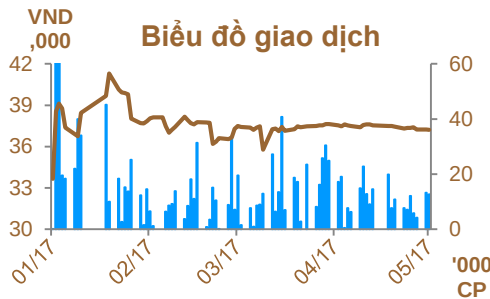


Đánh giá

TĂNG TỶ TRỌNG
DBD

Dược phẩm

Giá thị trường (VND)	37,200
Giá mục tiêu (VND)	43,400
Tỷ lệ tăng giá	16.7%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	16.7%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T
Tuyệt đối	10.7%	-1%	-1.6%
Tương đối	3.8%	-1.9%	-3.8%

Nguồn: Stoxplus, so với VNI

Thông kê

17/05/2017

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	33.7k-41.3k
SL lưu hành (triệu cp)	52.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,949
Vốn hóa (triệu USD)	993
% khối ngoại sở hữu	0.23%
SL cp tự do (triệu cp)	32.5
KLGD TB 3 tháng (cp)	16,597
VND/USD	22,628
Index: VNIndex / HNX	725.03/90.78

Nguồn: Stoxplus

Cơ cấu sở hữu

17/05/2017

Quỹ Đầu tư Phát triển	33.34%
Bình Định	
Huỳnh Ngọc Oanh	1.41%
Nguyễn Văn Quá	0.9%
Khác	64.35%

Nguồn: Stoxplus

Lê Thị Nụ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1460

Nu.lt@kisvn.vn

www.kisvn.vnCông ty CP Dược phẩm-Trang thiết bị y tế Bình Định
(UpCOM: DBD)- là người hưởng lợi duy nhất

Thuận lợi:

- Thị trường dược phẩm Việt Nam nói chung và thuốc điều trị ung thư nói riêng rất tiềm năng khi tiêu thụ thuốc bình quân đầu người còn thấp và thu nhập gia tăng
- Số lượng công ty sản xuất thuốc điều trị ung thư ít giúp cho thị trường này ít cạnh tranh hơn
- Nhà máy mới với tiêu chuẩn GMP- PICs đang được xây dựng giúp Bidiphar nhà sản xuất điều trị ung thư duy nhất được đấu thầu vào nhóm số 2 vào bệnh viện, do đó là công ty hưởng lợi duy nhất của Luật Dược sửa đổi

Bất lợi:

- Kết quả kinh doanh năm 2017 và 2018 sẽ tăng trưởng chậm khi nhà máy mới đang trong quá trình xây dựng
- Nhà máy mới có thể không đạt tiêu chuẩn GMP - PICs

Khuyến nghị:

Chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu DBD ở mức giá 43,400 đồng vào cuối năm 2017 dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền. Tổng mức sinh lợi là 16.7% tại mức giá hiện tại là 37,200 đồng. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
DT Thuần (tỷ đồng)	1,225	1,385	1,473	1,563
Tăng trưởng (%)	7	13	6	6
LN hoạt động (tỷ đồng)	128	158	171	179
Biên lợi nhuận (%)	10.4	11.4	11.6	11.4
LN khác	140.4	7.4	8.7	8.7
LNST (tỷ đồng)	215	141	149	159
Biên lợi nhuận (%)	17.5	10.2	10.1	10.2
SLCP lưu hành (triệu cp)	42	52	52	52
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,508	2,431	2,565	2,736
Tăng trưởng (%)	167	-46	6	7
ROE (%)	74	33	25	24
Nợ ròng/VCSH (%)	-76	-60	-50	-31
PE (x)	8.3	15.3	14.5	13.6
PB (x)	5.1	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA (x)	10.3	8.4	7.9	8.0
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,500	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.7	2.7	4.0	4.0

