

CTCP Dược - Trang thiết bị y tế Bình Định (DBD: HOSE)



MUA - Giá mục tiêu 1 năm: 73.000 đồng/cp

Giá hiện tại (ngày 24/03/2022): 56.700 đồng/cp

Nguyễn Lý Thanh Lương

luongnt@ssi.com.vn

+84-28 3636 3688 ext. 3056

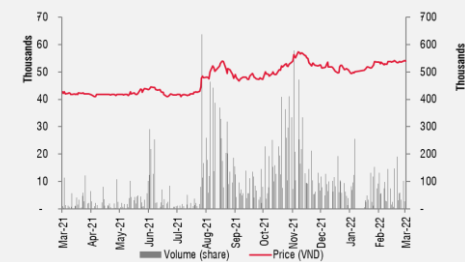
Ngày 25/03/2022

NGÀNH DƯỢC PHẨM

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (triệu USD)	136
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	3.109
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	58
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	58/39,6
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	77.792
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,18
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	4,03
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	4,80
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	12,12

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Dược & Trang thiết bị Y tế Bình Định (DBD) được thành lập năm 1976 là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trực thuộc Nhà nước tại tỉnh Bình Định. DBD là một trong những công ty có nhiều thành tựu trong lĩnh vực nghiên cứu và phát triển dược phẩm của Việt Nam, đồng thời là công ty đầu tiên tại Việt Nam nghiên cứu và sản xuất thành công thuốc kháng sinh dạng tiêm (1992), phương pháp đông khô thuốc (2003), thuốc điều trị ung thư dạng tiêm (2008)..

Cơ hội đầu tư hiếm trong ngành dược, với bước tiến mới từ nhà máy GMP-EU

Luận điểm đầu tư: Chúng tôi lần đầu đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DBD với giá mục tiêu là 73.000 đồng/cổ phiếu, tiềm năng tăng giá 29% so với giá đóng cửa ngày 24/03/2022. Chúng tôi cho rằng DBD là cơ hội đầu tư hấp dẫn vì: (1) nằm trong số ít công ty có khả năng sản xuất các sản phẩm có độ phức tạp cao như thuốc điều trị ung thư và dung dịch lọc máu, (2) tích cực trong hoạt động R&D các sản phẩm mới với công suất nhà máy còn khá dư thừa, (3) chuẩn bị sở hữu một nhà máy thuốc ung thư đạt chứng nhận GMP-EU trong năm 2022, (4) là mục tiêu tiềm năng cho các thương vụ M&A lớn trong ngành dược.

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2022 của DBD lần lượt đạt 1,78 nghìn tỷ đồng (+9% so với cùng kỳ) và 223 tỷ đồng (+21% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng ước tính CAGR doanh thu và lợi nhuận ròng của DBD lần lượt ở mức 9% và 13% trong giai đoạn 2023 - 2028, nhờ việc mở rộng doanh số của kênh nhà thuốc, đầu tư thêm dây chuyền mới và tác động tích cực từ việc sở hữu nhà máy GMP-EU đến hoạt động đầu thầu thuốc trong bệnh viện.

