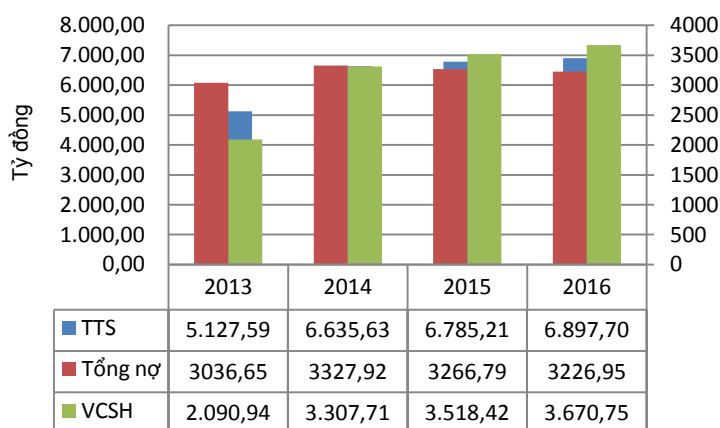
Danh sách các Công ty đầu tư dài hạn khác (31/12/2016)

STT	Tên đơn vị	SLCP nắm giữ	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Dược phẩm OPC	3.562.650	14,08%
2	CTCP Hóa dược phẩm - Mekophar	3.528.360	18,17%
3	CTCP Dược TW Medipharco – Tenamyl	450.345	15,01%
4	CTCP Dược Trung ương Mediplantex	713.750	11,37%
5	CTCP Y dược phẩm Vimedimex	1.579.833	13,23%
6	CTCP Y dược phẩm Việt Nam	2.000	5,26%
7	CTCP Dược phẩm Yên Bái	243.220	5,73%
8	CTCP Dược liệu Trung ương 2	1.680.000	17,68%
9	CTCP Bao bì Dược	450.000	15,00%
10	CTCP Dược phẩm Vidipha	1.826.264	14,29%
11	CTCP Hóa dược Việt Nam	166.670	9,26%

Nguồn: VINAPHARM, Aseansc tổng hợp

Phân tích hoạt động kinh doanh của Vinapharm và các công ty con
VINAPHARM

Kết quả kinh doanh 2016. Năm 2016, doanh thu của Vinapharm giảm khá đạt 6.122,1 tỷ đồng (-15,9% yoy). Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ ở mức 9,1% (-20 bps), khá thấp so với trung bình ngành phân phối dược phẩm 17,8%. Tuy nhiên, nhờ doanh thu hoạt động tài chính tăng mạnh lên mức 344,97 tỷ đồng (+50,4% yoy), trong đó chủ yếu là lợi nhuận từ cổ tức 262,7 tỷ đồng (+177,7% yoy). Và thu nhập khác tăng mạnh lên mức 196,4 tỷ đồng (+1.536,7%), do đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính. LNST năm 2016 tăng mạnh lên mức 641,63 tỷ đồng (+85,2% yoy). Nếu chia cho 237 triệu cp sắp niêm yết, EPS 2016 của Vinapharm đạt 2.707 đồng/cp. Tuy nhiên, nếu loại bỏ khoản thu nhập từ đánh giá lại các khoản đầu tư tài chính thì EPS 2016 của Vinapharm chỉ còn ở mức 1.879 đồng/cp. Giá trị sổ sách ở mức 15.488 đồng/cp.

Doanh thu và lợi nhuận của Vinapharm

Tình hình tài sản của Vinapharm


Nguồn: VINAPHARM, Aseansc tổng hợp

Nhận định. Chúng tôi đánh giá 3 công ty con của Vinapharm là CTCP Dược Trung ương 3, CTCP Dược phẩm Trung ương CPC1 và CTCP Dược phẩm Trung ương Codupha có kết quả kinh doanh tương đối ổn định, với cổ tức đều đặn 7-9%/năm. Tuy nhiên, 3 công ty này sử dụng đòn bẩy tài chính khá cao, kéo theo rủi ro thanh khoản lớn. Bên cạnh đó, công tác quản lý chi phí cũng cần được cải thiện nhằm tăng hệ số lợi nhuận ròng. Trong khi hiệu quả sử dụng tài sản cố định duy trì ở mức tương đương trung bình ngành. Chúng tôi kỳ vọng việc niêm yết trên sàn chứng khoán và phát hành tăng vốn sẽ giúp 3 công ty này giảm thiểu rủi ro thanh khoản trong thời gian tới.

