

NGÀNH DƯỢC PHẨM

Ngày 12 tháng 06 năm 2020

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC – TRANG THIẾT BỊ Y TẾ BÌNH ĐỊNH
HSX: DBD
Nguyễn Vũ Cương

Chuyên viên phân tích

Email: cuongnv2@fpts.com.vn

Tel.: (+84) 24 3773 7070 – Ext.: 4309

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc phân tích đầu tư

Giá thị trường (12/06/2020)
47.800
Khuyến nghị
Giá mục tiêu
48.000
BÁN
Chênh lệch
+0,35%
DUY TRÌ THỊ PHẦN ETC NHỜ THUỐC TRỊ UNG THƯ, ĐỊNH HƯỚNG ĐẦU THẦU NHÓM 1 VÀ 2 BỊ TRÌ HOÃN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **DBD – Công ty Cổ phần Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định**, niêm yết trên sàn HSX. Sử dụng các phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của một cổ phiếu DBD là 48.000 VNĐ/cp, cao hơn 0,35% so với giá đóng cửa ngày 12/06/2020. Do doanh nghiệp đang đối mặt với áp lực cạnh tranh cao ở kênh đấu thầu, trong khi triển vọng đạt chuẩn EU-GMP của các dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư bị trì hoãn tới ít nhất giai đoạn 2021-2022, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu DBD cho mục tiêu ngắn và trung hạn.

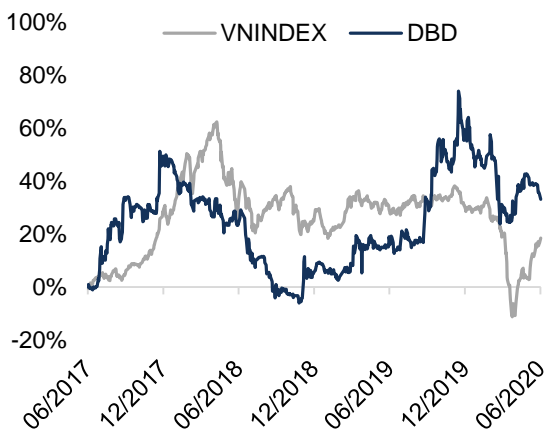
RỦI RO ĐẦU TƯ

► **Các dòng thuốc điều trị ung thư của DBD nằm ở nhóm thầu có tỷ trọng tiêu thụ thấp.** Với tiêu chuẩn dây chuyền sản xuất WHO-GMP, các thuốc điều trị ung thư của DBD được đấu thầu ở nhóm 3-5 kênh ETC. Tuy nhiên, giá trị thuốc điều trị ung thư ở các nhóm này chỉ chiếm ~10% nhu cầu cho thuốc điều trị ung thư tại các bệnh viện. ~90% giá trị tiêu thụ thuốc điều trị ung thư đến từ các dòng thuốc được sản xuất với chất lượng cao hơn như EU-GMP hoặc tương đương, nằm ở các nhóm thầu thuốc biệt dược gốc và nhóm thuốc generic 1-2.

► **Các dòng thuốc khác của DBD trên kênh đấu thầu như các thuốc nhóm tiêu hóa, tim mạch, hô hấp, v.v. gặp khó khăn do áp lực cạnh tranh về giá,** nguyên nhân do thị phần các nhóm thầu 3-5 tương đối phân mảnh với sự tham gia của khoảng 180 doanh nghiệp trong nước có dây chuyền sản xuất đạt WHO-GMP.

► **Doanh thu từ kênh OTC của DBD có xu hướng giảm sút.** Trong giai đoạn 2018-2019, doanh thu bán lẻ của DBD đạt 137,7 tỷ đồng (-58,0% yoy) do doanh nghiệp chịu ảnh hưởng nặng bởi các chính sách pháp lý thắt chặt việc bán thuốc kháng sinh ở kênh bán lẻ từ năm 2017 trong khi kháng sinh là thế mạnh của DBD.

► **90% giá trị nguyên liệu dược phẩm phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu và có xu hướng tăng giá,** nguyên nhân bởi giá API nhập từ Trung Quốc tăng sau khi nhiều nhà máy sản xuất nguyên liệu dược phẩm tại đây đóng cửa do (i) không đạt tiêu chuẩn sản xuất trong giai đoạn 2017-2018 và (ii) chịu ảnh hưởng từ dịch bệnh COVID-19 trong Q1 2020.

Diễn biến giá cổ phiếu DBD và VNINDEX

Thông tin giao dịch tại ngày 12/06/2020

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	47.800
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	62.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	40.200
Số lượng CP niêm yết (nghìn cp)	52.379
Số lượng CP lưu hành (nghìn cp)	52.379
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	32.965
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.503,7
EPS trailing (VNĐ/cp)	2.640,4
P/E trailing	18,1x

Thông tin doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định
Địa chỉ	498 Nguyễn Thái Học, TP. Quy Nhơn, tỉnh Bình Định
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm
Lợi thế cạnh tranh	Vị thế tốt của nhóm thuốc điều trị ung thư ở nhóm 3-5 kênh ETC
Rủi ro chính	Biến động tăng giá nguyên liệu dược phẩm

Cơ cấu cổ đông tại ngày 12/06/2020

Cổ đông nội bộ	15,8%
Quỹ Đầu tư & Phát triển Bình Định	13,3%
Khác	70,9%

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

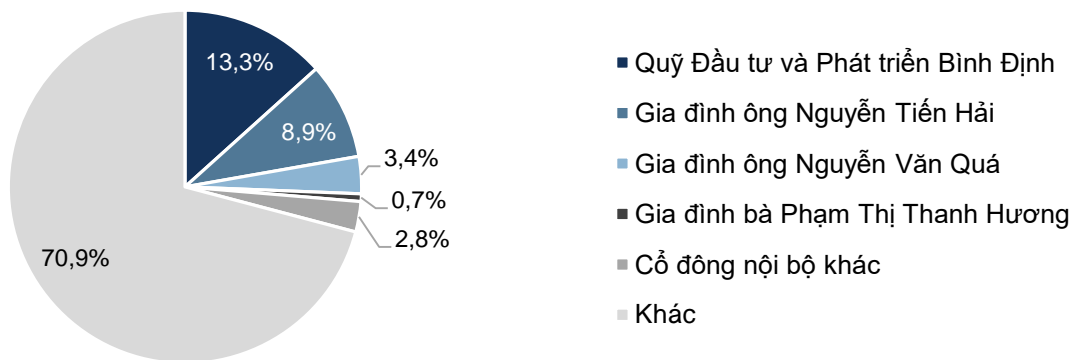
Tiến độ lắp đặt và xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP cho các dây chuyền thuốc điều trị ung thư mới tại nhà máy Bidiphar CNC. Các dây chuyền này được kỳ vọng sẽ giúp DBD mở rộng quy mô sản xuất các dòng thuốc điều trị ung thư và tham gia đấu thầu ở nhóm 1 và 2 kênh ETC. Tuy nhiên, việc đưa các dây chuyền này vào sản xuất thương mại bị trì hoãn từ tháng 03/2020 do dịch bệnh COVID-19 hạn chế việc di chuyển của các chuyên gia vận hành từ nhà cung cấp nước ngoài tới Việt Nam. Ngoài ra, do DBD chưa tìm được đối tác xét duyệt EU-GMP cho các dây chuyền này, định hướng tham gia đấu thầu các sản phẩm thuốc điều trị ung thư của DBD ở nhóm 1-2 sẽ chưa thực hiện được trong ngắn hạn.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển

- 1976** Xí nghiệp Dược phẩm II Nghĩa Bình được thành lập, chuyên sản xuất thuốc từ cám gạo, cao xoa, dầu cá.
- 1995** Hợp nhất với CT Dược Vật tư Y tế Bình Định, trở thành Công ty Dược – Trang Thiết bị Y tế Bình Định.
- 1997** Sản xuất các loại thuốc tiêm và dung dịch truyền kháng sinh.
- 2003** Bắt đầu sản xuất thuốc tiêm theo công nghệ đông khô.
- 2006** Mở rộng sản xuất, đầu tư vào mảng kháng sinh, các sản phẩm vitamin và dung dịch thẩm phân máu.
- 2010** Bắt đầu sản xuất thuốc điều trị ung thư.
- 2017** Hợp tác với Tập đoàn Dược phẩm Kyorin (Nhật Bản) và được chuyển giao kỹ thuật nghiên cứu in-vitro⁽¹⁾.
- 2018** Chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh với mã giao dịch DBD.

2. Cơ cấu cổ đông tại ngày 12/06/2020



Cổ đông nội bộ sở hữu khoảng 15,8% cổ phần DBD, trong đó:

- Gia đình ông Nguyễn Tiến Hải (thành viên HĐQT) nắm giữ 8,9% cổ phần DBD. Hiện là Tổng Giám đốc Công ty Cổ phần Tập đoàn Kim Tín, một doanh nghiệp hoạt động đa ngành, ông Nguyễn Tiến Hải mới được bổ nhiệm làm thành viên HĐQT của DBD từ tháng 04/2019 và không nằm trong Ban Giám đốc của DBD.
- Ông Nguyễn Văn Quá và gia đình sở hữu 3,4% cổ phần DBD. Ông Nguyễn Văn Quá công tác tại DBD từ năm 1983, làm Tổng Giám đốc DBD trong giai đoạn tháng 01/2009 – tháng 04/2019 và nắm giữ cương vị Chủ tịch HĐQT DBD trong giai đoạn năm 2014 – nay.
- Bà Phạm Thị Thanh Hương và gia đình sở hữu 0,7% cổ phần DBD. Bà là Phó Giám đốc Sở Y tế Bình Định và Sở Nội vụ Bình Định trong giai đoạn 2001 – 2009 và được bổ nhiệm làm Phó Tổng Giám đốc DBD trong giai đoạn 2009 – 2019. Từ tháng 04/2019 tới nay, bà kế nhiệm ông Nguyễn Văn Quá làm Tổng Giám đốc DBD.

Quỹ Đầu tư và Phát triển Bình Định sở hữu 13,3% cổ phần DBD, đã hoàn thành việc xác định giá khởi điểm và dự định rút toàn bộ vốn tại DBD trong năm 2020. DBD cũng nói tỷ lệ tối đa nước ngoài có thể sở hữu từ 49% lên 100% vào tháng 04/2020. Tuy nhiên, tính tới tháng 05/2020, chưa có thay đổi nào trong cơ cấu các cổ đông lớn của DBD.

⁽¹⁾ **In-vitro**: Phương pháp nghiên cứu vi sinh vật, tế bào và các phân tử sinh học ở điều kiện phòng thí nghiệm.

3. Công ty con và công ty liên kết

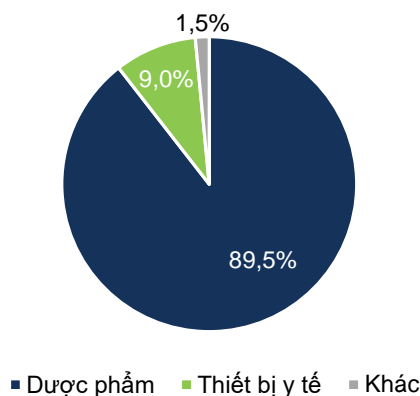
Tên công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH Bidiphar Công nghệ cao	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm	100%
Công ty TNHH Bidiphar Betalactam	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm	100%
Công ty TNHH Bidiphar Non-Betalactam	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm	100%
Công ty TNHH MTV Thương mại Bidiphar	Kinh doanh dược phẩm	100%
Công ty Cổ phần Cao su Bidiphar	Trồng và khai thác mủ cao su	33,58%

03 công ty con là của DBD Công ty TNHH Bidiphar Công nghệ cao, Công ty TNHH Bidiphar Betalactam và Công ty TNHH Bidiphar Non-Betalactam đã được sát nhập vào DBD theo Nghị quyết số 59/NQ-ĐHĐCĐ ngày 06/01/2020. Các thủ tục pháp lý về việc sát nhập dự kiến sẽ hoàn tất trong Q2 2020.

Công ty TNHH MTV Thương mại Bidiphar vừa được DBD thành lập vào tháng 02/2020 với mục đích phân phối dược phẩm cho các bên thứ ba.

