# Triển vọng Ngành Y tế năm 2025:
# Các thay đổi về Chính sách mở đường cho chu kỳ phát triển sắp tới

Triển vọng 2025: TÍCH CỰC
CP ưa thích: DBD. Ý tưởng đầu tư: IMP

Ngày 02/01/2025

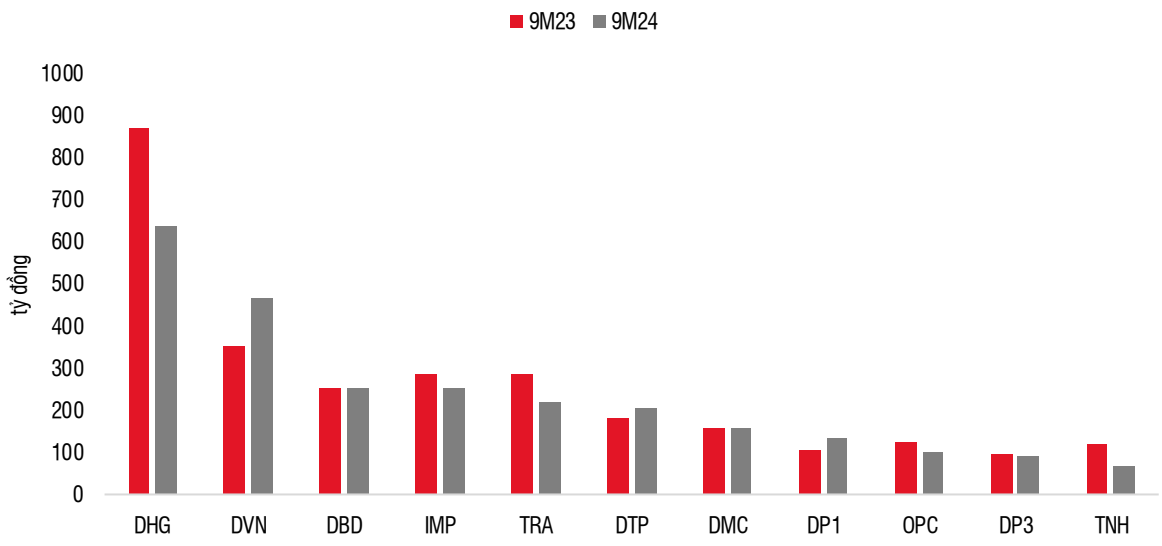
## Nhìn lại năm 2024

Các cổ phiếu ngành Y tế đã đạt mức tăng trung bình 30% trong năm 2024, được thúc đẩy chủ yếu nhờ IMP (85%) và DBD (32,8%). Ngược lại, các doanh nghiệp lớn khác ghi nhận hiệu suất kém vượt trội so với VNIndex, với DHG tăng 11% trong khi TRA giảm 7%.

**Dược phẩm:** Sau năm 2023 đầy ấn tượng, tốc độ tăng trưởng đã chậm lại trong 10 tháng đầu năm 2024, đặc biệt là trong Q1 và Q2. Hầu hết các công ty dược phẩm ghi nhận kết quả kém tích cực ở cả doanh thu và lợi nhuận sau thuế (xem Biểu đồ 1), do sức mua yếu của thị trường OTC và chi phí API tăng cao. Tuy nhiên, IMP và DBD đã đi ngược xu hướng khi vẫn duy trì đà tăng trưởng đối với doanh số bán hàng. Q4/2024 đánh dấu sự phục hồi so với quý liền trước trong kênh OTC, cho thấy tín hiệu tâm lý thị trường được cải thiện trong thời gian tới.

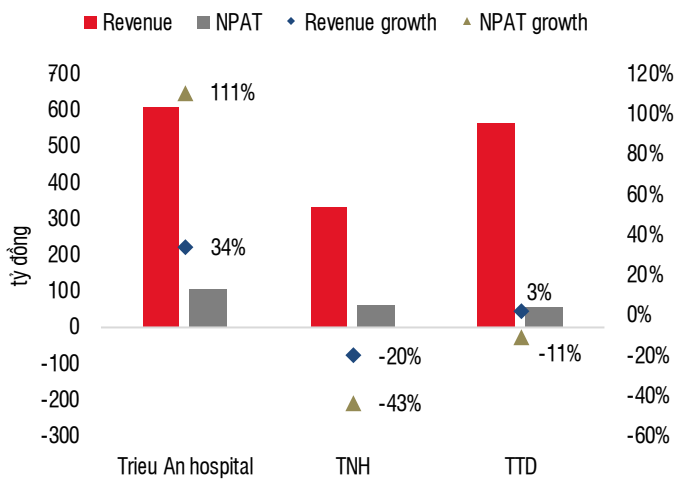
**Bệnh viện:** TNH (bệnh viện tư nhân duy nhất niêm yết) công bố lợi nhuận sau thuế giảm 38% svck trong 9T2024, do người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu và ảnh hưởng từ cơn bão Yagi (xem Biểu đồ 2). Tuy nhiên, giá cổ phiếu của TNH cũng đã tăng 21%, nhờ sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài sau khi giới hạn sở hữu của nước ngoài tăng từ 40% lên 70%.