CTCP Dược Trung ương 3

Kết quả kinh doanh 2016. Doanh thu của công ty đạt 320,9 tỷ đồng (+49% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 2,06 tỷ đồng (+20,5% yoy). EPS đạt 1.177 đồng/cp. Cổ tức 9%.

Kế hoạch 2017. Tổng doanh thu đạt 300 tỷ đồng (-6,5% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 2,16 tỷ đồng (+4,9% yoy).

Phân tích dupont. Hệ số lợi nhuận ròng ở mức thấp 0,6%. Đòn bẩy tài chính ở mức cao 14,83 lần. Hiệu suất sử dụng tổng tài sản 1,09 lần.

CTCP Dược phẩm Trung ương CPC1

Kết quả kinh doanh 2016. Doanh thu của công ty đạt 2.230,9 tỷ đồng (-12,4% yoy), đạt 106% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 28,8 tỷ đồng (+12,9% yoy), đạt 120% kế hoạch năm. EPS đạt 1.372,8 đồng/cp. Cổ tức 8%.

Kế hoạch 2017. Tổng doanh thu đạt 2.500 tỷ đồng (+12% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 32 tỷ đồng (+11% yoy).

Phân tích dupont. Hệ số lợi nhuận ròng ở mức thấp 1,3%. Đòn bẩy tài chính ở mức cao gần 6,5 lần. Hiệu suất sử dụng tổng tài sản 1,48 lần.

CTCP Dược phẩm Trung ương Codupha

Kết quả kinh doanh 2016. Doanh thu của công ty đạt 3.196,7 tỷ đồng (+7,2% yoy), đạt 127,87% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 21,5 tỷ đồng (+75% yoy), đạt 103,55% kế hoạch năm. EPS đạt 1.179 đồng/cp. Cổ tức 7%.

Kế hoạch 2017. Tổng doanh thu đạt 3.250 tỷ đồng (+1,67% yoy). Lợi nhuận sau thuế đạt 24,8 tỷ đồng (+15% yoy).

Phân tích dupont. Năm 2016, mặc dù doanh thu của công ty ở mức cao trên 3.000 tỷ đồng, tuy nhiên chi phí tài chính và chi phí bán hàng ở mức cao, khiến hệ số lợi nhuận ròng chỉ ở mức 0,7%. Thêm vào đó, đòn bẩy tài chính của công ty đang ở mức quá cao 9,8 lần, kéo theo rủi ro thanh khoản rất lớn nếu công ty không nhanh chóng giải phóng hàng tồn kho và thu hồi các khoản phải thu ngắn hạn. Chúng tôi cho rằng công ty hoàn toàn có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2017 nếu tập trung cải thiện công tác quản lý chi phí. Bên cạnh đó, việc niêm yết trên sàn chứng khoán và phát hành tăng vốn sẽ giúp công ty giảm thiểu rủi ro thanh khoản trong thời gian tới.

	Dược TW 3	Codupha	CPC1	LDP	PPP	DHT	DBT	Trung bình	DVN
Đòn bẩy TC	14,83	9,77	6,46	2,92	1,78	2,54	3,34	2,65	1,88
Hệ số ln	0,6%	0,7%	1,3%	3,8%	6,6%	4,5%	4,0%	4,7%	10,6%
Hiệu suất SDTTS	1,09	1,75	1,48	1,83	0,93	2,35	1,10	1,55	0,93
P/E	n/a	n/a	n/a	12,87	9,82	12,52	6,06	10,32	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a	2,51	0,88	4,01	1,16	2,14	n/a
Doanh thu (tỷ đồng)	321	3.197	2.231	514	123	1.208	585	607	6.122
Biên lợi nhuận gộp	14,6%	6,3%	12,3%	15,4%	19,1%	15,0%	24,0%	18,4%	9,1%

Nguồn: Aseansc tổng hợp

Vị thế của Vinapharm

Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm) là tổng công ty duy nhất của Nhà nước hoạt động trong một lĩnh vực “béo bờ” là ngành dược. Hoạt động chính của Vinapharm hiện nay là đầu tư vào các công ty dược thành viên, trong đó có những doanh nghiệp đứng hàng đầu trên thị trường dược phẩm trong nước. Nhiều doanh nghiệp dược thành viên của Tổng công ty có năng lực tài chính mạnh, mạng lưới phân phối rộng khắp và nhà máy sản xuất GMP với công nghệ hiện đại.