4. Ngành nghề kinh doanh

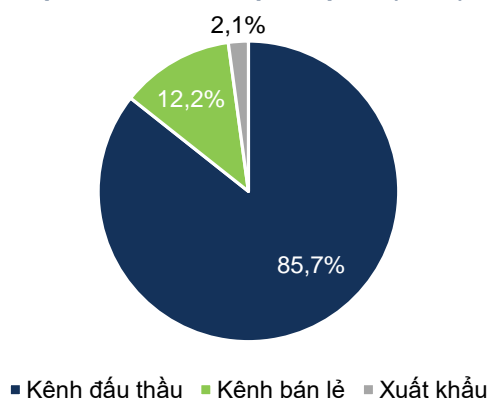
Cơ cấu doanh thu theo ngành nghề kinh doanh (2019)



Hoạt động sản xuất và kinh doanh dược phẩm là nguồn doanh thu chính của DBD và chiếm ~89,5% doanh thu thuần, trong đó sản phẩm chủ lực là các dòng thuốc kháng sinh và các dòng thuốc điều trị ung thư, chiếm khoảng 56,1% doanh thu mảng dược phẩm.

Hoạt động sản xuất và phân phối thiết bị y tế của DBD, chiếm ~9,0% doanh thu thuần, gồm việc sản xuất và kinh doanh các loại máy giặt và sấy công nghiệp, tủ vi khí hậu, bếp sắc thuốc, lò đốt rác thải y tế, hệ thống cung cấp khí sạch, v.v. Một số khách hàng lớn của DBD gồm Sở Y tế Bình Định, Công ty TNHH ĐTPT Kỹ thuật Đông Nam, và Ban Quản lý Dự án ĐTXD trực thuộc Sở Y tế tỉnh Kiên Giang.

Cơ cấu doanh thu mảng dược phẩm theo kênh phân phối (2019)

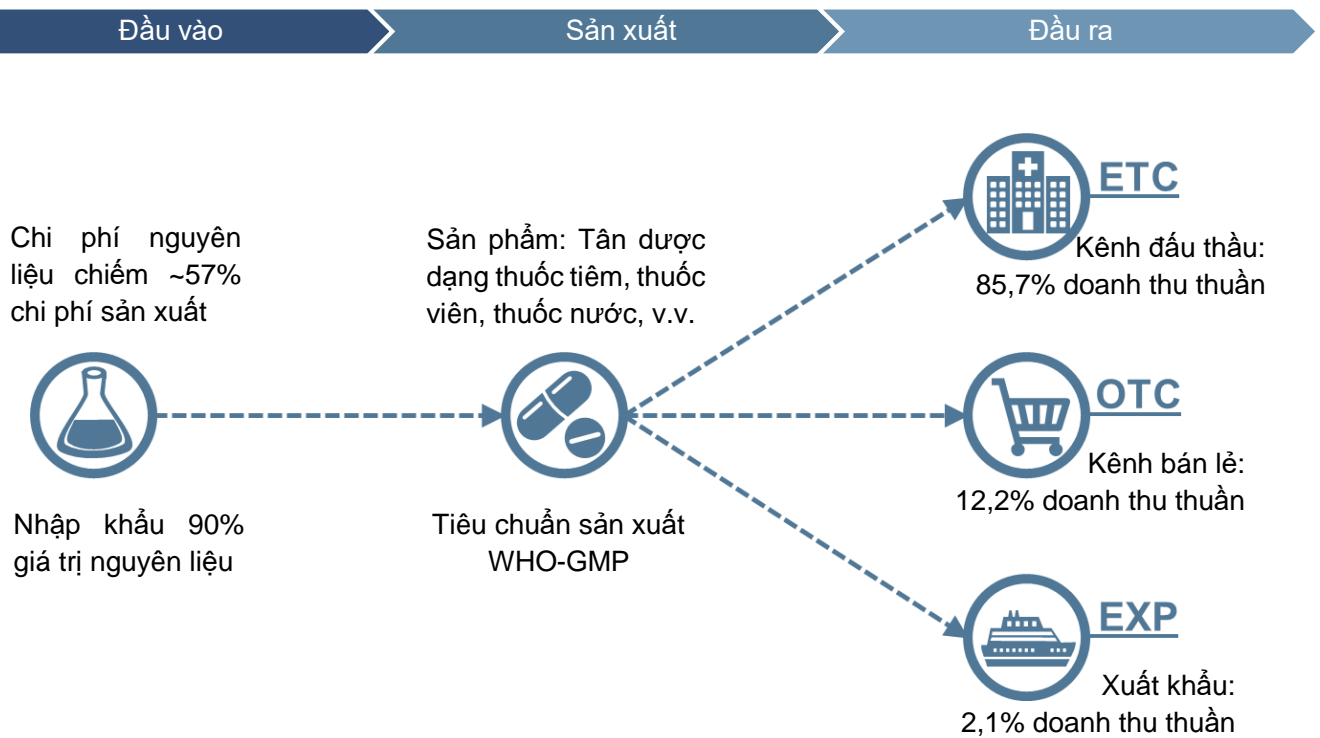


Các hoạt động khác chiếm tỷ trọng chỉ khoảng ~1,5% doanh thu, bao gồm việc phân phối nguyên liệu sản xuất và dịch vụ bảo trì các thiết bị y tế đã bán của DBD. Các nguyên liệu sản xuất DBD kinh doanh bao gồm: nút cao su, ống thủy tinh, chai nhựa và các loại bao bì như nhãn hộp, hộp, màng nhôm, nhựa PVC. Một số khách hàng mua vật liệu của DBD gồm Công ty DSM Ấn Độ và Công ty APC.

Các sản phẩm ở mảng Dược phẩm được DBD phân phối trong nước qua kênh ETC (đấu thầu vào các bệnh viện và cơ sở y tế) và kênh OTC (bán lẻ tại các nhà thuốc và quầy thuốc) với doanh thu chiếm tỷ trọng lần lượt 85,7% và 12,2% mảng dược phẩm (năm 2019). Ngoài ra, DBD cũng xuất khẩu tới Lào, Cam-pu-chia và Mông Cổ (chiếm ~2,1% doanh thu mảng dược phẩm).

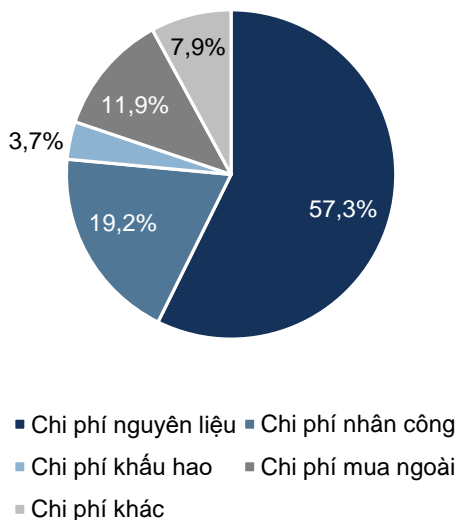
B. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH DOANH NGHIỆP

1. CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP



2. ĐẦU VÀO: Rủi ro tăng giá nguyên liệu do phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

Cơ cấu chi phí sản xuất của DBD, 2019



Nguồn: DBD

Tất cả các nguyên liệu dược phẩm của DBD đều đạt tiêu chuẩn Dược điển⁽²⁾ của Châu Âu, Mỹ, Anh Quốc, Việt Nam hoặc tiêu chuẩn riêng của một số nhà sản xuất tại Ý.

Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn ở khoảng 57,3% tổng chi phí sản xuất của DBD, trong đó giá trị nguyên liệu nhập khẩu chiếm khoảng 90%.

Các nguyên liệu nhập khẩu chủ yếu gồm 2 loại hoạt chất chính (API – Active Pharmaceutical Ingredients) là:

- Thành phần dược phẩm hoạt động mạnh (HP API⁽³⁾): là nguyên liệu chính cho các thuốc điều trị ung thư. **DBD phụ thuộc vào nguồn cung có giá thành cao từ châu Âu và châu Mỹ** vì chưa có nguồn cung thay thế đảm bảo được chất lượng hơn hay giá rẻ hơn từ các nước như Trung Quốc hay Ấn Độ. ([xem thêm](#)).
- Thành phần dược phẩm hoạt động thường: được DBD sử dụng cho các loại thuốc giảm đau, hạ sốt, kháng sinh, tiêu hóa, hướng thần kinh, v.v. Các hoạt chất này chủ yếu được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ.

⁽²⁾ **Dược điển (Pharmacopeia):** Bộ tiêu chuẩn về chất lượng và đặc tính của các loại hoạt chất sử dụng trong ngành dược.

⁽³⁾ **HP API(s) – Highly Potent Active Pharmaceutical Ingredient(s):** Hoạt chất dược phẩm tạo ra tác dụng dược lý cực cao, mang một trong những đặc điểm sau: (i) có tác dụng sinh học chỉ với mức $\leq 150 \mu\text{g/kg}$ khối lượng cơ thể, (ii) có giới hạn phơi nhiễm nghề nghiệp (Occupational Exposure Limit – OEL: giới hạn nồng độ chất chấp nhận được trong không khí) $\leq 10 \mu\text{g/m}^3$ không khí, (iii) có thể ức chế một số enzymes, gây ung thư, đột biến gen, dị tật hoặc ngộ độc ở liều thấp, hoặc (iv) một (hợp) chất mới mà độc tính và tác dụng chưa được kiểm định.

Rủi ro tăng giá nguyên liệu dược phẩm do thiếu hụt nguồn cung:

- Các nhà máy sản xuất nguyên liệu dược phẩm từ Trung Quốc bị siết tiêu chuẩn: nhằm thắt chặt chất lượng sản xuất các hoạt chất dược phẩm và quy định xử lý chất thải, Cục Quản lý Dược và Thực phẩm Trung Quốc (CFDA) và Bộ Bảo vệ Môi trường Trung Quốc (MEP) đã đóng cửa các nhà máy sản xuất nguyên liệu dược phẩm không đạt yêu cầu về chất lượng sản xuất và tiêu chuẩn chất thải. Các nhà máy còn lại phải chịu thêm mức thuế xử lý chất thải mới từ năm 2018.
- Chuỗi cung ứng nguyên liệu đứt gãy đột ngột trong Q1 2020 do dịch bệnh COVID-19:
 - Tại Trung Quốc: nhiều thành phố bị phong tỏa, dẫn tới nhiều nhà máy sản xuất APIs tạm ngừng hoạt động. Tuy một số nhà máy mở cửa trở lại nửa cuối tháng 02/2020, giá một số hoạt chất tăng do nhu cầu tăng cao sau thời gian thiếu hụt trong quý 1.
 - Tại Ấn Độ: Do phụ thuộc vào nguồn cung nguyên liệu thô từ Trung Quốc, các nhà sản xuất nguyên liệu dược phẩm ở Ấn Độ cũng bị ảnh hưởng. Ấn Độ tạm ngừng xuất khẩu API một số loại kháng sinh, giảm đau-hạ sốt và vitamin trong Q1 2020. Đầu tháng 04/2020, Ấn Độ đã dỡ bỏ lệnh hạn chế xuất khẩu với hầu hết các hoạt chất này, trừ paracetamol (thuộc nhóm hoạt chất giảm đau-hạ sốt).

3. SẢN XUẤT: Tiêu chuẩn WHO-GMP tương đồng không mang lợi thế cạnh tranh
Các phân xưởng và dây chuyền sản xuất của DBD

DBD sở hữu 01 nhà máy sản xuất dược phẩm tại trụ sở chính ở TP. Quy Nhơn, tỉnh Bình Định, gồm 07 phân xưởng sản xuất với 12 dây chuyền đạt chuẩn WHO-GMP. Nhà máy của DBD sản xuất ~400 loại sản phẩm thuộc 20 nhóm điều trị khác nhau.