MỤC LỤC

1.	Sơ bộ về công ty	3
2.	Mô hình kinh doanh.....	3
	2.1. Sản phẩm chính & Kênh phân phối.....	3
	2.2. Năng lực sản xuất và R&D.....	5
3.	Vị thế và lợi thế cạnh tranh	7
	3.1. Sở hữu lợi thế cạnh tranh ở các sản phẩm cốt lõi có rào cản gia nhập cao.....	7
	a. Thuốc điều trị ung thư	7
	b. Dung dịch lọc máu.....	7
	3.2. Khả năng sản xuất nhiều dạng bào chế phức tạp.....	8
4.	Chỉ số tài chính	9
	4.1. Tăng trưởng doanh thu tích cực nhờ mở rộng kênh nhà thuốc.....	9
	4.2. Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ tăng công suất huy động và thay đổi cơ cấu sản phẩm	9
	4.3. Dư nợ duy trì ở mức thấp nhờ dòng tiền hoạt động dồi dào ngay cả khi nhu cầu vốn cho nhà máy mới tăng lên	10
5.	Triển vọng kinh doanh.....	11
	5.1. Đạt chuẩn nhà máy GMP-EU sẽ giúp mở rộng thị phần trên thị trường thuốc điều trị ung thư	11
	5.2. Mở rộng kênh cửa hàng thuốc giúp thúc đẩy tăng trưởng các sản phẩm cốt lõi khác	12
	5.3. Một số sản phẩm có khả năng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới	12
	a. Dung dịch lọc máu.....	12
	b. Thực phẩm chức năng và đông dược.....	13
	5.4. Mở rộng công suất để bắt kịp với nhu cầu đang tăng nhanh	13
	5.5. Tiềm năng về một thương vụ M&A sẽ hỗ trợ về mặt định giá	13
6.	Ước tính lợi nhuận	14
7.	Định giá	15
	7.1. Phương pháp định giá DCF	15
	7.2. Các công ty cùng ngành trong khu vực.....	15
8.	Rủi ro đầu tư.....	16
	PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM	17

1. Sơ bộ về công ty

Lịch sử hình thành: Công ty Dược & Trang thiết bị Y tế Bình Định (DBD) được thành lập năm 1976 là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trực thuộc Nhà nước tại tỉnh Bình Định. DBD là một trong những công ty có nhiều thành tựu trong lĩnh vực nghiên cứu và phát triển dược phẩm của Việt Nam, đồng thời là công ty đầu tiên tại Việt Nam nghiên cứu và sản xuất thành công thuốc kháng sinh dạng tiêm (1992), phương pháp đông khô thuốc (2003), thuốc điều trị ung thư dạng tiêm (2008). Hiện tại, DBD là một trong những doanh nghiệp có thị phần lớn trong kênh bệnh viện và đang nhanh chóng mở rộng sang kênh bán lẻ ở các cửa hàng thuốc.

Cơ cấu cổ đông: Hiện tại, cổ đông lớn nhất của DBD là Quý Đầu tư Phát triển Bình Định, với tỷ lệ sở hữu 13%. Ban lãnh đạo DBD và những cá nhân liên quan sở hữu 23% DBD, trong đó có hai cổ đông lớn nhất là ông Nguyễn Văn Quá - Chủ tịch HĐQT (4%) và ông Nguyễn Tiên Hải - Thành viên HĐQT (5%). Nhà đầu tư nước ngoài chỉ sở hữu 5% cổ phần DBD, mặc dù công ty đã bỏ mức trần giới hạn sở hữu nước ngoài kể từ tháng 3/2020.

Ban Giám đốc & lãnh đạo

Thành viên chủ chốt

Ông Nguyễn Văn Quá	Chủ tịch HĐQT	Ông bắt đầu công tác tại DBD từ năm 1983. Ông đã có hơn 40 năm kinh nghiệm làm việc tại DBD và trong ngành dược, đồng thời ông còn đại diện cho cổ đông lớn là Quý Đầu tư & Phát triển Bình Định trong HĐQT.
Bà Phạm Thị Thanh Hương	Thành viên HĐQT, kiêm Tổng Giám đốc	Bà bắt đầu công tác tại DBD từ năm 1989. Ngoài công tác ở DBD, Bà Hương còn là Phó Giám đốc Sở Y tế Bình Định và Sở Nội vụ Bình Định.
Ông Tạ Nam Bình	Phó Chủ tịch	Ông bắt đầu công tác tại DBD từ năm 2021. Ông có 20 năm kinh nghiệm tham gia với tư cách là thành viên HĐQT của các công ty hoạt động trong các ngành nghề khác nhau, phục vụ cho việc tái cấu trúc công ty với tư cách là một thành viên HĐQT.
Ông Nguyễn Thanh Giang	Phó giám đốc + thành viên HĐQT	Ông bắt đầu công tác tại DBD từ năm 1990. Trước đây ông từng đảm nhiệm chức vụ kế toán trưởng của DBD và hiện đang phụ trách các kế hoạch mở rộng của công ty.