Hiện nay, **Tổng Công ty Dược Việt Nam là một trong 3 đơn vị được Bộ Y tế cho phép tiến hành nghiên cứu tương đương sinh học.** Năng lực nghiên cứu tương đương sinh học của Tổng Công ty là khoảng 20 nghiên cứu/năm.

Ngoài ra, **Vinapharm còn là đơn vị đầu mối thực hiện các nhiệm vụ của Bộ Y tế để cung ứng thuốc trong các trường hợp khẩn cấp** (thiên tai, dịch bệnh...).

Trong giai đoạn 2015-2020, Vinapharm dự kiến đầu tư và triển khai các dự án đầu tư vào các lĩnh vực trọng tâm của ngành dược bao gồm nghiên cứu và phát triển khoa học công nghệ dược, phát triển vùng dược liệu, sản xuất nguyên liệu dược, khám chữa bệnh...

Vinapharm được kỳ vọng sẽ trở thành thương hiệu hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực Dược và các lĩnh vực có liên quan đến ngành Dược.

Triển vọng phát triển ngành Dược

Ngành Dược thế giới

Theo WHO, tốc độ phát triển trung bình của ngành dược trên thế giới là 3,1%. Công ty Statista dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2015-2018 của ngành dược tại khu vực Châu Á Thái Bình Dương sẽ đạt mức cao nhất khoảng 6,1%. Bên cạnh đó, thị trường mới nổi cũng sẽ có mức tăng trưởng kép hàng năm khoảng 6%.

Giai đoạn 2014-2018, theo ước tính của Evaluate Pharma, mức tiêu thụ thuốc toàn cầu sẽ chạm ngưỡng 900 tỷ USD vào năm 2018. Doanh thu thuốc kê đơn dự báo sẽ đạt mức 1.000 tỷ USD, doanh thu từ chế phẩm sinh học (Biologicals) sẽ chiếm 52% trong Top 100 thuốc kê đơn và OTC sẽ chiếm 27% tổng thị trường toàn cầu vào năm 2020.

Lĩnh vực nghiên cứu và phát triển (R&D) thế giới được Công ty Industry Standard Research dự báo năm 2015 gồm: Nghiên cứu và phát triển thị trường 251 tỷ USD, Phát triển thị trường 101,4 tỷ USD, Nghiên cứu Pha I-IV 72,3 tỷ USD và dịch vụ nghiên cứu lâm sàng là 25,6 tỷ USD. Theo Công ty Technavio thì tốc độ tăng trưởng hàng năm (CAGR) của dịch vụ nghiên cứu lâm sàng là khoảng 8,1% trong giai đoạn 2014 - 2019.

Chi phí cho nghiên cứu và phát triển (R&D) thuốc rất cao. Theo Deloitte and Thomson Reuters examined thì thời điểm cuối năm 2013 chi phí để đưa một thuốc mới ra thị trường là 1,3 tỷ USD. Vì vậy, các hãng sản xuất đang có xu hướng thực hiện công đoạn nghiên cứu lâm sàng tại các nước đang phát triển.

Ngành Dược Việt Nam

Hiện công nghiệp dược Việt Nam đang ở gần cấp độ 3 theo thang phân loại của WHO. Còn nếu theo thang phân loại 5 mức phát triển của UNIDO thì công nghiệp dược của Việt Nam mới chỉ ở mức 3 nghĩa là “công nghiệp dược nội địa sản xuất đa số thành phẩm từ nguyên liệu nhập”.

Ngành dược chưa được quy hoạch rõ nét, chỉ tập trung vào sản xuất thuốc generic (là thuốc có cùng một hoạt chất với các thuốc phát minh), bỏ ngỏ phân khúc thuốc đặc trị cho các công ty nước ngoài.