Phân xưởng	Sản phẩm	Công suất	Công suất hoạt động ⁽⁴⁾ / Công suất thiết kế	% Doanh thu ETC
Thuốc tiêm đông khô	Thuốc tiêm, dịch truyền điều trị ung thư và thuốc tiêm kháng sinh	24 triệu lọ/năm	47,6%	18,7%
Thuốc tiêm bột		35 triệu lọ/năm	90,4%	42,7%
Thuốc viên beta-lactam	Viên nén, viên nang kháng sinh nhóm Penicillin và Cephalosporin	500 triệu viên/năm	14,1%	12,3%
Thuốc viên non-beta-lactam	Viên nén, viên nang, viên bao phim, v.v. các dòng hô hấp, tiêu hóa, tim mạch, v.v.	1 tỷ viên/năm	22,6%	15,6%
Thuốc dạng kem-mỡ-nước	Thuốc nhỏ mắt-mũi, kem bôi da, si-rô, dung dịch sát trùng, v.v.	36 triệu lọ/năm	8,1%	8,4%
Thuốc dạng viên nang mềm	Viên nang Đông dược, thực phẩm chức năng, thuốc đạ hạ sốt	-	-	2,0%
Thuốc bột vi sinh	Thuốc bột, cốm dòng tiêu hóa	-	-	0,2%

Nguồn: DBD, Bộ Y tế

⁽⁴⁾ Sản lượng và giá trị các sản phẩm trúng thầu năm 2019 theo các phân xưởng của DBD được ước tính dựa trên công bố của Bộ Y tế về kết quả trúng thầu thuốc năm 2019. Kết quả này chưa bao gồm các sản phẩm ở kênh bán lẻ và sản phẩm xuất khẩu của DBD (chiếm ~14,3% doanh thu mảng dược phẩm của doanh nghiệp).

Các dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và dịch truyền là các dây chuyền chủ lực

Phân xưởng thuốc tiêm đông khô và thuốc tiêm bột gồm các dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư, thuốc kháng sinh beta-lactam và thuốc non-beta-lactam. Các dây chuyền này được xây dựng độc lập và tự động hóa từ khâu xử lý, khử trùng chai, lọ đến khâu đóng thuốc, đậy nút, khăn nắp.

Doanh thu các sản phẩm thuốc tiêm và dịch truyền từ các dây chuyền này chiếm ~61,4% doanh thu từ kênh ETC của DBD. Khoảng 90% giá trị các sản phẩm tại 02 phân xưởng này thuộc nhóm thuốc điều trị ung thư và thuốc kháng sinh. Các công nghệ chính được áp dụng trong khâu sản xuất thuốc tiêm và dịch truyền gồm công nghệ cách ly, công nghệ vô trùng và công nghệ đông khô ([xem thêm](#)).

Tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP không tạo lợi thế cạnh tranh

Việc so sánh hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm chủ yếu dựa trên tiêu chuẩn sản xuất do tiêu chuẩn có ảnh hưởng trực tiếp tới đầu ra ở kênh đấu thầu của doanh nghiệp ([Thông tư 15/2019/TT-BYT](#)):

- **WHO-GMP:** Tiêu chuẩn tối thiểu, yêu cầu bởi Bộ Y tế Việt Nam. Tất cả ~180 doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước đều đạt WHO-GMP và đủ tiêu chuẩn đấu thầu vào nhóm 3-5.
- **EU-GMP, Japan-GMP:** Tiêu chuẩn khắt khe hơn, thời gian và vốn đầu tư cao hơn. Chỉ [12 doanh nghiệp](#) sản xuất trong nước đạt các chuẩn này và được đấu thầu vào nhóm 1-2. ([xem thêm](#))

Các dây chuyền đang hoạt động tại nhà máy ở trụ sở chính của DBD đều đạt WHO-GMP, dự kiến sẽ tiếp tục được tái xét duyệt tiêu chuẩn WHO-GMP khi hết hạn trong năm 2020. Các sản phẩm từ các dây chuyền này được DBD định hướng phục vụ cho việc đấu thầu ở các nhóm 3-5 và chịu áp lực cạnh tranh cao về giá thầu với ~180 doanh nghiệp sản xuất trong nước khác.

Định hướng xây dựng thêm dây chuyền thuốc tiêm và thuốc viên tiêu chuẩn EU-GMP

Với định hướng mở rộng khả năng đấu thầu sang các nhóm 1-2, DBD đang xây mới thêm các dây chuyền thuốc tiêm và thuốc viên đạt chuẩn EU-GMP và hướng vào nhóm thuốc điều trị ung thư.

Dây chuyền	Vốn đầu tư	Công suất dự kiến	Tiêu chuẩn dự kiến	Tiến độ xây dựng
Dây chuyền thuốc tiêm điều trị ung thư	301,8 tỷ đồng	1,8 triệu lọ/năm	<ul style="list-style-type: none"> • WHO-GMP • EU-GMP 	<ul style="list-style-type: none"> • Hoàn thành xây dựng và lắp đặt; chuyên gia vận hành từ nước ngoài chưa sang do dịch COVID-19.
Dây chuyền thuốc viên điều trị ung thư	(40% vốn tự có, 60% vốn vay)	2 triệu viên/năm		<ul style="list-style-type: none"> • Hoàn thành xây dựng nhà xưởng. • Tiến độ lắp đặt dây chuyền chậm do việc kiểm thử dây chuyền từ nhà cung cấp ở Trung Quốc bị trì hoãn.

Kế hoạch đưa các dây chuyền mới vào hoạt động thương mại bị trì hoãn do dịch COVID-19

- Dây chuyền thuốc tiêm điều trị ung thư: dự kiến sản xuất thương mại tháng 03/2020. Tuy nhiên, chuyên gia từ nhà cung cấp chưa sang được Việt Nam để kết nối hệ thống và vận hành.
- Dây chuyền thuốc viên điều trị ung thư: dự kiến sản xuất thương mại tháng 06/2020. Tuy nhiên, nhà cung cấp ở Trung Quốc chưa hoàn thành kiểm thử và đánh giá dây chuyền, khiến việc lắp đặt dây chuyền bị trì hoãn.

Do chưa tìm được đối tác để xét duyệt và chứng nhận tiêu chuẩn EU-GMP cho 02 dây chuyền mới, DBD dự kiến sẽ đăng ký tiêu chuẩn WHO-GMP cho các dây chuyền này sau khi hoàn thành việc lắp đặt và vận hành trước tháng 12/2020 để đưa các sản phẩm mới đấu thầu ở nhóm 3-5.

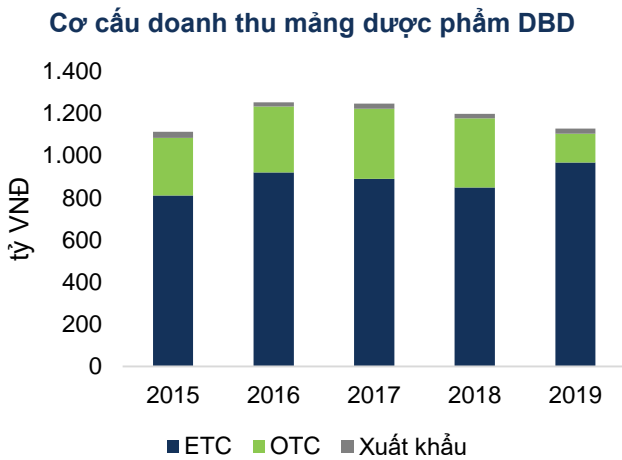
Thời gian ước tính để một doanh nghiệp được chứng nhận EU-GMP kéo dài trung bình khoảng 16-27 tháng. Vì vậy, FPT cho rằng DBD chưa đủ khả năng đưa các sản phẩm thuốc điều trị ung thư tham gia các nhóm thầu 1-2 cho tới ít nhất năm 2022.

Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật tiến độ xây dựng và xét duyệt chuẩn EU-GMP khi có thêm thông tin.

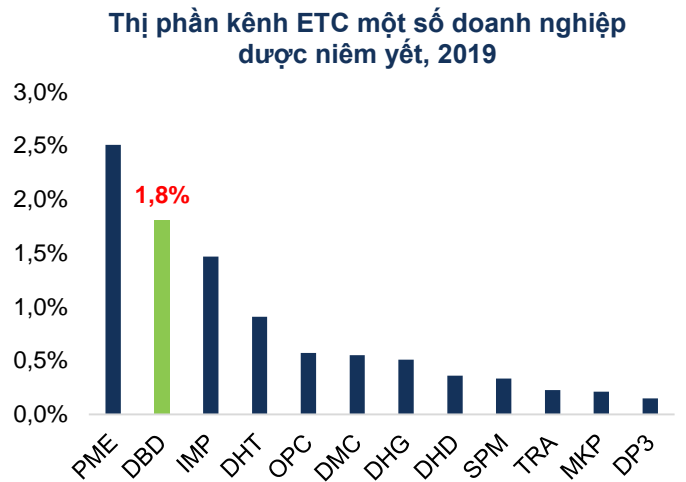
4. ĐÀU RA

4.1.KÊNH PHÂN PHỐI

i. Kênh đấu thầu (ETC) là kênh phân phối chủ lực của DBD



Nguồn: DBD, Bộ Y tế

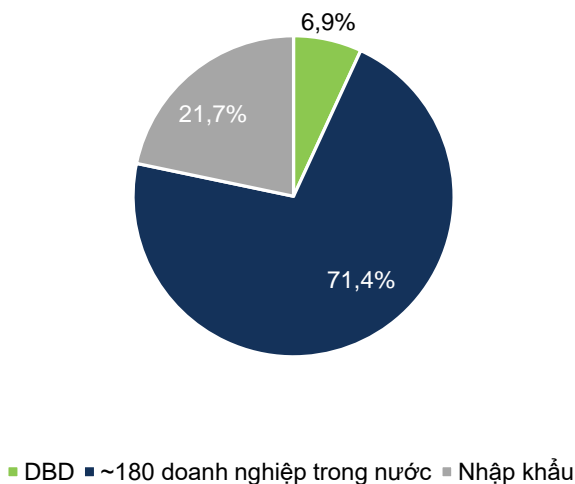


Nguồn: Bộ Y tế

Nguồn doanh thu chính của DBD tới từ kênh đấu thầu với tỷ trọng chiếm ~85,7% doanh thu dược phẩm của DBD. So với một số doanh nghiệp dược phẩm niêm yết khác, giá trị các sản phẩm dược của DBD được tiêu thụ chiếm ~1,8% tổng thị phần kênh ETC. Năm 2019, doanh thu từ kênh ETC của DBD đạt khoảng 966,9 tỷ đồng (+13,9% yoy), chủ yếu đến từ sự tăng trưởng tích cực của nhóm thuốc điều trị ung thư.

ii. Cạnh tranh cao về giá ở các nhóm thầu 3-5 cho sản phẩm đạt WHO-GMP

Thị phần các doanh nghiệp sản xuất đấu thầu tân dược các nhóm 3-5, 2019

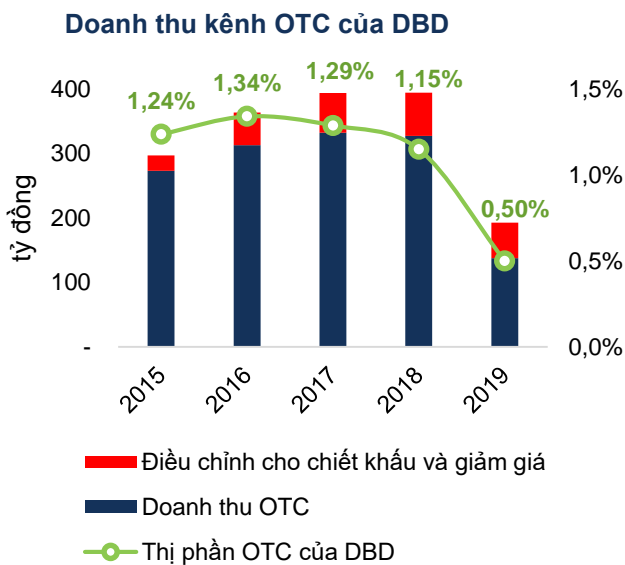


Nguồn: Bộ Y tế

Với tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP, DBD tham gia đấu thầu ở các nhóm 3-5 theo thông tư 15/2019/TT-BYT. Thị phần ở các nhóm thầu này khá phân mảnh với sự tham gia của khoảng 180 doanh nghiệp sản xuất trong nước. Thị phần các sản phẩm nhập khẩu ở các nhóm này tương đối thấp bởi các chính sách pháp lý tạo lợi thế cho sản phẩm được sản xuất trong nước:

- Luật Dược 105/2016/QH13 (Chương II – Điều 7) yêu cầu ưu tiên các nhà thầu nội địa nếu các doanh nghiệp này có khả năng tương đồng với các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài trong việc đáp ứng được chất lượng sản phẩm, giá đấu thầu và khả năng cung cấp.
- Thông tư 03/2019/TT-BYT tăng số lượng hoạt chất ưu tiên đấu thầu cho các doanh nghiệp sản xuất nội địa từ 146 lên 640 hoạt chất.