Nguồn: DBD, SSI Research

2. Mô hình kinh doanh

Chi phí đầu vào

Nguyên liệu thuốc (58% chi phí hoạt động)

- Hoạt chất sản xuất thuốc (API)
- Tã dược
- Các thành phần khác (bao bì, đóng gói)

Chi phí nhân công (25%)

Khấu hao (8%)

Khác (9%)

Dây chuyền sản xuất

Theo dạng bào chế:

Dung dịch vô trùng
Dung dịch tiêm có độc tính cao
Thuốc kháng sinh dạng viên
Thuốc không phải kháng sinh dạng viên
Si-rô & thuốc uống dạng bột
Kem & thuốc mỡ

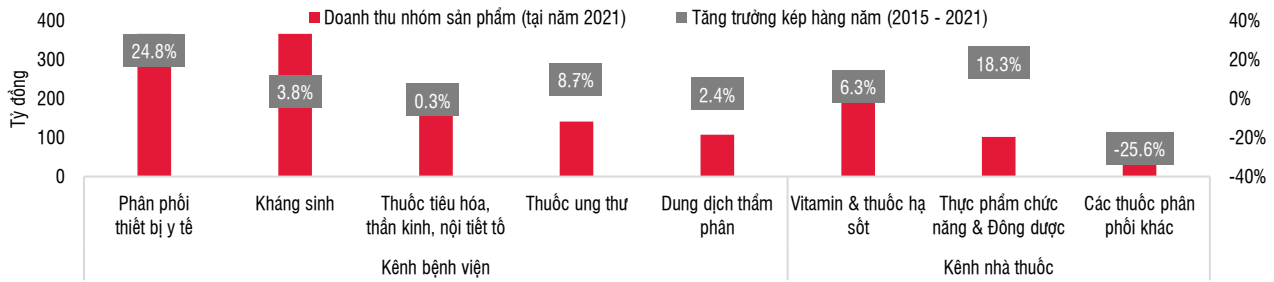
Cơ cấu doanh thu

Thiết bị y tế (22%)
Thuốc kháng sinh (22%)
Vitamin & hạ sốt (15%)
Tiêu hóa, Thần kinh & Nội tiết tố (13%)
Điều trị ung thư (9%)
Dung dịch lọc máu (8%)
Thực phẩm chức năng & Đông dược (6%)
Thuốc khác (26%)

2.1. Sản phẩm chính & Kênh phân phối

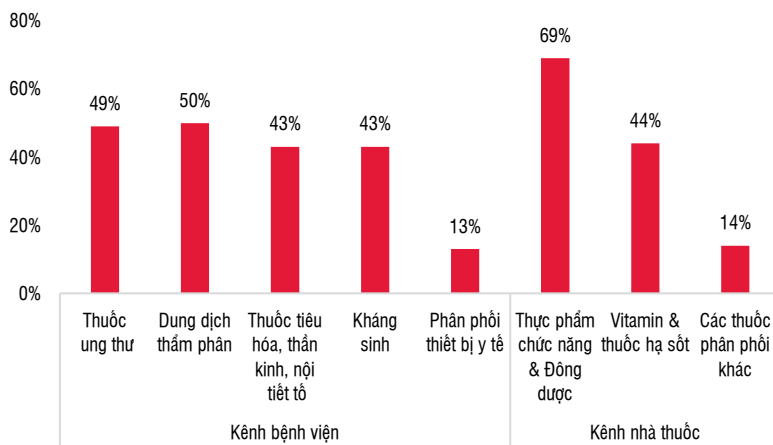
Công ty sản xuất danh mục hơn 200 sản phẩm, có thể phân loại thành 6 nhóm chính như sau: (1) thuốc kháng sinh, (2) thuốc điều trị ung thư, (3) dung dịch lọc máu, (4) thuốc tiêu hóa + thần kinh + nội tiết tố, (5) vitamin + thuốc hạ sốt, (5) thực phẩm chức năng + đông dược và (6) các loại thuốc khác. Trong đó, thuốc kháng sinh, điều trị ung thư và dung dịch lọc máu là các sản phẩm sản xuất chính của DBD, chiếm khoảng 40% tổng doanh thu với mức tăng trưởng bình quân là 4,9%/năm. DBD còn nhập khẩu và phân phối thiết bị y tế cùng với một số thuốc khác. Hầu hết các sản phẩm của DBD được bán trong kênh bệnh viện, chiếm 59% tổng doanh thu, còn lại 41% tổng doanh thu đến từ kênh nhà thuốc.