Theo dữ liệu của IMS về sức khỏe, Việt Nam là một trong những nước sử dụng thuốc generics cao nhất thế giới, đặc biệt, ở thị trường bệnh viện mà chủ yếu là bệnh viện công.

Đề án “Người Việt Nam ưu tiên dùng thuốc Việt Nam” đã được Bộ trưởng Bộ Y tế phê duyệt, tạo tiền đề và cơ hội cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc trong nước nâng cao năng lực và doanh thu. Tổng tiền thuốc chi tiêu bình quân đầu người tại Việt Nam năm 2015 đạt 37,97 USD/người. Theo IMS thì Việt Nam được xếp vào nhóm thị trường mới nổi ở Nhóm 2 thuộc Lớp 3 (Chi tiêu thuốc trên đầu người dưới 85 USD/người), bao gồm 9 nước: Vietnam, South Africa, Algeria, Thailand, Indonesia, Egypt, Pakistan, Nigeria và Ukraine.

Về nền tảng pháp lý, Luật Dược (sửa đổi) đã được Quốc hội thông qua và có hiệu lực thi hành kể từ ngày 01/7/2017. Các hoạt động của ngành dược sẽ chịu nhiều tác động sau khi Luật Dược có hiệu lực.

a. Nghiên cứu lâm sàng, nghiên cứu tương đương sinh học

Nghiên cứu lâm sàng là một phân khúc trong quá trình nghiên cứu và phát triển (R&D) một thuốc mới. Do môi trường pháp lý chưa ổn định cũng như chi phí thực hiện một nghiên cứu phát minh thuốc mới rất cao so với quy mô của các công ty Việt Nam (Chi phí cho một nghiên cứu tương đương với tổng tiêu dùng thuốc của Việt Nam năm 2014). Vì vậy, Việt Nam chỉ có thể thực hiện dịch vụ nghiên cứu lâm sàng (Contract Research Organizer - CRO) tại Việt Nam. Hiện nay chưa có tổ chức, công ty của Việt Nam tham gia vào loại hình kinh doanh dịch vụ này. Tổ chức nước ngoài có mặt tại Việt Nam thực hiện dịch vụ này gồm Công ty TNHH Quintiles Việt Nam, và FHI vẫn còn đang lúng túng vì luật pháp Việt Nam chưa có loại hình kinh doanh này.

Theo quy định tại Thông tư 08/2010/TT-BYT về hướng dẫn nộp số liệu báo cáo tương đương sinh học và sinh khả dụng của thuốc, Bộ Y tế yêu cầu đánh giá tương đương sinh học với 12 hoạt chất và đối với các thuốc có dạng bào chế đặc biệt (thuốc giải phóng tại đích, thuốc tác dụng kéo dài). Theo lộ trình hòa hợp quy chế với các nước ASEAN, dự kiến đến năm 2020 số lượng hoạt chất phải đánh giá BA/BE tăng lên khoảng 30 hoạt chất.

Theo chiến lược quốc gia phát triển ngành dược: đến năm 2020 có 40% thuốc generic sản xuất trong nước và nhập khẩu có số đăng ký lưu hành được đánh giá tương đương sinh học và sinh khả dụng.

Hiện nay, Việt Nam có khoảng gần 3000 số đăng ký thuốc generic được cấp số đăng ký lưu hành trong đó thuốc sản xuất trong nước khoảng 2000 số đăng ký. Tuy nhiên, cả nước mới chỉ có 3 đơn vị được Bộ Y tế cho phép tiến hành nghiên cứu tương đương sinh học trong đó có Tổng công ty Dược Việt Nam với năng lực nghiên cứu khoảng 20 nghiên cứu/năm. Năng lực thực hiện nghiên cứu tương đương sinh học của 2 đơn vị còn lại (Viện kiểm nghiệm thuốc TW, Viện kiểm nghiệm thuốc TP. HCM) là 80 nghiên cứu/năm.