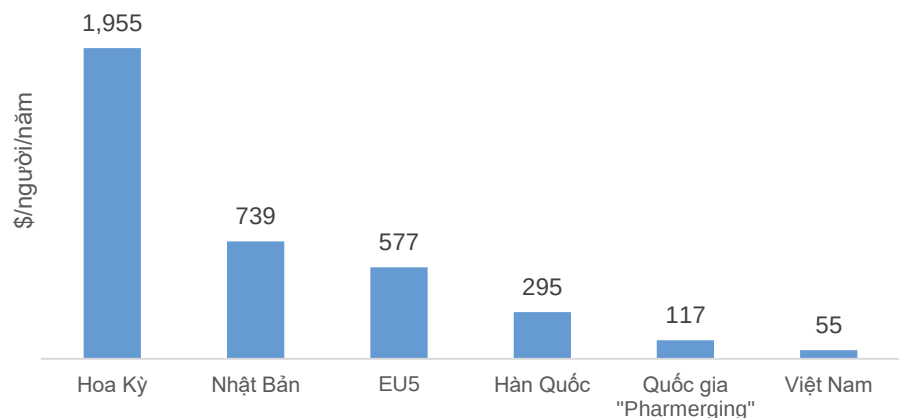
Thị trường dược phẩm Việt Nam năm 2016

Theo IMS Health, tiêu thụ dược phẩm của Việt Nam ước tính đạt khoảng 76,292 tỷ đồng năm 2016, tăng 9% so với cùng kỳ. Trong đó 67% đến từ kênh ETC, kênh này tăng trưởng 12% so với cùng kỳ, phần còn lại đến từ kênh OTC, kênh này chỉ ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn với 3%. Doanh nghiệp sản xuất thuốc nội chiếm 37% tổng tiêu thụ, tập trung thuốc đông dược và thuốc generics (hầu hết các nhà máy của những nhà sản xuất này đạt tiêu chuẩn GMP- WHO hoặc các sản phẩm tương đương sinh học, do đó sản phẩm thuốc của những công ty này có thể đầu thầu vào nhóm 3 và nhóm 4 khi đầu thầu vào kênh bệnh viện. Chi tiết *Phân loại các loại thuốc khi đầu thầu vào bệnh viện* được thể hiện tại trang 9).

Năm 2016, những thay đổi chính sách nhằm thúc đẩy sản xuất thuốc trong nước, đã mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc nội, đặc biệt là các công ty đã đầu tư vào việc nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy. Theo đó, Luật Dược sửa đổi 2016, có hiệu lực từ tháng 01.2017, tạo nhiều điều kiện thuận lợi cho nhà sản xuất thuốc trong nước từ đầu vào (vd: thúc đẩy phát triển vùng nguyên liệu trong nước), sản xuất (vd: đăng ký sản xuất thuốc generics sớm hơn) cho đến tiêu thụ (vd: các doanh nghiệp được ưu tiên khi đầu thầu thuốc vào kênh bệnh viện).

Thị trường dược phẩm Việt Nam rất tiềm năng khi tiêu thụ bình quân đầu người còn thấp cũng như sự quan tâm tới sức khỏe nhiều hơn khi thu nhập gia tăng. Theo IMS Health, tổng tiêu thụ thuốc tại Việt Nam sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm là 8-9% trong giai đoạn 2017-2021. Tiêu thụ thuốc bình quân được dự báo sẽ tăng từ \$33/người/năm năm 2015 lên \$55/người/năm vào năm 2021, tuy nhiên con số này vẫn thấp hơn rất nhiều so với mức \$117 của 21 quốc gia có ngành dược đang phát triển (*pharmerging*) (bao gồm Việt Nam), \$1,995 của Hoa Kỳ, \$739 của Nhật Bản, \$577 của 5 quốc gia châu Âu¹ (EU5) and \$295 của Hàn Quốc.

Biểu đồ 1: Tiêu thụ thuốc bình quân, 2021



Nguồn: IMS Health

¹ Bao gồm Đức, Anh, Italia, Pháp và Tây Ban Nha

Tổng quan về Bidiphar

Sơ lược lịch sử

Thành lập năm 1976, Bidiphar là công ty 100% vốn Nhà nước thuộc UBND tỉnh Bình Định. Năm 2008, Bidiphar tách bộ phận sản xuất thành lập Công ty CP Bidiphar 1, Bidiphar sở hữu 37.66% Bidiphar 1. Năm 2014, Bidiphar cổ phần hóa và UBND tỉnh Bình Định vẫn là cổ đông lớn với tỷ lệ sở hữu 65%.

Năm 2015, Bidiphar sáp nhập Bidiphar 1 thông qua phát hành cổ phiếu hoán đổi với tỷ lệ 1: 2.3 (2.3 cổ phiếu Bidiphar đổi 1 cổ phiếu Bidiphar 1).

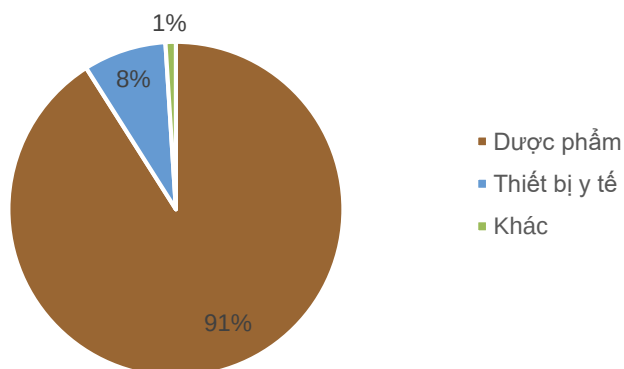
Về Bidiphar 1, năm 2008, Liên doanh Công ty Cổ phần Fresenius Kabi Bidiphar được thành lập, trong đó Bidiphar 1, Fresenius Kabi (Đức) và đối tác còn lại tương ứng nắm giữ 20%, 51% và 29%. Mặc dù đã thoái vốn khỏi liên doanh này, hiện tại Bidiphar vẫn là nhà phân phối chính cho các sản phẩm của Công ty Cổ phần Fresenius Kabi Bidiphar.

Hiện tại, Bidiphar đang sở hữu 18 chi nhánh, 49 cửa hàng thuốc trên Việt Nam.

Hoạt động kinh doanh

Bên cạnh sản xuất dược phẩm, Bidiphar cũng sản xuất và kinh doanh, thương mại thiết bị y tế nhưng hoạt động này chỉ chiếm 8% tổng doanh thu.