Chính vì vậy, áp lực cạnh tranh về giá thầu giữa các doanh nghiệp nội địa trong các nhóm thầu 3-5 tương đối cao do các doanh nghiệp này đều cùng phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu (giá vốn tương đồng), cùng tiêu chuẩn sản xuất (WHO-GMP) và cùng chịu ảnh hưởng từ chính sách đấu thầu ưu tiên về giá ([xem thêm](#)).

iii. DBD đang dần mất thị phần trên kênh bán lẻ


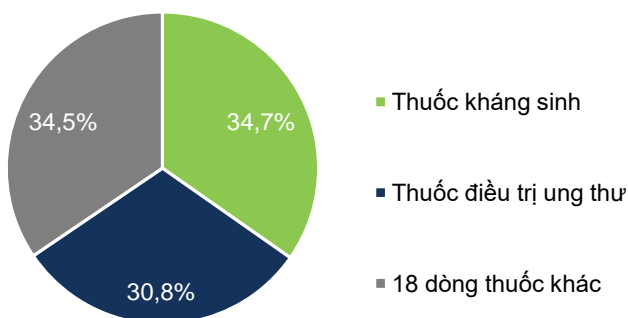
Nguồn: DBD, Bộ Y tế, BMI, FPTS tổng hợp

Doanh thu từ kênh bán lẻ của DBD ước đạt 137,7 tỷ đồng năm 2019 (-58,0% yoy), chiếm 12,2% doanh thu mảng dược phẩm của DBD. Thị phần của DBD ở kênh bán lẻ tiếp tục sụt giảm. Khó khăn trong việc mở rộng thị phần kênh OTC của DBD chủ yếu do **việc bán kháng sinh ở kênh OTC được quản lý chặt chẽ hơn, trong khi kháng sinh là một thế mạnh của DBD**:

- Kháng sinh nằm trong nhóm thuốc kê đơn⁽⁵⁾, chiếm 13,4-18,7% nhu cầu tiêu thụ ở kênh bán lẻ. Việc bán kháng sinh theo đơn ở kênh OTC chưa được thực hiện nghiêm túc; ~88-91% lượng kháng sinh ở kênh OTC được tiêu thụ mà không có đơn.
- Bộ Y tế đặt mục tiêu thuốc kháng sinh bán ở kênh bán lẻ phải đạt 100% có đơn trong năm 2020 để phòng tình trạng kháng kháng sinh (*Quyết định 4041/QĐ-BYT*).

4.2.ĐẦU RA THEO SẢN PHẨM
i. Thuốc điều trị ung thư và thuốc kháng sinh chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu ETC của DBD

Cơ cấu doanh thu từ kênh đấu thầu của DBD, 2019

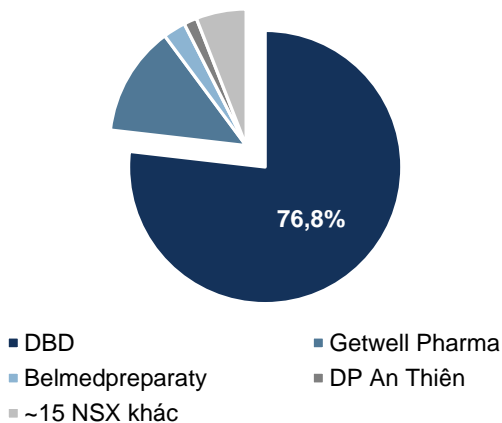


Nguồn: Bộ Y tế

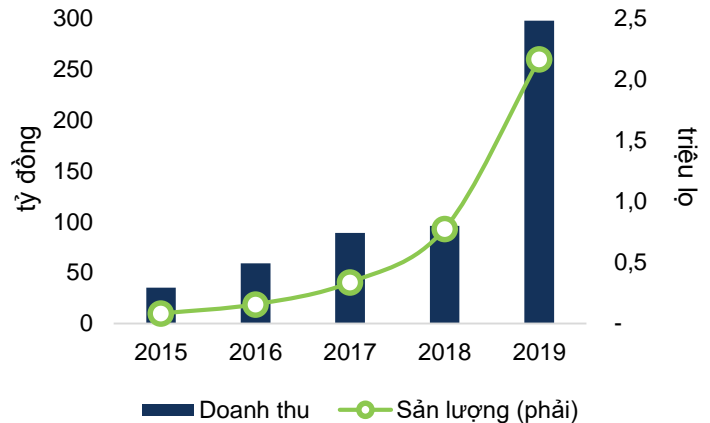
Doanh thu từ các dòng thuốc kháng sinh từ kênh đấu thầu của DBD đạt 335,8 tỷ đồng (+2,5% yoy), chiếm 34,7% giá trị các sản phẩm trúng thầu của DBD năm 2019. Các sản phẩm kháng sinh chủ lực thuộc các nhóm Penicillin và Cephalosporin, có giá trị trúng thầu đạt 230,4 tỷ đồng (+15,5% yoy).

Doanh thu từ các dòng thuốc ung thư ở kênh đấu thầu của DBD (các thuốc hóa trị dạng thuốc tiêm và dịch truyền) đạt 297,7 tỷ đồng (+210,2%), chiếm 30,8% giá trị các sản phẩm trúng thầu của DBD năm 2019. Trong đó, các sản phẩm chủ lực thuộc các nhóm hoạt chất Paclitaxel, Oxaliplatin và Docetaxel (chiếm 48,8% doanh thu thuốc ung thư của DBD). Các nhóm thuốc này được chỉ định điều trị các bệnh ung thư buồng trứng, ung thư vú di căn, ung thư phổi (Paclitaxel), ung thư đại – trực tràng (Oxaliplatin), và ung thư vú, ung thư phổi, ung thư tuyến tiền liệt và ung thư dạ dày (Docetaxel).

⁽⁵⁾ Các thuốc thuộc danh mục thuốc kê đơn khi cấp phát, bán lẻ và sử dụng bắt buộc phải có đơn thuốc. Nếu không sử dụng đúng chỉ định thì có thể nguy hiểm tới sức khỏe, tính mạng (*Luật Dược 105/2016/QH13*).

ii. Thuốc điều trị ung thư của DBD chiếm thị phần lớn trong nhóm thầu các thuốc cùng tiêu chuẩn
Thị phần thuốc điều trị ung thư nhóm 3-5 kênh ETC, 2019


Nguồn: Bộ Y tế

Doanh thu mảng thuốc điều trị ung thư của DBD, 2015-2019


Nguồn: DBD

Với tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP, các thuốc điều trị ung thư của DBD đấu thầu ở các nhóm 3-5. Nhóm thuốc điều trị ung thư của DBD chiếm thị phần lớn ở khoảng 76,8% tổng giá trị các thuốc điều trị ung thư cùng tiêu chuẩn trúng thầu nhóm 3-5. Lợi thế cạnh tranh của DBD gồm:

- Sản phẩm đa dạng với khoảng 17 loại hoạt chất khác nhau, trong khi 90% các doanh nghiệp trong nhóm 3-5 chỉ có 1-3 hoạt chất điều trị ung thư.
- Một số hoạt chất như Epirubicin và Irinotecan chưa có đối thủ cạnh tranh do chỉ DBD sản xuất và trúng thầu ở các nhóm thầu 3-5.

Lợi thế này của DBD đến từ khả năng đáp ứng được các yêu cầu về pháp lý trong việc sản xuất thuốc điều trị ung thư generic⁽⁶⁾:

Yêu cầu pháp lý trong sản xuất thuốc generic (Thông tư 32/2018/TT-BYT):

- Sở hữu dữ liệu nghiên cứu tập hợp từ các công trình nghiên cứu công bố trong y văn.
- Cung cấp dữ liệu nghiên cứu tương đương sinh học và dữ liệu lâm sàng của thuốc có cùng hoạt chất đã/đang lưu hành tại nước sở tại được chủ sở hữu cấp phép sử dụng.

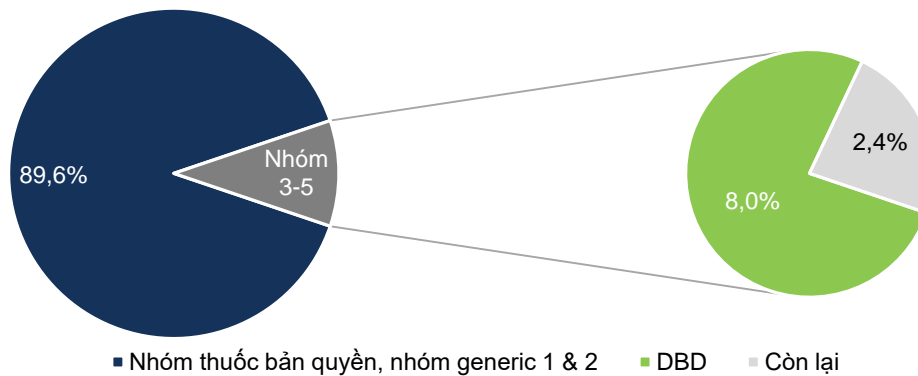
Trước năm 2008, các doanh nghiệp Việt Nam chưa sản xuất được thuốc điều trị ung thư do chưa sở hữu đầy đủ dữ liệu lâm sàng về các hoạt chất hóa trị có độc tính cao⁽⁷⁾.

Hướng đi của DBD vào năm 2008 là tiếp cận với các nguồn dữ liệu nghiên cứu các hoạt chất điều trị ung thư:

- Tiên phong trong việc đầu tư vào các dây chuyền sản xuất thuốc tiêm truyền dạng đông khô và trong việc nghiên cứu, tổng hợp các dự án nghiên cứu cấp Nhà nước về các hoạt chất điều trị ung thư generic.
- Được Bộ Khoa học – Công nghệ hỗ trợ cả về nguồn vốn nghiên cứu và nguồn dữ liệu nghiên cứu.
- Hợp tác với Fresenius Kabi (Đức), một doanh nghiệp dược phẩm có thế mạnh ở các thuốc đặc trị dạng dịch tiêm truyền. Fresenius Kabi sở hữu một công ty con tại Ấn Độ chuyên nghiên cứu và sản xuất thuốc điều trị ung thư là Fresenius Kabi Oncology Ltd.

⁽⁶⁾ Thuốc được sản xuất từ cùng API với thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh) sau khi các thuốc phát minh đã hết hạn được bảo hộ bản quyền. Các thuốc Generic có giá thấp hơn và có thể khác thuốc phát minh ở dạng bào chế, màu, mùi, v.v.

⁽⁷⁾ Các hoạt chất điều trị ung thư có độc tính cao, ngăn chặn các giai đoạn khác nhau trong quá trình hình thành tế bào. Do đó, trong khi tiêu diệt tế bào ung thư, thuốc hóa trị cũng làm tổn thương tế bào thường.

Các thuốc điều trị ung thư tiêu chuẩn WHO-GMP chưa chiếm giá trị sử dụng cao ở Việt Nam:
Cơ cấu giá trị thuốc điều trị ung thư trúng thầu, 2019


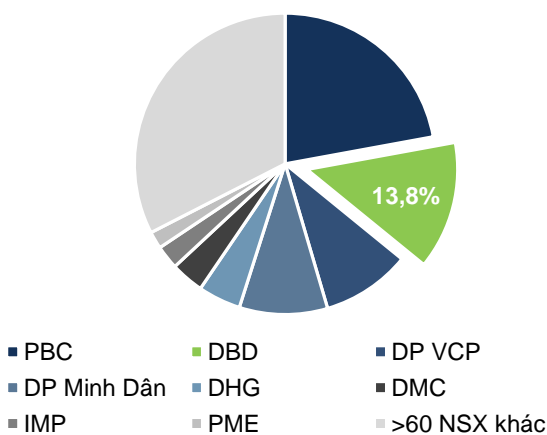
Nguồn: Bộ Y tế

Các thuốc điều trị ung thư chất lượng cao và được sản xuất với tiêu chuẩn EU-GMP là các sản phẩm chiếm thị phần lớn nhất, đạt 3.351,5 tỷ đồng năm 2019 (+167,7% yoy). Các sản phẩm này thuộc các nhóm biệt dược gốc (thuốc còn hạn bảo hộ bản quyền) và các nhóm thuốc generic 1-2, được nhập khẩu từ các nhà sản xuất như Actavis Italy S.P.A. (Ý), Ebewe Pharma (Áo), Fresenius Kabi Oncology Ltd. (Ấn Độ), Hospira Australia Pty. Ltd. (Úc), v.v.