Từ nay đến năm 2020, số lượng doanh nghiệp làm dịch vụ nghiên cứu BA/BE sẽ tăng nhưng sẽ không nhiều vì việc thực hiện nghiên cứu BA/BE phải mất rất nhiều thời gian để đào tạo nhân lực và văn bản cụ thể hướng dẫn điều kiện cho đơn vị thử BA/BE chưa ban hành (dự kiến được ban hành trong giai đoạn 2017 - 2018 sau khi ban hành Luật Dược sửa đổi). Từ nay đến 2020 lượng cung chưa đáp ứng đủ nhu cầu của ngành dược. Vì vậy, việc mở rộng đầu tư, nâng cao năng lực nghiên cứu BA/BE của Tổng công ty là rất cần thiết và có nhiều cơ hội phát triển.

b. Nghiên cứu bào chế

Hiện nay, các công ty sản xuất đều có phòng nghiên cứu và phát triển sản phẩm. Một số công ty đã triển khai tốt chiến lược nghiên cứu và phát triển sản phẩm. Tuy nhiên, nhiều công ty do điều kiện về cơ sở vật chất cũng như nhân lực chưa thực sự mạnh nên cũng chỉ tập trung các dạng bào chế đơn giản và chưa có chiến lược rõ ràng. Các hoạt động chuyển giao công nghệ (licensing) cũng đã xuất hiện tại Việt Nam nhưng vẫn còn ở quy mô nhỏ.

c. Sản xuất

Quy mô sản xuất trong nước của Việt Nam chiếm 77% về số lượng nhưng chỉ chiếm 35% về giá trị. Sản xuất trong nước tập trung vào các nhóm thuốc cũ có giá trị thấp và công thức đơn giản. Thị phần của thuốc sản xuất trong nước tăng rất chậm và khó đạt được mục tiêu của Chính phủ là 80% vào năm 2020. Giá trị thuốc sản xuất trong nước năm 2015 ước tính đạt khoảng 1,65 tỷ USD (năm 2014: 1,39 tỷ USD, 2013: 1,3 tỷ USD), trong đó xuất khẩu được 150 triệu USD. Nhiều nhà sản xuất trong nước có xu hướng nâng cấp nhà máy sản xuất lên các tiêu chuẩn quốc tế như PIC/S-GMP, EU-GMP để sản xuất thuốc generic chất lượng cao nhằm tăng khả năng trúng thầu kênh ETC và khai thông thị trường xuất khẩu. Giá công thuốc và sản xuất nhượng quyền là con đường ngắn và hiệu quả nhất để học hỏi và theo kịp trình độ phát triển của ngành dược thế giới. Tuy nhiên, hoạt động mua bán bằng độc quyền sáng chế vẫn còn mới mẻ tại Việt Nam.

Theo một khảo sát do KPMG thực hiện tại Việt Nam thì ngành dược là một trong lĩnh vực sẽ thu hút hoạt động M&A trong 5 năm tới. Theo Công ty nghiên cứu thị trường Business Monitor International (BMI), tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành dược Việt Nam giai đoạn 2015-2018 dự kiến đạt gần 16%/năm, với doanh số thị trường năm 2015 có thể đạt 3,5-5 tỷ USD. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, trong năm 2015, nhập khẩu dược phẩm của cả nước lên tới 2,3 tỷ USD, tăng 14% so với năm 2014. Đặc biệt, 2 tháng đầu năm 2016, nhập khẩu dược phẩm của cả nước đạt 375 triệu USD, tăng 47% so với cùng kỳ. Thực tế, trên thị trường, dược phẩm ngoại đang lấn át nội. Theo số liệu của Bộ Y tế, thuốc nhập khẩu hiện chiếm 60% tổng tiêu thụ thuốc ở Việt Nam. Thị trường nhập khẩu dược phẩm chủ yếu của Việt Nam là các nước châu Âu, như Pháp, Đức, Anh, Italy và 2 thị trường lớn khác là Hoa Kỳ và Ấn Độ.

Bộ Y tế cho biết, các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm tập trung chủ yếu ở 2 thành phố lớn là Tp.HCM (chiếm 50% số lượng doanh nghiệp) và Hà Nội (chiếm 30%) và 20% còn lại là doanh nghiệp tại các tỉnh An Giang, Cần Thơ, Nam Định, Phú Yên... Việc Việt Nam tham gia TPP có tác động tiêu cực đến ngành dược, nhưng không đáng kể. Những yếu tố chủ yếu tác động đến ngành dược là: mức độ cạnh tranh, thuế và các quy định sở hữu trí tuệ trong sử dụng thuốc gốc. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp dược phẩm trong nước cũng sẽ có cơ hội để mở rộng kinh doanh, chuyển giao công nghệ...

d. Lưu thông phân phối

Theo Cục quản lý Dược Việt Nam, đến hết năm 2015, hệ thống lưu thông phân phối của ngành dược Việt Nam có 174 cơ sở xuất nhập khẩu đạt GSP, 3 cơ sở Dịch vụ bảo quản đạt GSP, 1.700 cơ sở Bán buôn thuốc đạt GDP, 42.196 cơ sở Bán lẻ thuốc.