Biểu đồ 2: Chi tiết doanh thu, 2016

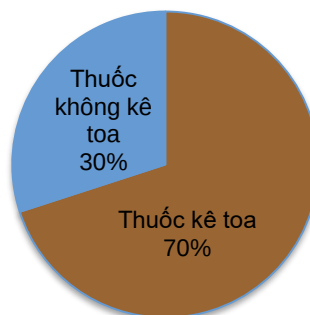


Nguồn: Bidiphar

Về hoạt động sản xuất kinh doanh dược phẩm, Bidiphar là một trong công ty dược tiên phong tại Việt Nam khi là công ty đầu tiên nghiên cứu và sản xuất thuốc kháng sinh tiêm (năm 1992), dung dịch tiêm truyền kháng sinh, Vitamin và Acidamin (năm 1997), nghiên cứu và ứng dụng công nghệ bào chế Thuốc tiêm đông khô (năm 2003) và Thuốc điều trị bệnh Ung thư (năm 2008). Bidiphar cũng là một trong những công ty đầu tư vào chất lượng sản phẩm, tập trung vào các hoạt động nghiên cứu và phát triển- điều cực kỳ quan trọng đối với các công ty hoạt động trong lĩnh vực dược phẩm.

Tất cả các sản phẩm của Bidiphar là thuốc generics. Khoảng 70% sản phẩm của Bidiphar là thuốc kê đơn khi các sản phẩm chính của Bidiphar là thuốc điều trị ung thư, thuốc kháng sinh tiêm, thuốc tiêm đông khô.

Biểu đồ 3: Doanh thu thuần theo loại sản phẩm



Nguồn: Bidiphar

Điều trị ung thư tại Việt Nam

Theo IMS Health, xét trên tiêu dùng dược phẩm, trong giai đoạn 2016-2021, thuốc điều trị ung thư sẽ ghi nhận mức tăng trưởng trung bình hàng năm cao thứ nhì với 9-12% chỉ sau thuốc tự miễn dịch và tiếp tục duy trì vị trí số 1 trên thế giới. Ô nhiễm gia tăng và cải thiện thu nhập cá nhân là những nhân tố chính thúc đẩy chi tiêu cho thuốc điều trị ung thư.

Tốc độ tiêu dùng tăng trưởng bình quân hàng năm (CAGR) 2016-2021

Điều trị	2016-2021 CAGR (%)
Ung thư	9-12
Tiểu đường	8-11
Tự miễn dịch	11-14
Giảm đau	2-5
Tim mạch	0-3
Respiratory	2-5
Kháng sinh và Vắc xin	2-5
Thần kinh	(-1)- 2
HIV	6-9
Khánh vi- rút EX-HIV	0-3
Khác	4-7

Nguồn: IMS Health

Tại Việt Nam, Bộ Y tế Việt Nam ước tính có hơn 125,000 ca ung thư mới trong năm 2012, con số này được dự báo sẽ tăng lên 190,000 ca mới vào năm 2020, tương đương mức tăng trưởng hàng năm đạt 5.4%. Đáng chú ý, một trong những lý do chính dẫn đến sự gia tăng ca ung thư mới là mức độ ô nhiễm nguồn nước và không khí ngày càng trầm trọng. Theo chỉ số thành tích môi trường (Environmental Performance Index- EPI) được thực hiện bởi Trung tâm Yale để phục vụ chính sách và luật pháp và môi trường, đại học Yale và Trung tâm về Mạng lưới Thông tin khoa học Trái đất quốc tế, Việt Nam là một trong 10 nước có mức độ ô nhiễm không khí nặng nhất trên thế giới (xếp hạng 123 trên tổng số 132 quốc gia được đánh giá). Năm 2014, Việt Nam xếp thứ 136 trên tổng số 178 quốc gia về chỉ số thành tích môi trường nói chung. Trong đó, về chỉ số ô nhiễm không khí, Vietnam xếp hạng thứ 170 trong tổng số 178 quốc gia được đánh giá.

Theo giới tính, 43% số ca mắc bệnh ung thư là nữ giới và 57% là nam giới. Có hơn 200 loại ung thư. Đối với nam giới, bốn loại ung thư phổ biến là gan, phổi, dạ dày và đại trực tràng, chiếm 66% ca mắc bệnh mới. Đối với nữ giới, bốn loại ung thư phổ

biến bao gồm ung thư vú, phổi, gan và cổ tử cung, chiếm 50% các ca mắc bệnh mới.

Trường hợp ung thư mới theo giới tính và loại ung thư

Giới tính	Loại ung thư	Tỷ trọng	Tổng
Nam giới	Gan, phổi, dạ dày và đại trực tràng	66%	57%
	Khác	34%	
Nữ giới	Vú, phổi, gan và cổ tử cung	50%	43%
	Khác	50%	
Tổng			100%

Nguồn: Bộ Y tế Việt Nam

Các sản phẩm thuốc điều trị ung thư của Bidiphar tập trung các loại ung thư phổ biến mà người Việt Nam hay mắc phải trong thời gian gần đây.