Cơ cấu doanh thu của DBD, theo nhóm sản phẩm



Nguồn: DBD, SSI Research

Biên lợi nhuận gộp của DBD, theo từng nhóm sản phẩm



Nguồn: DBD, SSI Research

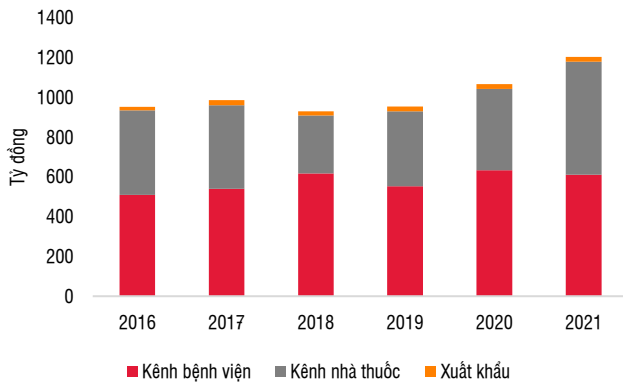
Thuốc điều trị ung thư & dung dịch lọc máu là những sản phẩm mang lại lợi nhuận cao do mức độ phức tạp trong khâu sản xuất. Hiện tại, trong nước chỉ có 5 công ty sản xuất thuốc điều trị ung thư và 6 công ty sản xuất dịch lọc máu. Các sản phẩm này đòi hỏi độ phức tạp cao trong sản xuất cũng như đòi hỏi chi phí R&D cao hơn so với các sản phẩm thông dụng khác như kháng sinh, vitamin, hạ sốt.

Thực phẩm chức năng cũng có biên lợi nhuận gộp rất cao, lên tới 70% nhưng tốn nhiều chi phí bán hàng, quảng cáo và chiết khấu cho khách hàng nên biên lợi nhuận ròng có thể không cao hơn nhiều so với các nhóm thuốc khác.

Biên lợi nhuận gộp trung bình của các sản phẩm bán tại cửa hàng thuốc là 48%, cao hơn so với các sản phẩm bán trong bệnh viện là 44%. Nhưng các sản phẩm bán trong cửa hàng thuốc cũng đòi hỏi chi phí bán hàng, chi phí quảng cáo và logistics cao hơn, do đó biên lợi nhuận ròng cuối cùng có thể thấp hơn so với các sản phẩm bán ở kênh bệnh viện.

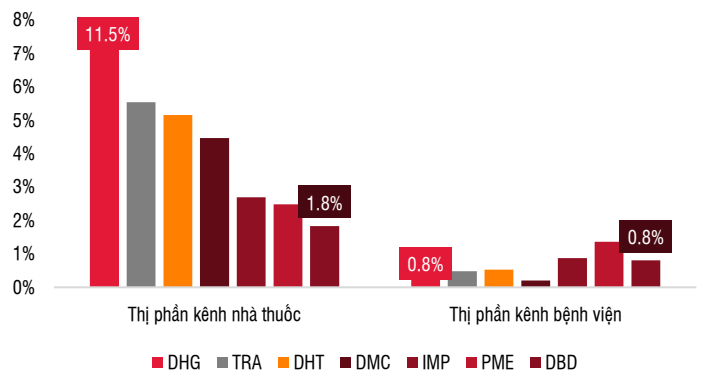
DBD đang sở hữu thị phần đáng kể tại kênh bệnh viện, nhưng vẫn thiếu sự hiện diện ở kênh nhà thuốc. DBD hiện chiếm 0,8% thị phần kênh bệnh viện và có hợp đồng với hầu hết các bệnh viện tuyến trung ương. Tuy nhiên, công ty phải đối mặt với sự thay đổi liên tục trong cơ chế và luật đấu thầu thuốc của Chính phủ trong các năm gần đây, dẫn tới hạn chế về khả năng tăng trưởng trong kênh này. Do đó, từ năm 2020, DBD bắt đầu nỗ lực để mở rộng thêm kênh nhà thuốc để đạt mức tăng trưởng cao hơn và đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm. DBD cũng xuất khẩu một số sản phẩm sang các nước trong khu vực ASEAN, mặc dù công ty không có kế hoạch tăng cường xuất khẩu do lợi nhuận tương đối thấp và chi phí logistic đắt đỏ. Trong giai đoạn 2016 - 2021, doanh thu của DBD tại kênh bệnh viện tăng trưởng với tốc độ CAGR là 3,8%/năm trong khi doanh thu tại kênh cửa hàng thuốc tăng trưởng với tốc độ CAGR là 6,0%/năm.