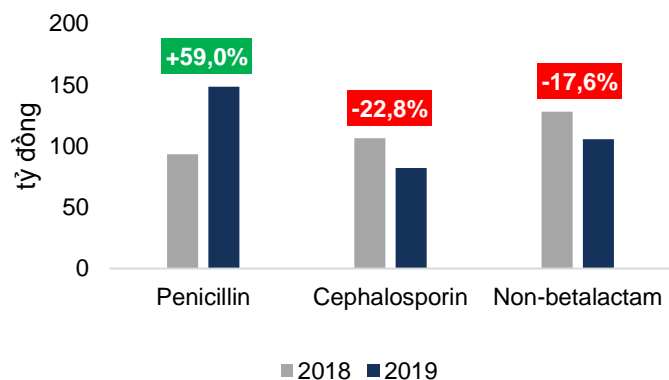
Giá trị các thuốc điều trị ung thư trúng thầu ở các nhóm 3-5 đạt 387,5 tỷ đồng năm 2019 và chiếm tỷ trọng thấp ở khoảng 10,4% tổng giá trị các thuốc điều trị ung thư, trong đó các sản phẩm của DBD chiếm ~8% giá trị thuốc điều trị ung thư tại các bệnh viện trên cả nước.

Định hướng tham gia nhóm thầu cao cấp của DBD bị gián đoạn:

Nhận thấy tiềm năng ở các nhóm thầu thuốc 1-2 và các ưu tiên pháp lý cho sản phẩm được sản xuất trong nước, DBD đang xây mới thêm 02 dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và thuốc viên điều trị ung thư với chuẩn EU-GMP. Tuy nhiên do chưa tìm được đối tác xét duyệt EU-GMP, định hướng đấu thầu nhóm thuốc điều trị ung thư ở nhóm 1-2 của DBD sẽ chưa được thực hiện trong ngắn hạn.

iii. Nhóm thuốc kháng sinh của DBD tăng trưởng chậm
Thị phần thuốc kháng sinh nhóm 3-5 kênh ETC, 2019


Nguồn: Bộ Y tế

Doanh thu các sản phẩm kháng sinh trúng thầu của DBD, 2018-2019


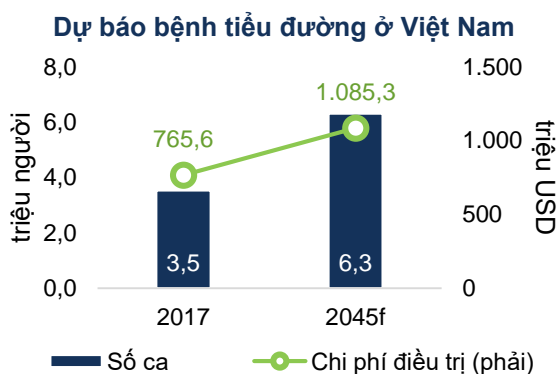
Nguồn: Bộ Y tế

Thị phần thuốc kháng sinh đấu thầu ở nhóm 3-5 kênh ETC phân mảnh do số lượng tham gia lớn của ~180 doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP. Thị phần thuốc kháng sinh của DBD chiếm ~13,8% tổng giá trị kháng sinh trúng thầu nhóm 3-5 năm 2019.

Doanh thu mảng kháng sinh ở kênh ETC của DBD đạt ~335,7 tỷ đồng (+2,5% yoy) năm 2019 nhờ sự tăng trưởng doanh thu tích cực (+59,0% yoy) từ các kháng sinh nhóm Penicillin⁽⁸⁾ như Augbidil, Bipisyn và Tazopelin. Trong khi đó, doanh thu từ các kháng sinh nhóm Cephalosporin⁽⁹⁾ đạt ~82,0 tỷ đồng (-22,5% yoy), chủ yếu do các thuốc viên Cephalosporin thế hệ 1 như Bicefdox và Bifradin dần ít được sử dụng hơn trong điều trị ([xem thêm](#)).

Tiêu thụ các kháng sinh ở kênh bệnh viện đang dần có xu hướng tăng trưởng chậm lại, nguyên nhân do việc sử dụng kháng sinh dần được kiểm soát chặt chẽ hơn trong bối cảnh kháng sinh bị lạm dụng dẫn tới tình trạng kháng kháng sinh ở Việt Nam. Giá trị thuốc kháng sinh ở kênh bệnh viện giảm khoảng 16,3% trong giai đoạn 2018-2019. Do vậy, chúng tôi đánh giá tốc độ tăng trưởng mảng thuốc kháng sinh của DBD sẽ giảm dần theo xu hướng tiêu thụ kháng sinh chung trên kênh đầu thầu.

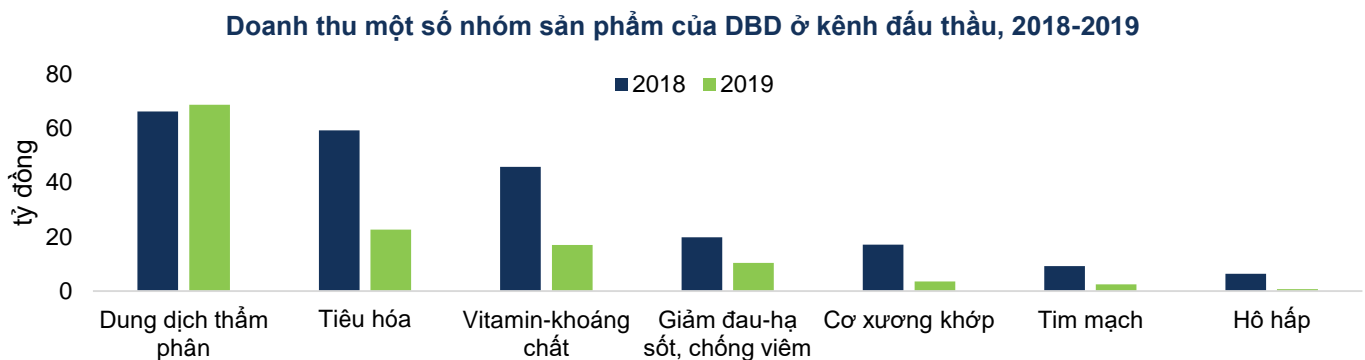
iv. Triển vọng mới từ nhóm thuốc điều trị tiểu đường



Nguồn: Bộ Y tế

Tuy chưa chiếm tỷ trọng cao (~5,3% doanh thu kênh đầu thầu của DBD), doanh thu các dòng thuốc điều trị tiểu đường của DBD như Glibenclamid, Gliclazid và Metformin đạt 51,8 tỷ đồng năm 2019, tăng trưởng hơn 30 lần so với năm 2018 do xu hướng tăng của các ca mắc tiểu đường. Số người mắc tiểu đường được dự báo sẽ tăng gấp đôi từ 3,5 triệu người (2017) lên 6,3 triệu người (2045f) tại Việt Nam, dẫn tới sự tăng trưởng về chi phí điều trị bệnh tiểu đường ở Việt Nam từ 765,6 triệu USD (2017) lên 1.085,3 triệu USD (2045f) ([xem thêm](#)).

v. Các nhóm đặc trị khác gặp áp lực cạnh tranh cao về giá



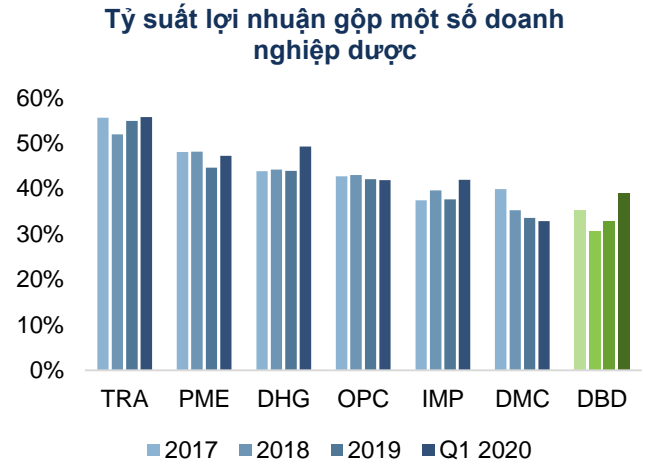
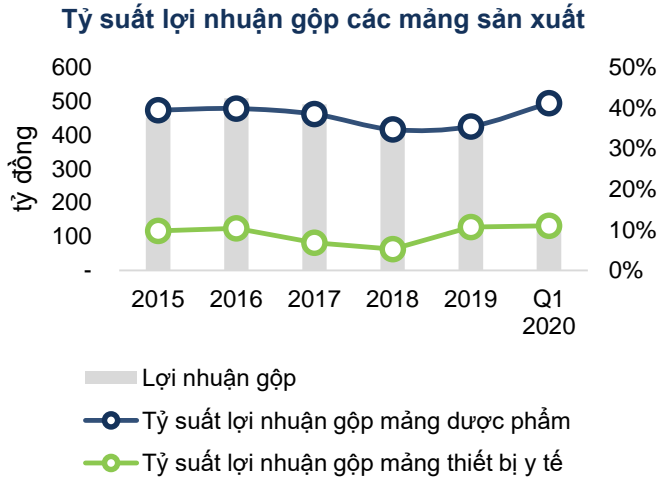
Nguồn: Bộ Y tế

Doanh thu các nhóm thuốc đặc trị còn lại của DBD trên kênh đầu thầu như các thuốc điều trị bệnh tiêu hóa, tim mạch, hô hấp đạt 333,5 tỷ đồng (-21,4% yoy). Nguyên nhân chính khiến doanh thu các nhóm thuốc này sụt giảm do thị phần các nhóm thuốc đặc trị ở kênh đầu thầu ngày càng phân mảnh với sự tham gia của hàng trăm doanh nghiệp trong và ngoài nước đạt chuẩn WHO-GMP với lợi thế thuộc về các doanh nghiệp có sản phẩm giá thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng DBD tiếp tục gặp khó khăn trong việc cạnh tranh với các sản phẩm tương đồng khác trên kênh đầu thầu.

(8, 9) **Penicillin** và **Cephalosporin** là 02 nhóm kháng sinh thuộc dòng beta-lactam (công thức hóa học chứa cấu trúc amid vòng 04 cạnh), chiếm tổng cộng ~70% lượng kháng sinh sử dụng mỗi năm ở Việt Nam, tính bằng đơn vị liều dùng trung bình duy trì giả định mỗi ngày (Defined Daily Dose (DDD) = (Số lượng * Hàm lượng) / Liều khuyến nghị mỗi ngày).

C. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

1. Biến động lợi nhuận gộp do ảnh hưởng từ giá nguyên liệu



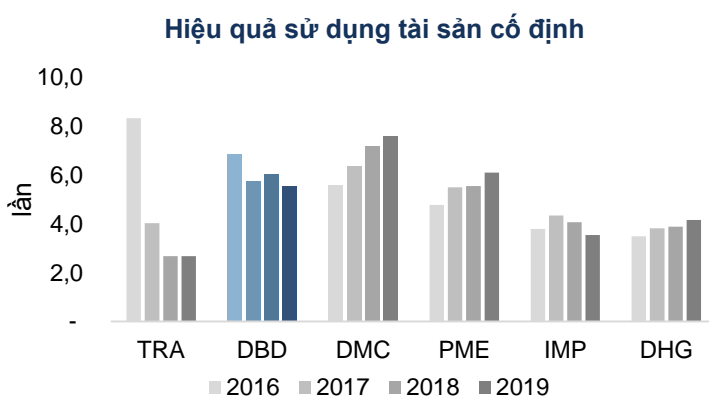
Nguồn: DBD

Nguồn: DBD

Tỷ suất lợi nhuận gộp của DBD đạt 32,8% năm 2019, tương đối thấp so với một số doanh nghiệp sản xuất dược phẩm khác ở Việt Nam, nguyên nhân do:

- Nguyên liệu HP API cho các thuốc điều trị ung thư và kháng sinh mạnh có giá thành lớn, được nhập từ các nguồn cung cao cấp từ Châu Âu và Châu Mỹ như Chemische Fabrik Berg GmbH (Đức), Phyton Biotech Ltd. (Canada), Teva Czech Industries (CH Séc), v.v. DBD có từ 1-2 nhà cung cấp khác nhau cho mỗi loại hoạt chất, tuy nhiên hầu như chưa có nhà cung cấp từ các nước có chi phí sản xuất rẻ hơn như Trung Quốc hay Ấn Độ.
- Chi phí nguyên liệu cho các API khác được nhập từ Trung Quốc và Ấn Độ tăng ~8,4% từ năm 2017 khi Trung Quốc bắt đầu đóng cửa các nhà máy sản xuất nguyên liệu không đạt chất lượng.
- Nguyên liệu mảng thiết bị y tế có giá thành cao và biến động mạnh do các công nghệ cốt lõi đều phụ thuộc vào các nguồn nhập khẩu cao cấp như phần mềm và CPU từ PLC Siemens (Đức), cảm biến áp suất từ Autonics (Hàn Quốc), áp kế từ WIKA (Đức), v.v.