Các sản phẩm điều trị ung thư của Bidiphar

Tên thuốc	Chỉ định	Dạng bào chế
FLUDACIL	Ung thư đại trực tràng, ung thư vú và ung thư dạ dày	Dung dịch tiêm
BIGEMAX	Ung thư vú, ung thư phổi không phải tế bào nhỏ, ung thư bàng quang, ung thư tụy dạng tuyến	Bột đông khô pha tiêm
ETOPOSID BIDIPHAR	Ung thư tinh hoàn kháng trị đã qua phẫu thuật, ung thư phổi tế bào nhỏ, một vài loại ung thư máu	Dung dịch đậm đặc để pha truyền tĩnh mạch
BESTDOCEL	Ung thư vú, ung thư phổi không phải tế bào nhỏ, ung thư đầu và cổ, ung thư tuyến tiền liệt, ung thư buồng trứng và cổ tử cung, ung thư dạ dày	Dung dịch đậm đặc để pha truyền tĩnh mạch
LYOXATIN	Ung thư đại tràng và ung thư đại trực tràng	Dung dịch đậm đặc để pha truyền tĩnh mạch
CANPAXEL	Ung thư vú di căn và ung thư buồng trứng di căn	Dung dịch tiêm
BDF-FDACELL	Ung thư máu	Bột đông khô pha tiêm
BOCARTIN	Ung thư vú, ung thư đầu và cổ, ung thư cổ buồng trứng	Dung dịch tiêm

Nguồn: Bidiphar

Thuốc điều trị ung thư của các công ty dược khác tại Việt Nam

Tên thuốc	Công ty	Chỉ định	Dạng bào chế	Tiêu chuẩn nhà máy
BivoEro 150	Công ty CP Dược BV	Ung thư phổi	Viên nén	GMP- WHO
Bigefinib 250		Ung thư phổi	Viên nén	
Nokatip 100 and Nokatip 150		Ung thư phổi	Viên nén	
Umkanib 100 and Umkanib 400		Ung thư máu	Viên nén	
Vikaone	Công ty CP Dược phẩm Trung ương I	Ung thư vú, ung thư dạ dày và ung thư đại trực tràng	Dung dịch tiêm	GMP- WHO
Ustop-F50, Ustop-F20 và Ustop-F10		Ung thư vú và ung thư phổi	Dung dịch tiêm	
Gabapro		Ung thư phổi không phải tế bào nhỏ và ung thư tụy	Bột đông khô pha tiêm	
Eurocristin 150mg, Eurocristin 450mg, Eurocristin 50mg, Eurocristin 20mg		Ung thư buồng trứng, ung thư phổi và ung thư đầu- cổ	Dung dịch đậm đặc để pha truyền tĩnh mạch	
Daunorubicin 20mg		Ung thư máu	Bột đông khô pha tiêm	
Megaprof 50 and Megaprof 100		Ung thư vú	Dung dịch đậm đặc để pha truyền tĩnh mạch	
Fyloris	Công ty CP Dược phẩm SPM	Ung thư vú	Viên nén	GMP- WHO
Albattox 10		Ung thư vú	Viên nén	

Koteles	Công ty TNHH Dược phẩm Đạt Vi Phú	Ung thư vú và ung thư đại trực tràng	Viên nén	GMP- WHO
Vintronas	Công ty CP Dược phẩm Vĩnh Phúc	Ung thư vú	Viên nén	GMP- WHO
A.T Carboplatin	Công ty CP Dược phẩm An Thiên	Ung thư buồng trứng, ung thư phổi và ung thư đầu- cổ	Bột đông khi pha tiêm	GMP- WHO
Capecitabine 150 A.T		Ung thư vú và ung thư đại trực tràng	Viên nén	
Thalidomid 50	Công ty Dược phẩm Trung ương Mediplantex	Ung thư tụy	Viên nén	GMP- WHO
Fluorouracil 250 mg/5ml	Công ty CP Dược phẩm Minh Dân	Ung thư đại trực tràng, ung thư vú, ung thư dạ dày và ung thư tụy	Dung dịch tiêm	GMP- WHO
Amxerein	Liên doanh Meyer-BPC	Ung thư đại trực tràng và ung thư vú	Viên nén	GMP- WHO
UracilSBK 250	Công ty CP Dược phẩm Vidiphar	Ung thư đại trực tràng, ung thư vú, ung thư dạ dày và ung thư tụy	Dung dịch tiêm	GMP- WHO

Nguồn: Bộ Y tế Việt Nam, KISVN Research

Từ bảng trên có thể thấy Công ty CP Dược phẩm Trung ương I (Pharbaco) là đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Bidiphar trên phân khúc thuốc điều trị ung thư: cả hai công ty có cùng loại sản phẩm điều trị thuốc ung thư và dạng bào chế. Tuy nhiên, xét về doanh thu Bidiphar lớn gấp đôi Pharbaco. Hơn nữa, trong khi Bidiphar đang xây dựng 2 nhà máy với tiêu chuẩn cao hơn là GMP- PICs, Pharbaco vẫn chưa có kế hoạch tương tự. Chúng tôi tin tưởng rằng, với những cải tiến này, Bidiphar sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động và lợi thế cạnh tranh. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc đưa 2 nhà máy mới đi vào hoạt động càng sớm càng tốt là đặc biệt quan trọng với Bidiphar nhằm gia tăng sự thống lĩnh thị trường của mình.