Trong đó các công ty chính cung cấp dịch vụ kho bãi/logistic gồm: Diethelm (Thụy Sĩ), Zuellig Pharma (Singapore), Hoang Duc Pharmaceutical & Medical Supplies Co. (Việt Nam), Công ty TNHH MTV Dược phẩm Trung ương 1 – CPC1, Mega Product (Thái Lan), Công ty TNHH MTV Dược phẩm Trung ương 2 - CODUPHA.

Theo nghiên cứu điều tra của IMS, giá thuốc của các thuốc gốc phổ biến cũng như thuốc bảo hộ ở Việt Nam thuộc vào hàng thấp nhất trong khối ASEAN (ở tất cả các lĩnh vực điều trị). Tuy nhiên, hệ thống cung ứng nhiều trung gian làm tăng giá bán cho người sử dụng ở Việt Nam so với ở các quốc gia khác. Điều này có thể được cải thiện bằng cách cho phép những nhà phân phối chuyên nghiệp được hoạt động trên thị trường với ít hạn chế hơn.

Việc kinh doanh trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và phân phối thuốc đang có sự cạnh tranh rất gay gắt. Theo quy định trong Luật đấu thầu mới, có hình thức đấu thầu tập trung cấp quốc gia và cấp tỉnh. Việc đấu thầu tập trung sẽ đòi hỏi phải có những công ty có vốn đủ mạnh để phân phối thuốc cho toàn quốc hoặc cho một tỉnh. Thị trường bị phân khúc rõ ràng trong đó việc nhập khẩu thuốc generic từ các quốc gia châu Á chiếm phần lớn.

e. Các ngành công nghiệp phụ trợ

Hóa dược

- **Nguyên liệu, tá dược.** Nguyên liệu và tá dược đầu vào với các nhà sản xuất trong nước chủ yếu nhập khẩu từ nước ngoài, nguồn nguyên liệu không thiếu tuy vậy giá khi xuất khẩu sang Việt Nam có giá thành cao và doanh nghiệp nhập khẩu phải chịu nhiều ảnh hưởng từ biến động tỷ giá ngoại tệ.

- **Dược liệu.** Tuy nhà nước đã có những chủ trương, chính sách lớn cho phát triển dược liệu, quản lý chất lượng dược liệu nhưng đến nay, việc quy hoạch phát triển các vùng trồng dược liệu vẫn chưa được chính thức thực hiện. Số lượng dược liệu được công nhận đạt tiêu chuẩn GACP còn rất ít. Nước ta cũng chưa có nhà máy chiết xuất dược liệu, sơ chế dược liệu đạt tiêu chuẩn GMP.

Bao bì. Theo quy định của Bộ Y tế, bao bì đóng gói cấp 1 – bao bì tiếp xúc trực tiếp với thuốc phải được sản xuất tại cơ sở đạt GMP (Thông tư 14/2012/TT-BYT ngày 31/8/2012 Quy định các nguyên tắc tiêu chuẩn “thực hành tốt sản xuất bao bì dược” và hướng dẫn triển khai áp dụng). Hiện nay, ở Việt Nam mới có 01 nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP đối với bao bì dược và mới đáp ứng được vài phần trăm so với nhu cầu sản xuất của các công ty trong nước. Hầu hết, các bao bì cấp 1 đều phải nhập khẩu. Việc đầu tư nhà máy GMP bao bì dược không đòi hỏi nhiều chi phí và không yêu cầu trình độ nhân lực quá cao.

Máy móc công nghệ. Các công ty tại Việt Nam đã có thể sản xuất, lắp ráp một số các máy phục vụ cho ngành dược. Tuy nhiên chưa có số liệu thống kê về năng lực sản xuất cụ thể của các công ty này.