**Biểu đồ 1: Nhiều công ty ghi nhận LNST sụt giảm trong 9T2024**



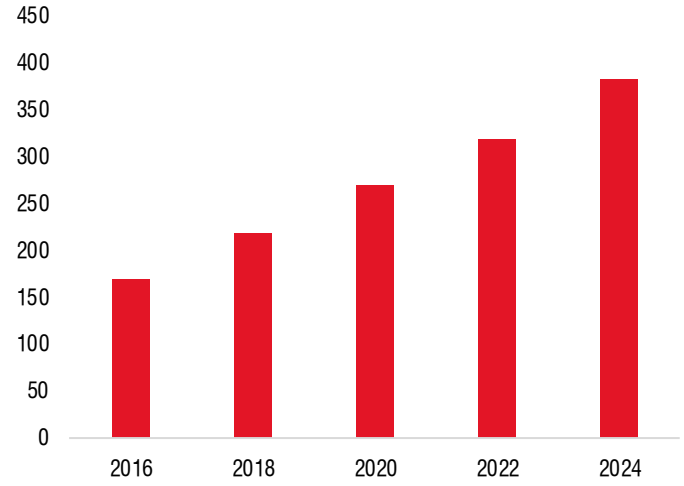

*Nguồn: SSI Research*

**Biểu đồ 2: Các bệnh viện ghi nhận KQKD trái chiều trong 9T2024**




*Nguồn: SSI Research*

**Biểu đồ 3: nhưng số lượng bệnh viện tư nhân vẫn tăng trưởng**




*Nguồn: SSI Research tổng hợp*

## Tác động chính sách trong năm 2025

Bộ Y tế đã ban hành Thông tư 03 và 07/2024 (có hiệu lực từ tháng 5/2024), không cho phép các công ty nước ngoài tham gia đấu thầu thuốc Nhóm 1 và 2 đối với các loại thuốc mà có ít nhất 3 công ty trong nước có thể sản xuất đạt tiêu chuẩn chất lượng EU GMP (danh sách thuốc được đưa ra tại TT03). Sự thay đổi chính sách này dự kiến sẽ tăng cường đáng kể thị phần của các công ty dược phẩm Việt Nam (như DHG, IMP, DBD, DHT, DHD) trong Nhóm 1 & 2, thị trường vốn bị chi phối bởi thuốc nhập khẩu.

Thêm vào đó, Chính phủ đã thông qua Kế hoạch Triển khai Chiến lược Dược Quốc gia (có hiệu lực từ tháng 2/2024), cùng với Luật Dược sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 7/2025), và Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 1/2025), và các Nghị định và Thông tư liên quan, sẽ có ảnh hưởng chuyển đổi ngành theo hướng:

- Ưu tiên phát triển ngành công nghiệp dược trong nước.
- Tạo hành lang pháp lý, bổ sung quyền và trách nhiệm cho các chuỗi nhà thuốc và thuốc được bán qua các nền tảng thương mại điện tử.
- Đơn giản hóa thủ tục đăng ký thuốc để giảm chi phí cho nhà sản xuất.
- Khuyến khích các bệnh viện đầu tư thêm vào các dịch vụ chất lượng cao cho bệnh nhân.

Những cải cách này mang tới động lực mạnh mẽ cho các công ty dược phẩm đầu tư vào phát triển thuốc mới và năng lực sản xuất, tăng cường cạnh tranh với thuốc nhập khẩu nhằm chiếm lĩnh thị phần. Chúng tôi kỳ vọng những cải cách này sẽ giúp các công ty dược phẩm hướng tới phân khúc thuốc chất lượng cao hơn.

## Triển vọng năm 2025

Triển vọng năm 2025 tươi sáng hơn, với kỳ vọng các kênh chính đều tăng trưởng. Kênh bệnh viện/thuốc kê đơn dự kiến sẽ duy trì đà tăng nhờ các chính sách thuận lợi. Kênh bán lẻ dự kiến đã chạm đáy và sẽ phục hồi một phần nhờ kinh tế tăng trưởng. Tăng trưởng doanh thu của các công ty chúng tôi nghiên cứu dự kiến đạt 12%, vượt mức trung bình của ngành trong 2 năm qua. Tăng trưởng lợi nhuận dự kiến đạt 22%, phục hồi sau năm 2024 đầy thách thức. Chúng tôi lưu ý rủi ro về tỷ giá có thể làm tăng giá nhập khẩu nguyên liệu trong năm 2025.