Kết quả kinh doanh

Tỷ đồng	2015	2016	n/n (%)	1Q2016	1Q2017	n/n (%)
Doanh thu thuần	1,225	1,385	13	347	343	-1.2
LN gộp	452	509	12.6	143	126	-11.9
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>37.0</i>	<i>36.8</i>		<i>41.2</i>	<i>36.7</i>	
LN hoạt động	128	158	23.4	40	46	15.0
<i>Biên LN hoạt động (%)</i>	<i>10.4</i>	<i>11.4</i>		<i>11.5</i>	<i>13.4</i>	
Chi phí lãi vay ròng	-5	-10		1	-3	
Thu nhập khác	144	0		0	0	
LN ròng	215	141	-34.4	31	39	25.8
<i>Biên LN (%)</i>	<i>17.6</i>	<i>10.2</i>		<i>8.9</i>	<i>11.4</i>	

Năm 2016, doanh thu thuần tăng 13% so với cùng kỳ lên 1.385 tỷ đồng chủ yếu do doanh thu từ mảng thiết bị y tế tăng 23.5% so với cùng kỳ, theo sau là doanh thu dược phẩm với 13.4%.

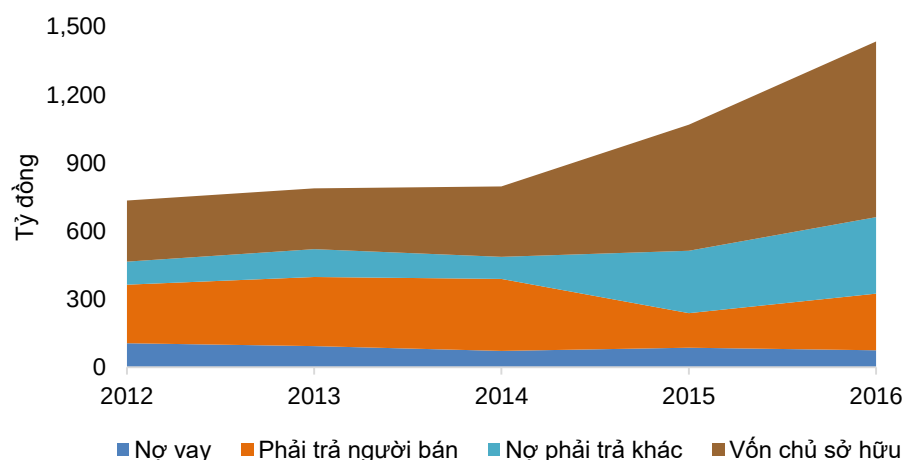
Mặc dù biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ, biên lợi nhuận hoạt động cải thiện lên 11.4% năm 2016 từ 10.4% năm 2015 khi chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm, kéo theo lợi nhuận hoạt động tăng 23.4% so với cùng kỳ lên 158 tỷ đồng.

Lợi nhuận ròng giảm 34.4% so với cùng kỳ xuống 141 tỷ đồng năm 2016 vì không ghi nhận khoản lợi nhuận khác từ Bidiphar 1 như năm 2015. Theo đó, năm 2015, Bidiphar ghi nhận 144 tỷ đồng sau khi sáp nhập và hợp nhất Bidiphar 1. Nếu loại bỏ phần lợi nhuận này, lợi nhuận ròng năm 2016 tăng 40% so với cùng kỳ.

Trong Q1.2017, doanh thu thuần giảm nhẹ, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 22.3% so với cùng kỳ giúp Bidiphar ghi nhận lợi nhuận ròng tăng trưởng ấn tượng với 26% so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu thuần giảm 1% so với cùng kỳ khi doanh thu từ thiết bị y tế giảm 36% so với cùng kỳ xuống 7 tỷ đồng, trong khi doanh thu được phẩm chỉ tăng nhẹ 2%. Sự suy giảm của biên lợi nhuận gộp khi biên lợi nhuận gộp mảng được phẩm giảm (xuống 39.8% trong Q1.2017 từ 43.2% trong Q1.2016) làm lợi nhuận giảm 12% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm 22.3% so với cùng kỳ khi chi phí nhân viên bán hàng giảm. Theo đó, lợi nhuận ròng được ghi nhận ở mức 39 tỷ đồng.