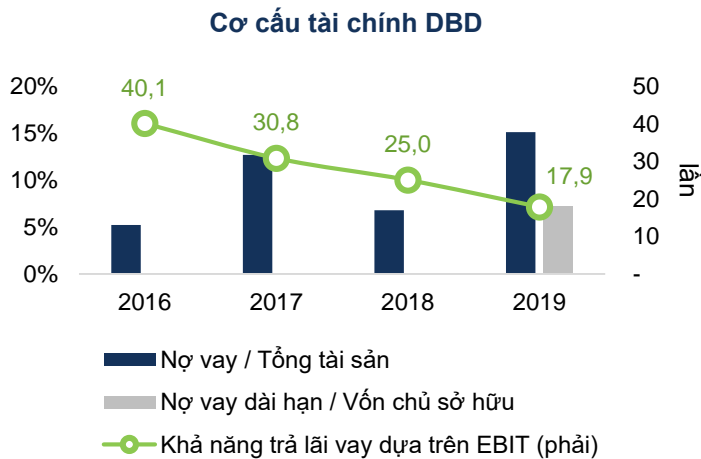
2. Hoạt động nhà máy mới bị trì hoãn, giảm hiệu quả sử dụng tài sản cố định



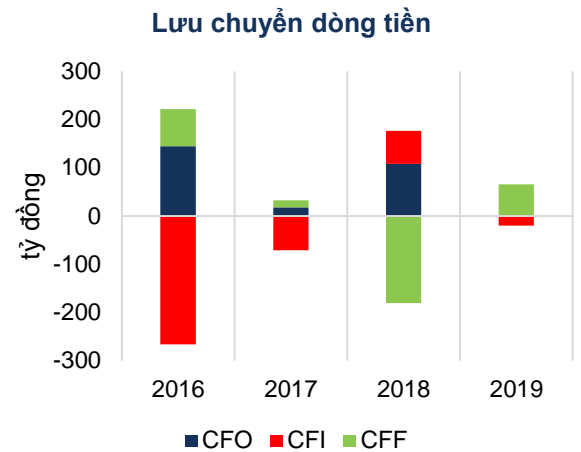
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp

Dịch bệnh COVID-19 nhìn chung đang làm gián đoạn quá trình đăng ký tiêu chuẩn EU-GMP của các nhà máy đang đợi xét duyệt. Do đó, so với các doanh nghiệp có nhà máy hoạt động ổn định như DHG và DMC, hiệu quả sử dụng tài sản cố định của các doanh nghiệp sở hữu nhà máy mới đang trong quá trình hoàn thiện hoặc nâng cấp và đang đợi xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP như DBD, IMP và TRA đều có xu hướng giảm (trừ PME do doanh nghiệp chưa hạch toán giá trị nhà máy mới từ tài sản xây dựng cơ bản dở dang).

3. Cơ cấu nợ vay tăng do đầu tư vào dây chuyền sản xuất



Nguồn: DBD

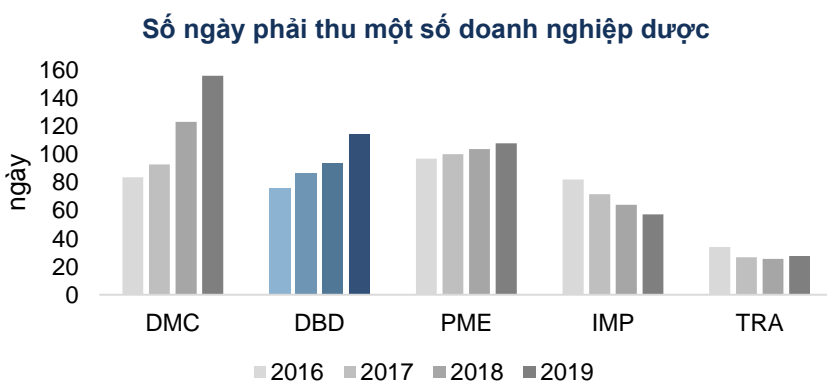


Nguồn: DBD

Tỷ lệ vay nợ của DBD tăng mạnh năm 2019 đến từ các khoản vay ngân hàng ngắn hạn và khoản vay dài hạn Quỹ Đầu tư Phát triển tỉnh Bình Định khoảng 65,5 tỷ đồng. Các khoản vay này nhằm phục vụ mục đích đầu tư vào việc (i) xây dựng nhà xưởng và lắp đặt các thiết bị máy móc tại các phân xưởng thuốc tiêm bột và thuốc viên điều trị ung thư tại nhà máy Bidiphar CNC và (ii) bảo trì, nâng cấp phân xưởng thuốc viên nhóm non-beta-lactam. Việc sử dụng các khoản vay này được thể hiện qua sự suy giảm của dòng tiền cho hoạt động đầu tư trong các khoản mua sắm, xây dựng tài sản cố định.

Mặc dù các khoản vay tăng lên đột biến năm 2019, tỷ lệ nợ vay vẫn ở mức tương đối an toàn, chỉ chiếm 15% tổng tài sản. Khả năng trả lãi vay của DBD (dựa trên EBIT) ở mức ~17,9 lần cho thấy doanh nghiệp vẫn có khả năng thanh toán được các khoản chi phí lãi vay.

4. Rủi ro bị khách hàng chiếm dụng vốn



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTIS tổng hợp

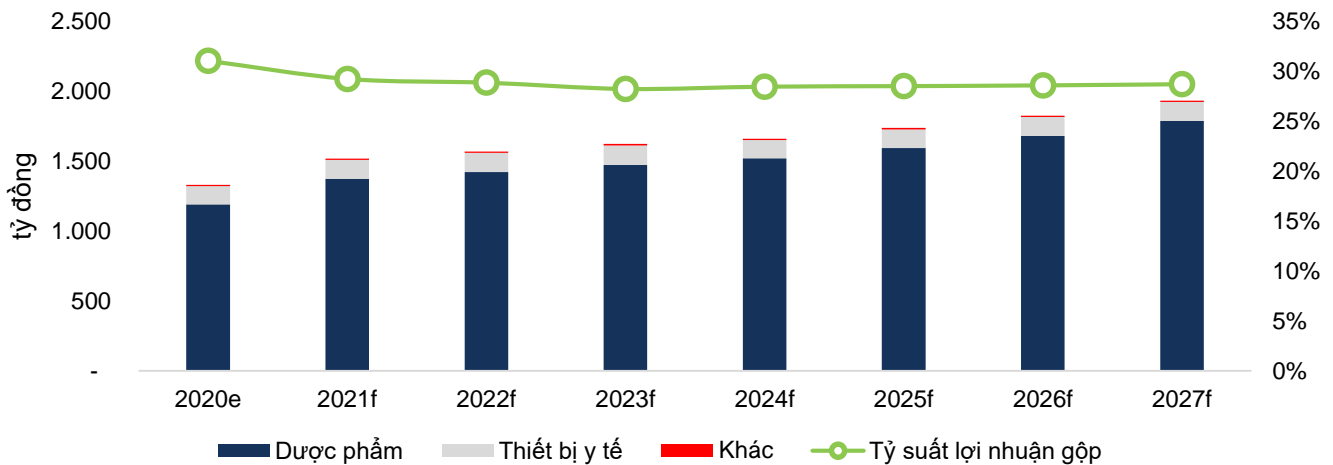
So với một số doanh nghiệp tương đồng khác, số ngày phải thu của DBD ở mức tương đối cao và có xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2016-2019.

Trong giai đoạn doanh nghiệp đang xây dựng nhà máy mới, cần vốn đầu tư và phải đi vay nợ, khả năng thu hồi nợ từ khách hàng của DBD giảm dần, cho thấy khả năng quản lý công nợ chưa tốt của doanh nghiệp.

D. DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của DBD, chúng tôi đưa ra dự phóng về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2020e-2027f như sau:

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp DBD, 2020e-2027f



Kết quả dự phóng về doanh thu, giá vốn và các chi phí dựa trên các giả định sau:

- Doanh thu các dòng thuốc đặc trị ở kênh đấu thầu tăng trưởng đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 5,2% trong giai đoạn 2020e-2027f, chiếm tỷ trọng ~88,8% doanh thu mảng dược phẩm. Động lực tăng trưởng chính của các sản phẩm ở kênh đấu thầu đến từ các thuốc điều trị ung thư với tốc độ tăng trưởng bình quân 11,6%, trong đó:
 - FPTS giả định các dây chuyền sản xuất thuốc tiêm điều trị ung thư mới của DBD hoàn thành quá trình xét duyệt WHO-GMP trong Q4 2020 như DBD dự kiến, đi vào sản xuất thương mại và các sản phẩm bắt đầu trúng thầu các nhóm 3-5 trong Q4 2020. Với thời gian hoạt động chậm hơn nửa năm so với dự kiến, chúng tôi cho rằng dây chuyền thuốc tiêm chỉ sản xuất khoảng 250.000 sản phẩm (đơn vị: lọ), tương đương với ~35-50 tỷ đồng trong năm 2020. Như vậy, trong năm đầu hoạt động, dây chuyền sản xuất thuốc tiêm điều trị ung thư mới tại nhà máy Bidiphar CNC đóng góp vào khoảng 2,4-3,4% kế hoạch doanh thu 2020 của DBD.
 - Do số ca mắc ung thư ở Việt Nam có xu hướng tăng trưởng mỗi năm ở Việt Nam ([xem thêm](#)) và các sản phẩm điều trị ung thư của DBD chiếm thị phần lớn các sản phẩm cùng hoạt chất và tiêu chuẩn sản xuất trong nhóm thầu 3-5, FPTS giả định mức tăng trưởng doanh thu các thuốc điều trị ung thư của DBD ở nhóm 3-5 sẽ gần với tốc độ tăng trưởng 5,3% của số ca mắc ung thư ở Việt Nam giai đoạn 2000-2020e.
 - Từ năm 2022, giả định rằng cả 02 dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và thuốc viên điều trị ung thư tại nhà máy Bidiphar CNC được xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP thành công, FPTS cho rằng doanh thu mảng thuốc điều trị ung thư của DBD sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ khả năng tham gia đấu thầu ở nhóm 1-2 và hưởng lợi thế pháp lý so với các sản phẩm cùng hoạt chất có nguồn gốc nhập khẩu. Tới năm 2027, nhà máy Bidiphar CNC sẽ hoạt động tối đa công suất, mang về doanh thu ước tính 300 tỷ mỗi năm. Tại thời điểm này, DBD sẽ chạy song song các dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư đạt WHO-GMP đấu thầu nhóm 3-5 và các dây chuyền mới đạt EU-GMP đấu thầu nhóm 1-2.
- Nhóm thuốc điều trị tiểu đường tiếp tục tăng trưởng tích cực, đạt ~61,2 tỷ đồng vào năm 2027, tương ứng tốc độ tăng trưởng bình quân 2,1%, tương đương với số ca mắc được phát hiện mới mỗi năm ở Việt Nam được dự báo bởi Bộ Y tế.
- Chúng tôi giả định DBD không phát triển thêm sản phẩm thuốc đặc trị nào mang tính đột phá trên kênh đấu thầu. Các sản phẩm hiện tại gặp khó khăn và không tăng trưởng tích cực do phải đối mặt với áp lực cạnh tranh về giá lớn từ các sản phẩm cùng nhóm thầu 3-5.