Nhân lực dược. Theo số liệu thống kê của Cục Quản lý dược cho thấy, tỉ lệ dược sĩ của nước ta hiện mới đạt khoảng 1,76/10.000 dân. Với số lượng này, nhân lực dược chưa đáp ứng được nhu cầu cho các doanh nghiệp dược. Các doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc tuyển dụng nhân lực có trình độ dược sĩ trở lên đặc biệt là các tỉnh ngoài 3 thành phố lớn: Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh và Đà Nẵng.

Kế hoạch đầu tư

Với kế hoạch sau cổ phần hóa, trong 5 năm tới (2016-2020), VINAPHARM lên kế hoạch phát triển vùng dược liệu với quy mô hơn 30,000 ha và 1 nhà máy chiết xuất dược liệu tiêu chuẩn GMP.

Bên cạnh đó, Tổng Công ty và các đơn vị thành viên hiện đang thiếu một hệ thống phân phối dược đạt tiêu chuẩn chất lượng và có khả năng tương tác hoạt động giữa các đơn vị. Vì vậy dự án xây dựng hệ thống kho bãi và logistics là hết sức cần thiết cho sự phát triển của Tổng công ty và các đơn vị thành viên. Theo đó, VINAPHARM lên kế hoạch đầu tư cho 9 dự án từ 2016-2026 với tổng số vốn 3.000 tỷ đồng.

Kế hoạch đầu tư sau cổ phần hóa của VINAPHARM

STT	Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian hoạt động của dự án (Năm)	Thời gian hoàn vốn (Năm)	NPV (Tỷ đồng)	IRR (%)
1	Trung tâm nghiên cứu và phát triển khoa học công nghệ dược	100	30	9	46	13,9
2	Cơ sở khám chữa bệnh	100	30	8	24,4	12,8
3	Đầu tư vùng dược liệu quy mô 30.000 ha	1.000	50	11	100,8	10,7
4	Nhà máy chiết xuất dược liệu	400	30	9	58,5	11,7
5	Nhà máy sản xuất nguyên liệu dược	400	30	7	142	15
6	Nhà máy sản xuất thuốc chuyên khoa, đặc trị	400	30	8	74,3	12,5
7	Nhà máy sản xuất bao bì dược	300	30	6	342	21,5
8	Hệ thống kho bãi và logistics	225	30	7	129	15,9
9	Hoạt động kinh doanh trực tiếp	75				
Tổng		3.000		917,1		3.797,6

Định giá cổ phiếu

Với giá niêm yết lần đầu ở mức 10.400 đồng/cp thì DVN đang giao dịch ở mức P/E và P/B lần lượt 3,84 lần và 0,67 lần (khá thấp so với trung bình ngành 10,32 lần và 2,14 lần). Trong khi đó, DVN có quy mô doanh thu, lợi nhuận và vốn chủ sở hữu tương đối lớn so các công ty trong ngành phân phối dược phẩm, do đó chúng tôi đánh giá P/E và P/B của DVN lần lượt ở mức 13,4x lần và 2,7x lần (cao hơn 30% so với trung bình ngành). Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu DVN dựa trên 2 phương pháp định giá thông dụng là phương pháp P/E và P/B, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho DVN là 39.700 đồng/cp, cao hơn 282% so với giá thị trường. Khuyến nghị: Mua. Tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Diễn giải

Khuyến nghị

Diễn giải

Kỳ vọng 12 tháng

Mua Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%

Nắm giữ Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -15% đến 15%

Bán Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -15%

Khuyến cáo

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. ASEAN SECURITIES cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. ASEAN SECURITIES sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và ASEAN SECURITIES hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Hội sở chính

Trụ sở: 18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Tp. Hà Nội

Tel: (84 - 4) 6 275 3844;

VICline: 19006636

Fax: (84 - 4) 6 275 3816

Tổng đài đặt lệnh: (84 - 4) 6 275 8888

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Trụ sở: Lầu 11, số 78 – 80 Cách Mạng Tháng 8, Quận 3, Tp Hồ Chí Minh

Tel: (84 - 8) 3 824 6468

Fax: (84 - 8) 3 824 6550

Tổng đài đặt lệnh: (84 - 8) 3 829 9090