Tình hình tài chính

Biểu đồ 1: Cơ cấu nguồn vốn

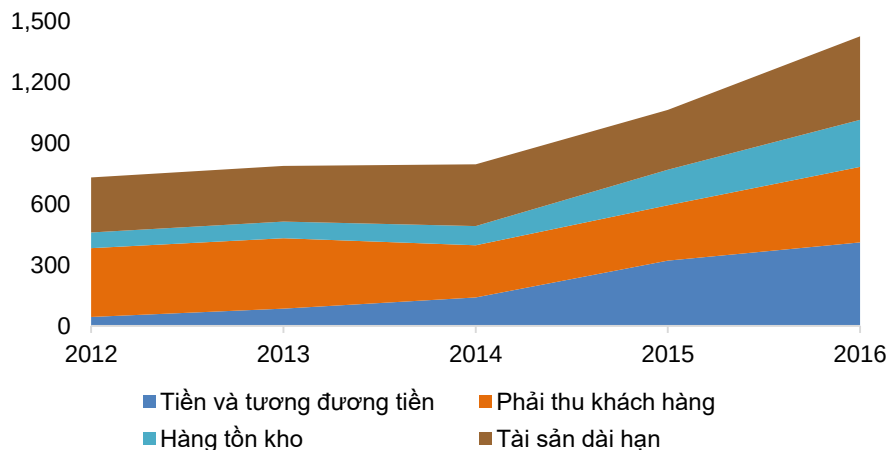


Nguồn: Bidiphar

Cấu trúc nguồn vốn của Bidiphar khá lành mạnh, tỷ trọng của nợ vay giảm xuống từ 14% trong năm 2012 xuống 5.2% năm 2016 nhờ hai đợt phát hành vốn năm 2015 và 2016.

Trong giai đoạn 2012-2014, tỷ trọng của khoản phải trả người bán và vốn chủ sở hữu khá bằng nhau. Tuy nhiên, năm 2015, Bidiphar sáp nhập Bidiphar 1, vốn chủ sở hữu gia tăng đáng kể. Trước năm 2015, Bidiphar là nhà phân phối độc quyền của Bidiphar 1, theo đó do hợp nhất về mặt kế toán sau khi sáp nhập, khoản phải trả người bán giảm đáng kể.

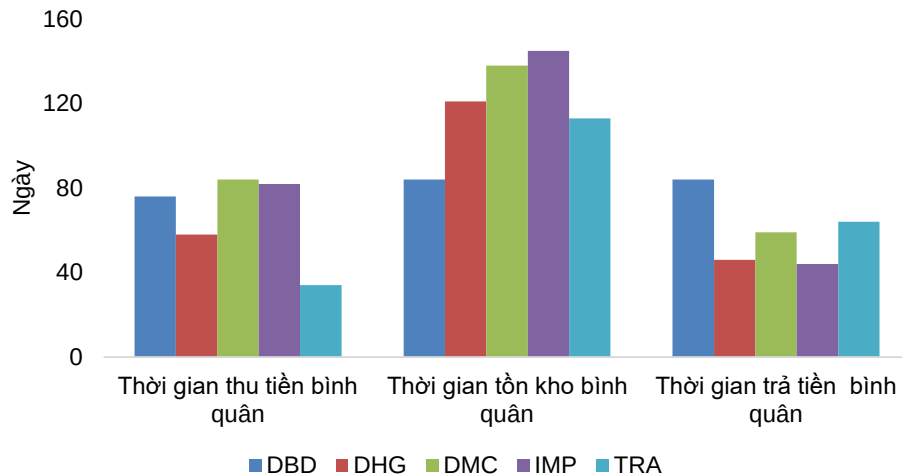
Biểu đồ 2: Cơ cấu tài sản



Nguồn: Bidiphar, KISVN Research

Việc sáp nhập Bidiphar 1 năm 2015 đã làm gia tăng cả tiền, tương đương tiền và hàng tồn kho (cụ thể là thành phẩm), đã làm tăng tỷ trọng của các khoản mục này. Mặc dù hàng tồn kho cao hơn, những khoản mục này chỉ chiếm 16% tổng tài sản trong khi tiền và tương đương tiền chiếm 19% tổng tài sản năm 2016. Nói cách khác, tình hình tài chính cấu Bidiphar khá tốt không có rủi ro tài chính đáng kể.

Biểu đồ 3: Chỉ số quản lý tài sản, 2016



Nguồn: Bidiphar, KISVN Research

Nhìn chung, Bidiphar quản lý tài sản khá hiệu quả hơn các công ty khác trong ngành. Về quản lý khoản phải thu, số ngày thu tiền bình quân của Bidiphar là 76 ngày, thấp hơn Imexpharm (82 ngày) và Domesco (84 ngày) nhưng dài hơn con số này của Công ty CP Dược Hậu Giang (58 ngày) và Traphaco (34 ngày) vì phần lớn doanh thu của Dược Hậu Giang và Traphaco đến từ các nhà thuốc.

Thêm vào đó, Bidiphar cũng có thời gian tồn kho bình quân thấp nhất so với các công ty sản xuất dược phẩm khác. Theo đó, trong khi Bidiphar giữ hàng tồn kho 84

ngày trước khi bán, con số này của Dược Hậu Giang, Domesco, Imexpharm và Traphaco lần lượt là 121 ngày, 138 ngày, 145 ngày và 113 ngày.

Đáng chú ý, thời gian trả tiền bình quân của Bidiphar được ghi nhận ở mức 84 ngày, cao hơn rất nhiều so với Imexpharm và Dược Hậu Giang nhờ vào mối quan hệ với Fresenius Kabi Bidiphar, công ty chiếm 30% khoản phải trả người bán của Bidiphar cuối năm 2016.