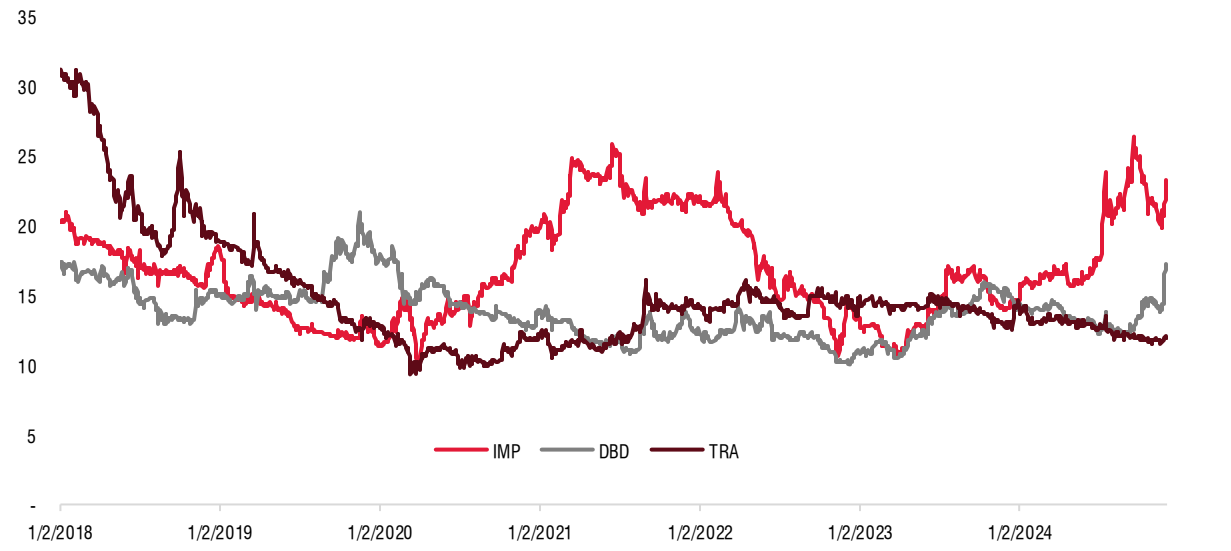
Ngoài ra, tác động của các khoản đầu tư theo xu hướng của Chính sách có thể mất từ 1-2 năm để giúp tăng doanh thu và lợi nhuận của các công ty. Trong ngắn hạn, Thông tư 07 vẫn là động lực chính đối với tăng trưởng doanh thu (vd: DBD, DHG, IMP), do các công ty thuốc nhập khẩu sẽ bị bất lợi so với các công ty sản xuất thuốc trong nước.

Chúng tôi kỳ vọng mảng bệnh viện tư nhân sẽ tiếp tục phát triển, đặc biệt là các bệnh viện đa khoa tư nhân nhiều hơn 50 giường tại các tỉnh trên cả nước. Những bệnh viện này cung cấp cho bệnh nhân các dịch vụ tiên tiến và chăm sóc tốt hơn mà không cần phải đến Hà Nội hoặc TP. HCM. Tỷ lệ giường bệnh tư nhân hiện tại khoảng 5,8% của tổng giường bệnh cả nước, thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ là 10% trước năm 2025.

**Định giá/Khuyến nghị:** chúng tôi dự kiến IMP và DBD sẽ giữ vững vị trí hàng đầu về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận nhờ đã đầu tư vào cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU GMP. DBD là cổ phiếu ưa thích của chúng tôi, nhờ danh mục sản phẩm có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ và vẫn còn tiềm năng tăng giá. Trong khi IMP cũng có mức tăng trưởng tốt hơn mức trung bình, nhưng chúng tôi chọn IMP là ý tưởng đầu tư ngắn hạn vì cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E 12 tháng cao so với các công ty cùng ngành (IMP ở mức P/E 25x so với 17x của các công ty chúng tôi nghiên cứu).

Đối với TNH, chúng tôi kỳ vọng công ty có tăng trưởng lợi nhuận trở lại (+41% svck), sau khi giảm mạnh trong năm 2024, nhờ bệnh viện thứ ba mới mở (Bệnh viện TNH Việt Yên). Tuy nhiên, công ty đang trải qua giai đoạn đầu tư mới mạnh mẽ, có thể làm tăng chi phí trong ngắn hạn đến trung hạn.