Cơ cấu doanh thu DBD, theo kênh phân phối



Nguồn: DBD

Thị phần của các công ty dược niêm yết ở kênh bệnh viện và kênh nhà thuốc



Nguồn: SSI Research ước tính từ số liệu của công ty và IQVIA

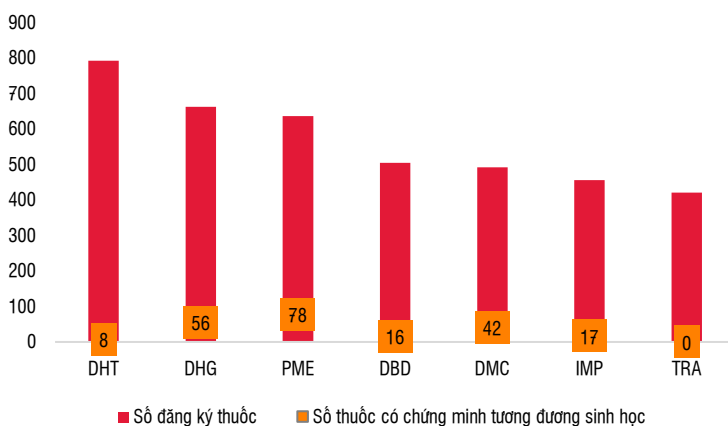
2.2. Năng lực sản xuất và R&D

Dây chuyền sản xuất	Dạng bào chế	Công suất (triệu đơn vị/năm)	Công suất huy động hiện tại (ước tính)	% Tổng doanh thu
Dung dịch lọc máu	Chất vô trùng	45	70%	8%
Thuốc điều trị ung thư	Tiêm	1,6	82%	9%
Thuốc kháng sinh - Penicillin và Cephalosporin	Tiêm	101	66%	22%
	Viên nang	144	48%	
Các loại thuốc khác (Không phải kháng sinh): Thuốc hạ sốt, Vitamin, Tiêu hóa...	Tiêm	144	63%	56%
	Viên nang	713	58%	
	Thuốc nhỏ mắt	18	42%	
	Si-rô, bột uống	62	66%	
	Kem & Thuốc mỡ	19	35%	

Nguồn: DBD, SSI Research ước tính từ dữ liệu của công ty

Công ty có tổng cộng 9 dây chuyền sản xuất, mỗi dây chuyền sản xuất các dạng thuốc và dạng bào chế khác nhau. DBD được đánh giá là một trong những công ty có khả năng bào chế tương đối nhiều dạng thuốc khác nhau (tổng số 13 dạng bào chế, so với 4 - 6 dạng bào chế của một công ty sản xuất dược phẩm trung bình ở trong nước).