Hai nhà máy GMP- PICs

Vì hầu hết sản phẩm của Bidiphar được phân phối qua kênh bệnh viện, hai nhà máy mới với tiêu chuẩn cao hơn đóng vai trò quan trọng trong việc nâng cao tính cạnh tranh của công ty, đặc biệt so với các công ty dược phẩm nước ngoài nhờ vào Luật Dược sửa đổi.

Công suất thiết kế của nhà máy tiêm đông khô và thuốc điều trị ung thư

Sản phẩm	Công suất thiết kế
Thuốc tiêm điều trị ung thư	2,500 lọ/giờ
Thuốc viên điều trị ung thư	5kg/lô
Thuốc tiêm đông khô	36,000-54,000 lọ/ lô (tùy theo cỡ lọ)

Nguồn: Bidiphar

Hiện tại, sản phẩm của Bidiphar được phân loại vào nhóm 3 khi đầu thầu vào bệnh viện trong khi hầu hết các nhà sản xuất nước ngoài với tiêu chuẩn sản phẩm cao hơn như EU- GMP và GMP- PICs được đầu thầu vào nhóm 1 và nhóm 2.

Bidiphar đang hợp tác với Tập đoàn Testa Tây Ban Nha để xây dựng nhà máy thuốc điều trị ung thư và Non- Betalactam với tiêu chuẩn GMP-PICs để công ty có thể đầu thầu vào nhóm 2 với tiêu chuẩn cao hơn, kéo theo biên LN cao hơn.

Phân loại thuốc đầu thầu vào bệnh viện

	EU- GMP hoặc PIC/s- GMP	WHO- GMP do Bộ Y tế Việt Nam cấp	Thành viên ICH và Australia	Ghi chú
Nhóm 1	X		X	Tại cơ sở sản xuất thuộc nước tham gia ICH và Australia
		X	X	Lưu hành tại các nước thành viên của ICH và Australia
Nhóm 2	X			
Nhóm 3		X		
Nhóm 4	Tương đương sinh học			
Nhóm 5	Khác			

ICH: Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người (International Conference on Harmonization)
Nguồn: Bộ Y tế

Tổng mức giá trị đầu tư là khoảng 400 tỷ đồng. Nhà máy đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động năm 2019. Vì Luật Dược sửa đổi, có hiệu lực vào tháng 01.2017, ưu tiên các doanh nghiệp nội trong việc đầu thầu vào kênh bệnh viện, Bidiphar sẽ có lợi thế khi nhờ vào nhà máy đạt chuẩn GMP-PICs và Bidiphar sẽ bắt đầu đầu thầu vào nhóm 2- hiện tại đang bị thống lĩnh bởi các doanh nghiệp ngoại. Hiện tại, hầu hết các sản phẩm thuốc điều trị ung thư được phân loại vào nhóm 1 và nhóm 2 là được nhập khẩu.

Những doanh nghiệp sản xuất thuốc điều trị ung thư tại Nhóm 1 và Nhóm 2

STT	Công ty	Tiêu chuẩn	Đơn vị cấp giấy chứng nhận	Nhóm
1	Samyang Biopharmaceuticals Corporation	PIC/S-GMP	Daejeon Regional Food of Drug Safety, Korea	2
2	Chong Kun Dang Pharmaceutical	PIC/S-GMP	Daejeon Regional Commissioner Food and Drug Administration	2
3	Merck KGaA	EU GMP	German Competent Authority	1
4	Catalent Australia Pty Ltd	PIC/S-GMP	Therapeutic Goods Administration (TGA), Australia	1
5	ILDONG Pharmaceutical Co., Ltd.	PIC/S GMP	Gyeongin Regional Office of Food and Drug Safety, Korea	2
6	Eriochem S.A	PICS GMP	National Administration of Drugs, Foods and Medical Devices (ANMAT), Argentina	2
7	Laboratorio Varifarma S.A.	PICS GMP	National Administration of Drugs, Food and Medical Devices, Argentina (ANMAT)	2
8	GlaxoSmithKline Consumer Healthcare Australia Pty Ltd	PIC/S-GMP	Therapeutic Goods Administration (TGA), Australia	1
9	Remedica Ltd	EU-GMP	Pharmaceutical Services - Ministry of Health, Cyprus	1
10	Apotex Research Private Limited	PIC/S GMP	Therapeutic Goods Administration (TGA), Australia	2
11	Kocak Farma Ilac ve Kimya Sanayi. A.S	EU-GMP	National Authority of Medicines and Health Products (INFARMED), Portugal	2
12	Lipa Pharmaceuticals Ltd	PIC/S-GMP	Australian Therapeutic Goods Administration (TGA)	1
13	PT Dankos Farma	PIC/S-GMP	National Agency for Drug and Food Control (NADFC), Indonesia	2
14	PT Dankos Farma	PIC/S-GMP	National Agency for Drug and Food Control (NADFC), Indonesia	2
16	GlaxoSmithKline Australia Pty Ltd	PIC/S-GMP	Therapeutic Goods Administration (TGA), Australia	1
17	Korea United Pharm. Inc.	PIC/S-GMP	Deajeon Regional Commissioner Food and Drug Administration, MFDS, Korea	2

Nguồn: Cục quản lý Dược Việt Nam

Định giá

Bidiphar đặt mục tiêu kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 1,500 tỷ đồng và 190 tỷ đồng, tương ứng tăng 4% và 8% so với cùng kỳ. Bidiphar ước tính gia tăng sản lượng của một số sản phẩm so với cùng kỳ như sau: nhóm sản phẩm điều trị ung thư tăng trưởng: 102%, nhóm tiêm bột đông khô: 18%, nhóm thuốc bột vi sinh: 40%, nhóm kem mỡ nước: 83%...Bidiphar kỳ vọng sẽ ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc của nhóm thuốc điều trị ung thư sẽ là động lực tăng trưởng chính trong năm 2017.