- Doanh thu các sản phẩm ở kênh bán lẻ của DBD tăng trưởng chậm ở mức ~2,0% mỗi năm do các chính sách pháp lý siết chặt việc bán thuốc ở kênh OTC, đặc biệt là với các sản phẩm kháng sinh. Giả định chính sách bán hàng và phương pháp phân phối của DBD không đổi, chi phí bán hàng của DBD được kỳ vọng sẽ ở mức ổn định 13,9%-15,6% doanh thu thuần trong giai đoạn 2020e-2027f.
- Tỷ trọng giá vốn có xu hướng tăng do (i) tỷ trọng giá trị nguyên liệu HP API phục vụ việc sản xuất các dòng thuốc điều trị ung thư tăng và (ii) dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP từ năm 2022f sẽ khiến DBD phải sử dụng các nguyên liệu đạt chứng nhận CEP từ các nguồn cung có chi phí cao hơn. Tỷ suất lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2020e-2027f ước tính sẽ dao động ở khoảng 28-32%.
- DBD ít phụ thuộc vào mảng sản xuất thiết bị y tế hơn do giá vốn của mảng này tương đối cao. Doanh thu từ mảng sản xuất và kinh doanh thiết bị y tế luôn giữ tỷ trọng ở mức dưới 10% doanh thu thuần của DBD trong giai đoạn 2020e-2027f.

E. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá DBD sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 90:10. Giá trị cổ phiếu DBD theo 02 phương pháp có mức bình quân là 48.000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 0,35% so với giá đóng cửa ngày 12/06/2020. Do doanh nghiệp đang đối mặt với áp lực cạnh tranh cao ở cả kênh đấu thầu và kênh bán lẻ, trong khi triển vọng đạt chuẩn EU-GMP của các dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư ở kênh đấu thầu bị trì hoãn tới ít nhất giai đoạn 2021f-2022f, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu DBD cho mục tiêu ngắn và trung hạn. Chúng tôi sẽ cập nhật trong các báo cáo sau khi có những thay đổi ảnh hưởng tới ngành dược và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		90%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	49.200	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	49.000	
2	Phương pháp so sánh		10%
	So sánh P/E	37.600	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	48.000	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	10,2%	Phần bù rủi ro	8,3%
Chi phí sử dụng nợ 2019	5,60%	Hệ số Beta	0,8
Chi phí sử dụng VCSH 2019	11,8%	Tăng trưởng dài hạn	1,50%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 07 năm	3,6%	Thời gian dự phóng	8 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	2.809.894.034.701
(+) Tiền	709.014.100
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	241.844.086.931
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.568.758.961.870
Số cổ phiếu lưu hành	52.379.000
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	49.000

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	2.576.968.166.534
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	49.200

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Doanh nghiệp	Mã	Vốn hóa (tỷ)	Giá trị DN (tỷ)	NI (tỷ)	P/E
Công ty CP Dược phẩm Imexpharm	IMP	2.736,1	2.698,7	167,2	16,4x
Công ty CP Pymepharco	PME	4.710,7	4.650,4	326,8	14,4x
Công ty CP xuất nhập khẩu Y tế Domesco	DMC	1.798,9	1.518,1	225,3	8,0x
Công ty CP TRAPHACO	TRA	2.383,4	2.320,3	166,4	14,3x
Trung bình					14,2x
Công ty CP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD	2.503,7	2.632,7	138,3	18,1x

F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD (tỷ đồng)	2019	2020e	2021f	2022f
Doanh thu thuần	1.261,7	1.329,8	1.374,6	1.421,2
- Giá vốn hàng bán	846,9	917,1	972,7	1.011,1
Lợi nhuận gộp	414,8	412,8	401,8	410,1
- CP bán hàng	169,9	182,1	181,4	191,2
- CP quản lí DN	84,1	87,8	85,1	86,3
Lợi nhuận HĐKD	160,8	142,9	135,3	132,6
Lãi/(lỗ) HĐTC	8,9	6,2	8,4	8,5
Lợi nhuận khác	0,2	0,3	0,2	0,2
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	169,9	149,3	143,9	141,4
- CP lãi vay	10,3	15,9	15,0	14,1
LN trước thuế	159,6	133,4	128,9	127,2
- Thuế TNDN	31,8	27,3	26,1	25,6
LN sau thuế	142,2	120,6	117,2	116,1
EPS (đồng)	2.444	2.302	2.238	2.216

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020e	2021f	2022f
Tiền đầu năm	92,6	138,2	5,9	108,6
LN sau thuế CT mẹ	142,2	120,6	117,2	116,1
+ Khấu hao	27,9	76,0	60,1	51,2
+ Điều chỉnh	14,5	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	-136,9	-33,9	4,4	-70,5
Tiền từ HĐKD	-1,0	28,7	199,7	96,0
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) đầu tư	130,4	0	0	0
+ Các HĐ đầu tư khác	-149,6	-103,7	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-19,3	-103,7	0	0
+ Cổ tức đã trả	-78,5	-78,6	-78,6	-78,6
+ Tăng (giảm vốn)	144,4	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	-10,3	-10,5	6,0
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	30,5	-8,0	-16,0
+ Các HĐ tài chính khác	0	0	0	0
Tiền từ HĐ tài chính	65,9	-57,3	-97,0	-88,5
Tổng lưu chuyển tiền tệ	45,6	-132,2	102,7	7,5
Tiền cuối năm	138,2	5,9	108,6	116,1

ĐKKT	2019	2020e	2021f	2022f
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	138,2	5,9	108,6	116,1
+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	113,9	216,8	184,5	171,7
+ Các khoản phải thu	445,1	473,8	485,5	506,2
+ Hàng tồn kho	313,0	328,0	357,2	366,1
+ Tài sản ngắn hạn khác	18,6	10,1	11,3	11,9
Tổng tài sản ngắn hạn	1.028,8	1.034,7	1.147,1	1.172,1
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	502,1	666,8	770,5	770,5
+ Khấu hao lũy kế	-321,8	-395,7	-453,9	503,3
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	180,3	271,2	316,6	267,2
+ Đầu tư tài chính dài hạn	149,8	149,8	149,8	149,8
+ Tài sản dài hạn khác	96,9	94,8	92,9	91,0
+ Xây dựng cơ bản dở dang	164,8	103,7	0	0
Tổng tài sản dài hạn	591,7	619,4	559,3	508,0
Tổng tài sản	1.620,6	1.654,1	1.706,4	1.680,1
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	211,4	204,4	246,5	208,4
+ Vay và nợ ngắn hạn	176,4	166,1	155,6	161,6
+ Nợ ngắn hạn khác	39,6	13,3	12,9	12,8
Nợ ngắn hạn	580,3	553,5	588,1	553,1
+ Vay và nợ dài hạn	65,5	96,0	88,0	72,0
Nợ dài hạn	107,7	138,3	130,3	114,3
Tổng nợ	688,0	691,8	718,3	667,4
+ Vốn điều lệ	523,8	523,8	523,8	523,8
+ LN chưa phân phối	281,8	296,3	308,4	319,5
Vốn chủ sở hữu	913,6	943,4	969,2	993,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	1.620,6	1.654,1	1.706,4	1.680,1

Chỉ số HQ vận hành	2019	2020e	2021f	2022f
Số ngày phải thu	114,0	114,0	114,0	114,0
Số ngày tồn kho	125,6	127,6	128,6	130,6
Số ngày phải trả	85,3	81,4	82,1	81,4
Thời gian lưu chuyển tiền	154,3	160,1	160,4	163,2
COGS / Hàng tồn kho	2,71	2,80	2,72	2,76
Vòng quay tổng tài sản	0,83	0,81	0,82	0,84

Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020e	2021f	2022f
Tỷ suất LN gộp	32,9%	31,0%	29,2%	28,9%
Tỷ suất LNST	11,3%	9,1%	8,5%	8,2%
EBIT / Doanh thu	13,5%	11,2%	10,5%	9,9%
ROA	9,3%	7,4%	7,0%	6,9%
ROE	15,8%	12,9%	12,1%	11,7%

Chỉ số thanh khoản/ Cơ cấu tài chính	2019	2020e	2021f	2022f
CS thanh toán hiện hành	2,79	2,99	2,90	3,04
CS thanh toán nhanh	1,23	1,28	1,34	1,46
CS thanh toán tiền mặt	0,43	0,40	0,50	0,52
Nợ / Tổng tài sản	0,15	0,16	0,14	0,14
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,19	0,18	0,16	0,16
Tổng tài sản / VCSH	0,07	0,1	0,09	0,07
Khả năng trả lãi vay	16,5	9,4	9,6	10,0

G. PHỤ LỤC
1. Một số nhà cung cấp HP API của DBD ([quay lại](#))

HP APIs	Tiêu chuẩn	Nhà sản xuất	Quốc gia
5-Fluorouracil	BP2013/ EP8	Tapi Puerto Rico Inc.	Mỹ
		Chemische Fabrik Berg GmbH	Đức
Acid Folinic	USP38	DSM Nutritional Products Ltd.	Thụy Sĩ
Cisplatin	EP8	Umicore Argentina S.A.	Argentina
		Phyton Biotech LLC	Canada
Docetaxel	EP7	Teva Czech Industries	Cộng hòa Séc
		Synbias Pharma Ltd.	Ukraine
Doxorubicin	EP7	MicroBiopharm Japan Co., Ltd.	Nhật Bản
		Synbias Pharma Ltd.	Ukraine
Etoposid	USP37/ EP8	Sicor Societa Italiana Corticosteroidi S.R.L.	Ý
Irinotecan HCl Tryhydrat	NSX	Olon S.p.A.	Ý
Methotrexat	USP38	Excella GmbH	Đức
		LAB Ofichem	Hà Lan
Oxaliplatin	EP8	Heraeus Precious Metals GmbH & Co. KG	Đức
		Phyton Biotech LLC	Canada
Paclitaxel	USP39	Phyton Biotech LLC	Canada
Vinorelbin	EP8	Minakem High Potent S.A.	Bỉ

Các tiêu chuẩn Dược điển: BP: Dược điển Anh Quốc, EP: Dược điển Châu Âu, USP: Dược điển Hoa Kỳ.

Nguồn: Bộ Y tế

2. Công nghệ sản xuất thuốc tiêm đông khô ([quay lại](#))
a. Công nghệ:

Công nghệ	Mô tả
Công nghệ cách ly (Isolator Technology)	<ul style="list-style-type: none"> Xuất phát từ ngành công nghiệp hạt nhân và dần được ứng dụng vào ngành dược phẩm từ năm 1980, nhằm tạo không gian cách ly giữa người điều chế và hóa chất, chống phơi nhiễm sang người của các hoạt chất có độc tính cao. Thiết bị cách ly ở DBD được doanh nghiệp tự sản xuất từ năm 2017 để thay thế các thiết bị nhập khẩu từ Telstar và Esco Isoclean.
Công nghệ vô trùng	<ul style="list-style-type: none"> Lọ đựng được được súc rửa bằng sóng siêu âm và thổi khí nén 3 lần liên tục, sau đó được sấy tiệt trùng ở nhiệt độ 350°C. Dung dịch thuốc được lọc vào lọ hoàn toàn tự động. Sau đó chuyển qua quá trình đông khô thuốc.
Công nghệ đông khô	<ul style="list-style-type: none"> Quá trình làm khô dung dịch nước đã được đông lạnh trong điều kiện nhiệt độ thấp (-50°C), độ ẩm thấp (<0,5%) và áp suất giảm (<100mmHg). Kỹ thuật này tăng độ ổn định của thuốc, hạn chế tốc độ phân hủy dược chất nhằm không sử dụng chất bảo quản, và cho phép thuốc hòa tan nhanh khi pha.

b. Quy trình:

1. Giai đoạn làm đông	Pha chế thuốc và đóng lọ.	Thăng hoa tại nhiệt độ -50°C trong 20 phút.	Quá trình đông nhanh khiến sản phẩm đông đá dưới dạng các tinh thể cực nhỏ.
2. Giai đoạn làm khô	Giảm áp suất (<100mmHg) khiến các tinh thể ngưng tụ lại ở thể khí.	Khí được gia nhiệt, nhiệt độ tăng từ -50°C lên nhiệt độ Eutectic (thay đổi tùy sản phẩm).	Tiếp tục tăng lên nhiệt độ 10-20°C, hoàn thiện sự khô ở dạng bột của sản phẩm.
3. Giai đoạn hoàn chỉnh	Đóng nút tự động với công nghệ đóng nút thủy lực.	Được thực hiện ngay trong môi trường chân không khép kín.	Độ ẩm được giữ ở mức thấp (<0,5%).