**Biểu đồ 4: Hệ số P/E dự phóng của các công ty Dược phẩm**




*Nguồn: SSI Research*

## CP ưa thích: DBD: Động lực tăng trưởng đến từ các sản phẩm thuốc đặc trị

- **Giá mục tiêu: 65.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng DBD sẽ đạt mức CAGR 2024-2027 của lợi nhuận là 18%, với doanh thu các loại thuốc ung thư dự kiến đạt mức CAGR 2024-2027 là 35% (nhờ vào việc nâng cấp đáp ứng tiêu chuẩn EU GMP và dây chuyền sản xuất thuốc viên mới). Trong mảng thuốc ung thư thì DBD đang đứng số 1 theo số lượng, và đứng thứ 6 về mặt giá trị (đứng đầu về giá trị trong các công ty trong nước).
  - ✓ Ba dây chuyền sản xuất mới trong trung hạn sẽ giúp làm tăng công suất cho các sản phẩm thuốc bán chạy.
  - ✓ Việc Nhà nước thoái vốn trước cuối năm 2025 mở ra tiềm năng M&A.
- **Rủi ro**
  - ✓ Danh mục thuốc của DBD chưa có các loại thuốc điều trị trúng đích hoặc thuốc ung thư công nghệ sinh học. Những loại thuốc này, phần lớn là nhập khẩu, có thể đe dọa thị phần hiện tại của DBD.
  - ✓ Việc chậm mở dây chuyền mới và/hoặc chậm đạt được chứng nhận EU-GMP có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty.

## Ý tưởng đầu tư: IMP: Triển vọng tiếp tục tích cực trong năm 2025

- **Giá mục tiêu: 49.000 đồng/cp**
- **Luận điểm đầu tư**
  - ✓ Chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ chính sách nhờ số lượng dây chuyền EU GMP nhiều nhất cả nước. Mức tăng trưởng NPATMI dự kiến năm 2025 là 31% svck.
  - ✓ Việc tiếp tục đầu tư vào nghiên cứu & phát triển và thị trường bán lẻ phục hồi sẽ mở ra tăng trưởng trong trung hạn.
- **Rủi ro**
  - ✓ Nhu cầu từ thị trường OTC chậm hơn dự kiến cũng như sự cạnh tranh gay gắt hơn từ các công ty nội địa có dây chuyền sản xuất đạt chứng nhận EU GMP (ví dụ như DHG, DHT).

| CP | % tăng giá | Giá mục tiêu (VND) | Giá hiện tại (VND) | Tăng trưởng NPATMI | | | P/E | | | ROE | | | Tỷ suất cổ tức (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 năm | 1 năm | 12/31/2024 | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F | 2023 | 2024F | 2025F |
| DBD | 12,8% | 65.000 | 57.600 | 10,5% | 5,7% | 17,9% | 15,1 | 21,1 | 17,9 | 18,8% | 16,8% | 16,8% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| IMP | 4,3% | 49.000 | 47.000 | 34,0% | 6,8% | 31,1% | 15,6 | 22,6 | 17,3 | 14,4% | 14,2% | 15,7% | 1,8% | 2,1% | 0,0% |
| TNH | 25,3% | 23.000 | 18.350 | -0,9% | -37,2% | 41,0% | 15 | 23,7 | 18,7 | 8,1% | 4,4% | 5,9% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| TRA | 8,3% | 85.000 | 78.500 | -2,2% | -4,5% | 8,3% | 16,1 | 13,6 | 12,6 | 19,2% | 17,4% | 17,4% | 4,5% | 5,1% | 5,1% |

*Nguồn: SSI Research*

## CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

## KHUYẾN NGHỊ

**Mua:** Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Khả quan:** Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Trung lập:** Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Kém khả quan:** Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

**Bán:** Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư**

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

**Vĩ mô**

**Phạm Lưu Hưng**
Kinh tế trưởng
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

**Thái Thị Việt Trinh**
Chuyên viên cao cấp phân tích Vĩ mô
trinhttv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

**Phân tích Ngành Y tế & Dược phẩm**

**Đặng Trần Minh**
Chuyên viên Phân tích cổ phiếu
minhdt1@ssi.com.vn
SĐT: (+84– 28) 3936 6321 ext. 8671

**Dữ liệu**

**Nguyễn Thị Anh Thư**
Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

**Chiến lược thị trường**

**Hồ Hữu Tuấn Hiếu**
Chuyên gia Chiến lược đầu tư
hieuhht1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

**Nguyễn Quốc Bảo**
Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư
baonq1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737