Với kết quả doanh thu và lợi nhuận Q1.2017 đạt 356 tỷ đồng và 49 tỷ đồng, Bidiphar đã hoàn thành tương ứng 24% và 26% kế hoạch 2017.

Sử dụng phương pháp DCF, chúng tôi định giá mỗi cổ phiếu DBD ở mức giá 43,400 đồng cuối năm 2017 dựa trên các giả định sau:

- Tăng trưởng doanh thu các năm 2017, 2018, 2019, 2020 và 2021 tương ứng là 6%, 6%, 20%, 21% và 19%, với điều kiện là những nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động vào năm 2019 như kế hoạch, kéo theo sự gia tăng doanh thu mảng dược phẩm

- Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 37.0% năm 2017 lên 37.7%, 38.2% và 38.7% năm 2019, 2020 và 2021 khi giá bán sản phẩm cao hơn nhờ việc đấu thầu vào nhóm 2 từ năm 2019

Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021
FCFF	137	143	200	281	378
COE (%)	15	15	15	15	15
WACC (%)	15	15	15	15	15
Giá trị hiện tại FCF 2017-2021	30				
Tốc độ tăng trưởng bền vững	5%				
Giá trị hiện tại giai đoạn tăng trưởng bền vững	1,930				
Định giá DCF trên mỗi cổ phần (VND)	43,400				

Báo cáo công ty- DBD- TĂNG TỶ TRỌNG

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH DBD	Giá TT: 37.2k	Giá MT: 43.4k	Vốn hóa: 1,949 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017E	2018E
Doanh thu thuần	1,225	1,385	1,473	1,563
Tăng trưởng (%)	7	13	6	6
GVHB	773	876	929	988
Biên LN gộp (%)	36.9	36.8	37.0	36.8
Chi phí BH& QLDN	324	351	373	396
EBITDA	167	192	208	216
Biên lợi nhuận (%)	13.6	13.8	14.1	13.8
Khấu hao	39	34	37	37
Lợi nhuận từ HĐKD	128	158	171	179
Biên LN HĐKD (%)	10.4	11.4	11.6	11.4
Chi phí lãi vay ròng	-6	-11	-7	-12
Khả năng trả lãi vay(x)	-23.0	-15.0	-24.4	-13.1
Lãi/lỗ khác	140.4	7.4	8.7	8.7
Thuế	59	34	37	40
Thuế suất hiệu dụng (%)	21.6	19.6	20.0	20.0
Lợi nhuận ròng	215	141	149	159
Biên lợi nhuận (%)	17.5	10.2	10.1	10.2
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LN cho công ty mẹ	215	141	149	159
Số lượng CP (triệu)	42	52	52	52
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,508	2,431	2,565	2,736
Tăng EPS (%)	167	-46	6	7
Cổ tức (VND)	1,000	1,000	1,500	1,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	12	26	61	55

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2015	2016	2017E	2018E
Vòng quay phải thu (x)	4.82	4.82	4.82	4.82
Vòng quay HTK (x)	5.75	4.32	4.32	4.32
Vòng quay phải trả (x)	1.93	1.88	1.88	1.88
Thay đổi vốn lưu động	109	20	11	11
Capex	42	115	180	265
Dòng tiền khác	-90	28	65	65
Dòng tiền tự do	193	12	61	-15
Phát hành cp	0	126	0	0
Cổ tức	27	37	79	79
Thay đổi nợ ròng	-166	-101	21	93
Nợ ròng cuối năm	-234	-335	-314	-221
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,720	1,619	1,640	1,733
Tổng VCSH	309	554	622	703
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	309	554	622	703
Giá trị sổ sách/cp (VND)	7	11	12	13
Nợ ròng / VCSH (%)	-76%	-60%	-50%	-31%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.4	-1.7	-1.51	-1.02
Tổng tài sản	796	1,068	1,157	1,330

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2015	2016	2017E	2018E
ROE (%) <i>(không gồm lợi ích CĐ thiểu số)</i>	74	33	25	24
ROA (%)	27	15	13	13
ROIC (%)	26.6	14.3	12.9	12.1
WACC (%)	15.0	15.0	15.0	15.0
PER (x)	8.3	15.3	14.5	13.6
PBR (x)	5.1	3.5	3.1	2.8
PSR (x)	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	10.3	8.4	7.9	8.0
EV/sales (x)	1.6	1.4	1.3	1.3
Suất sinh lợi cổ tức (%)	2.7	2.3	4.2	4.0

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy, CFA
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ
thuật**

Nguyễn Kim Quang
(+84 8) 3914 8585 (x1461)
quang.nk@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.