Nguồn: DBD

3. Thông tư 15/2019/TT-BYT (quay lại)

Nhóm	Yêu cầu các nhóm thầu tân dược theo Thông tư 15/2019/TT-BYT
1	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc tương đương, được Cơ quan Quản lý Dược chặt chẽ (SRA) cấp phép lưu hành.
2	Thuốc sản xuất trên dây chuyền EU-GMP không cấp phép bởi SRA; thuốc sản xuất trên dây chuyền PIC/s-GMP được Cơ quan Quản lý dược là thành viên đồng thời PIC/s và ICH cấp phép lưu hành.
3	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam chứng nhận có nghiên cứu tương đương sinh học được công bố.
4	Thuốc được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam, trên dây chuyền WHO-GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam công nhận.
5	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền WHO-GMP và không đáp ứng được yêu cầu các nhóm trên.

Nguồn: Bộ Y tế

4. Các doanh nghiệp sản xuất trong nước đạt EU-GMP, PIC/s-GMP và Japan-GMP (quay lại)

Nhà sản xuất	Dây chuyền	Tiêu chuẩn	Cơ quan cấp thuộc quốc gia
DHG	Thuốc viên	Japan-GMP	Nhật Bản
	Thuốc viên nén sủi bọt và thuốc bột	PIC/s-GMP	Malaysia
Fresenius Kabi	Thuốc tiêm bột	PIC/s-GMP	Singapore
IMP	Thuốc viên và thuốc tiêm bột	EU-GMP	Bồ Đào Nha & Tây Ban Nha
Medochemie	Thuốc tiêm bột, thuốc kem-mỡ, thuốc viên	EU-GMP	Đảo Síp
Pierre Fabre	Thuốc viên nén	EU-GMP	Pháp
Phil Inter	Thuốc viên	EU-GMP	Anh Quốc
PME	Thuốc viên và thuốc tiêm bột	EU-GMP	Đức
Rohto-Mentholatum	Thuốc nhỏ mắt, thuốc kem-mỡ	Japan-GMP	Nhật Bản
Savipharm	Thuốc viên bao phim	Japan-GMP	Nhật Bản
Tenamyd	Thuốc tiêm bột	EU-GMP	Bulgary
Stada	Thuốc viên	EU-GMP	Đức
Sanofi	Thuốc kem-mỡ, thuốc viên, thuốc bột	PIC/s-GMP	Úc

(Cập nhật 10/04/2020)

Nguồn: Bộ Y tế

5. So sánh tiêu chuẩn sản xuất (quay lại)

Tiêu chí	Tiêu chuẩn tối thiểu	Tiêu chuẩn cao hơn
Tiêu chuẩn	WHO-GMP	EU-GMP, Japan-GMP, PIC/s-GMP
Định nghĩa	Tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt đưa ra bởi Tổ chức Y tế Thế giới.	Tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt tối thiểu của Nhật và một số nước Châu Âu.
Khác biệt chính	Mang tính học thuật cao, giải thích kỹ hơn các khái niệm cơ bản, từ việc quản lý chất lượng, nhân sự cho tới lưu trữ tài liệu.	Yêu cầu kỹ thuật khắt khe hơn về tiêu chuẩn nguyên liệu, cách bảo quản thành phẩm vô trùng, quản lý hệ thống chất lượng theo tiêu chuẩn ICH Q10, v.v.
Chi phí đăng ký	Tùy vào quy mô, chi phí đăng ký ước <1 tỷ đồng.	Chi phí nộp hồ sơ, tư vấn khoa học, phí thường niên, v.v.: 16-17 tỷ đồng.
Vốn đầu tư	Do yêu cầu kỹ thuật khắt khe hơn, vốn đầu tư cho tiêu chuẩn EU-GMP ước cao hơn khoảng 1,5-3 lần, tùy mục đích và quy mô.	
Thời gian xét duyệt	<12 tháng	Các bước tiền đánh giá, nộp hồ sơ, đánh giá khoa học, v.v. kéo dài 16-27 tháng.
Nơi chứng nhận	Bộ Y tế Việt Nam	Cơ quan Quản lý Dược phẩm tại quốc gia/khu vực đưa ra tiêu chuẩn
Số DN trong nước đạt	~180 doanh nghiệp sản xuất trong nước	~12 doanh nghiệp sản xuất trong nước
Đầu ra ở kênh ETC	Sản phẩm đấu thầu ở nhóm 3, 4 và 5; cạnh tranh gay gắt về giá đấu thầu.	Sản phẩm đấu thầu ở nhóm 1 và 2, hưởng ưu tiên pháp lý so với sản phẩm nhập khẩu.

Nguồn: Bộ Y tế, EMA, FPTS tổng hợp

6. Chính sách đấu thầu (quay lại)

Quy trình	Chi tiết
Phân nhóm	Chia nhóm thầu dựa trên tiêu chuẩn sản xuất
Đánh giá kỹ thuật (30% KT)	Chất lượng: 70%, Đóng gói: 30%; Nếu tổng < 80% thì bị loại
Đánh giá tài chính (70% TC)	Giá càng thấp, điểm càng cao
Tổng điểm = 30% KT + 70% TC	Doanh nghiệp có điểm cao nhất sẽ được xét tiếp về khả năng cung cấp
Khả năng cung cấp	Chia nhỏ gói thầu nếu đơn vị trúng thầu không đáp ứng về số lượng

Nguồn: Trung tâm mua sắm thuốc tập trung Quốc gia

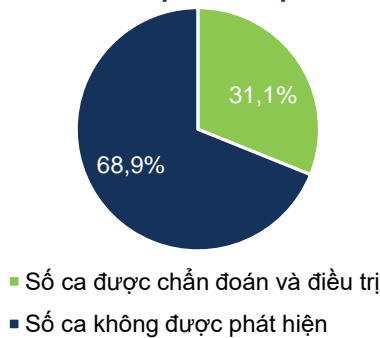
7. Xu hướng sử dụng kháng sinh phổ rộng (quay lại)

Mỗi loại kháng sinh đều có những cơ chế đặc hiệu riêng, có tác động trên một số chủng vi khuẩn nhất định. Giới hạn này là phổ kháng khuẩn của kháng sinh. Kháng sinh phổ càng rộng thì có tác dụng trên càng nhiều loại vi khuẩn khác nhau. Ở nhóm Cephalosporin, các kháng sinh Cephalosporin thế hệ 1 có phổ hẹp hơn các thế hệ 2 và 3 nên dần ít được sử dụng. Một số bệnh viện như BV Nhiệt đới TP. HCM và BV Việt Đức đã không còn sử dụng các Cephalosporin thế hệ 1 trong điều trị.

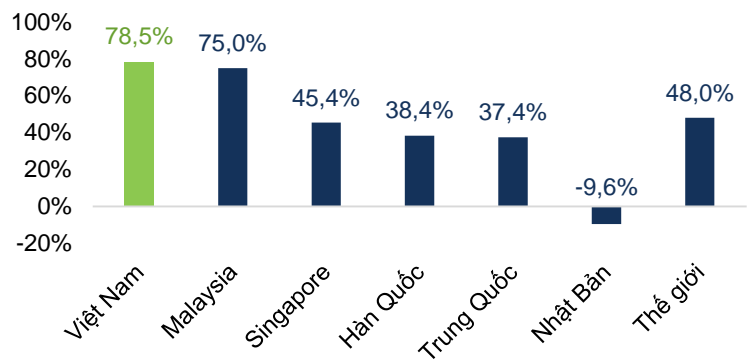
Nguồn: Bộ Y tế, Dự án Hợp tác toàn cầu về kháng kháng sinh GARP-VN, Đơn vị Nghiên cứu Lâm sàng ĐH Oxford

8. Xu hướng mắc bệnh tiểu đường ở Việt Nam *(quay lại)*

Tỷ lệ số ca mắc tiểu đường được điều trị



Tốc độ tăng trưởng số ca bệnh tiểu đường ở một số khu vực, 2017-2045f

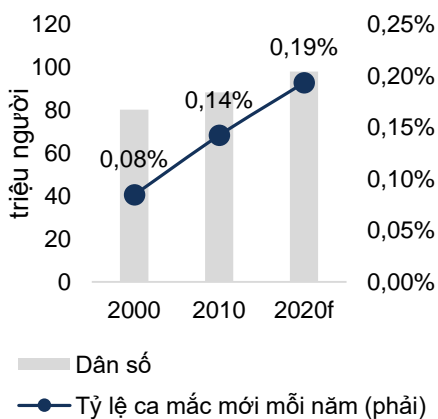


Nguồn: Bộ Y tế

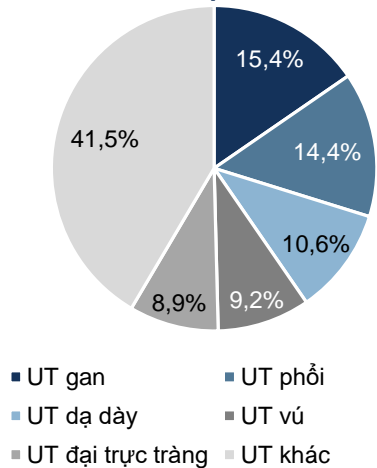
Số ca mắc tiểu đường tại Việt Nam là 3,5 triệu ca năm 2017 và được dự báo sẽ đạt 6,3 triệu người năm 2045, tương đương với mức tăng trưởng 78,5% trong giai đoạn 2017-2045f, khá cao trong khu vực Đông Nam Á và cao hơn nhiều so với tốc độ trung bình của thế giới (48,0%). Trong khi đó, số ca được phát hiện, chẩn đoán và điều trị chỉ chiếm khoảng 1/3 tổng số người mắc (Bộ Y tế). Các nỗ lực phát hiện, chẩn đoán và điều trị kịp thời sẽ được đẩy mạnh hơn trong những năm tới, dẫn tới chi phí và nhu cầu cho các loại thuốc điều trị tiểu đường tăng lên.

9. Xu hướng mắc ung thư ở Việt Nam *(quay lại)*

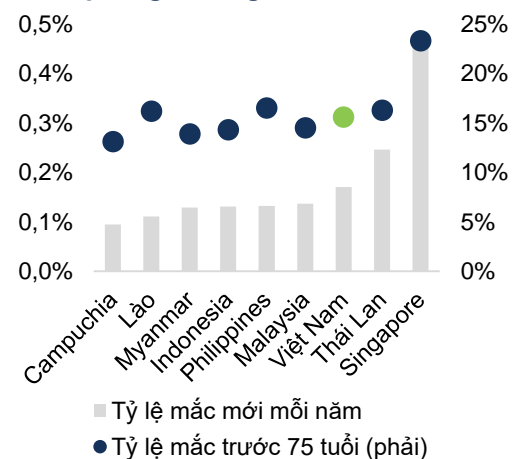
Tỷ lệ mắc mới mỗi năm ở Việt Nam



Cơ cấu các loại ung thư mắc ở Việt Nam, 2018



Tỷ lệ mắc ung thư ở một số quốc gia Đông Nam Á, 2018



Nguồn: International Agency for Research on Cancer – WHO

Tỷ lệ số ca mắc ung thư mới trên tổng dân số ở Việt Nam ước tăng khoảng 5,27% mỗi năm trong giai đoạn 2000-2020f. Năm 2019, tỷ lệ mắc ung thư mới mỗi năm của Việt Nam là 0,17%, đứng thứ 3 trong các nước Đông Nam Á và đứng thứ 78 trong số 172 quốc gia trên thế giới được khảo sát bởi WHO. Tỷ lệ này được dự báo sẽ tiếp tục tăng, đồng nghĩa với số lượng ca mắc mới mỗi năm sẽ vượt qua ngưỡng 190.000 ca từ sau năm 2020.

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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 05 cổ phiếu của DBD. Chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu 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 <http://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: (84.24)3 773 7070/271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh,
Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130 Đống
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt
Nam.
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888