Số lượng thuốc đã đăng ký của các công ty dược niêm yết



Nguồn: Ngân hàng Thuốc Việt Nam, SSI Research

Tích cực trong hoạt động R&D với số lượng lớn thuốc đăng ký, đồng thời nghiên cứu thành công nhiều sản phẩm quan trọng. DBD là công ty trong nước đầu tiên tại Việt Nam nghiên cứu và chế tạo thành công thuốc kháng sinh dạng tiêm Gentamicin (1992), phương pháp đông khô trong sản xuất thuốc (2003), thuốc điều trị ung thư gốc Carboplatin đầu tiên (2010), thuốc điều trị ung thư dạng viên nang (2021). Theo dữ liệu từ Ngân hàng Thuốc Việt Nam, DBD có tổng số 504 loại thuốc đã được đăng ký và 16 nghiên cứu chứng minh tương đương sinh học, thuộc nhóm 5 công ty dược niêm yết có nhiều số đăng ký và chứng minh tương đương sinh học nhất tại Việt Nam.

2.3. Chi phí nguyên vật liệu & Nhà cung cấp chính

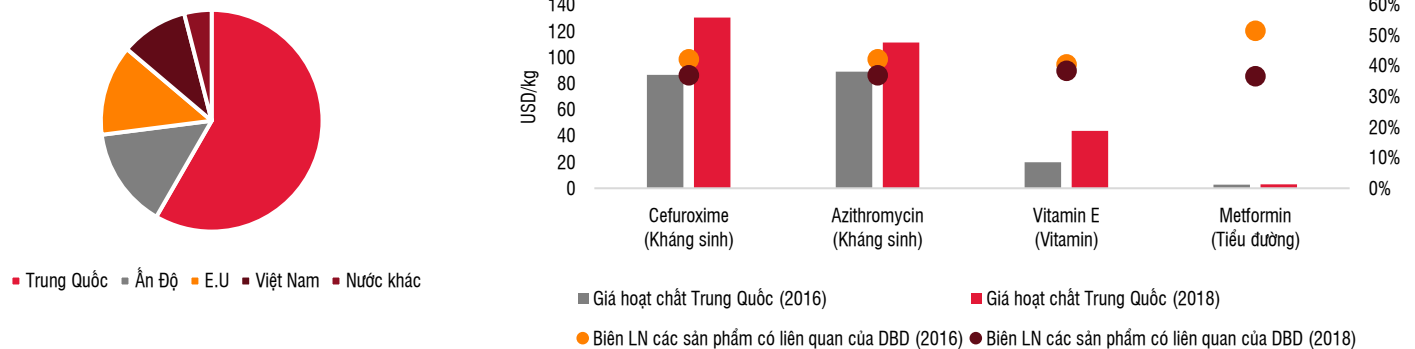
Nguồn nguyên liệu chính của DBD nhập từ Châu Âu, Ấn Độ và Trung Quốc với hai loại nguyên liệu được phẩm chính:

- Thành phần dược phẩm (API) có hoạt tính mạnh (có độc tính cao) là nguyên liệu cho thuốc điều trị ung thư. DBD dựa vào nguồn cung cấp có giá thành cao từ Châu Âu và Mỹ vì chưa có lựa chọn thay thế nào rẻ hơn và chất lượng hơn cho nhóm nguyên liệu này. Loại nguyên liệu này chiếm khoảng 13% chi phí nguyên liệu của DBD do chủ yếu chỉ phục vụ cho nhóm thuốc điều trị ung thư.
- Các API phổ thông có độc tính thấp, được DBD thường xuyên sử dụng cho thuốc kháng sinh, tiêu hóa, vitamin, hạ sốt và hầu hết các loại thuốc khác. Các hoạt chất này có thể dễ dàng nhập từ Trung Quốc và Ấn Độ với giá thành thấp, chiếm 68% chi phí nguyên liệu của DBD.

Một vài nguyên liệu quan trọng khác là tá dược, bao bì, cũng được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ và một số công ty trong nước của Việt Nam.

Do đó, biên lợi nhuận của DBD bị ảnh hưởng đáng kể bởi các chính sách về môi trường của Trung Quốc đối với hoạt động sản xuất API. Nguồn nguyên liệu sản xuất thuốc chính cho DBD đến từ Trung Quốc trong những năm gần đây hầu hết bị ảnh hưởng bởi chính sách môi trường mới của nước này. Vào ngày 2/6/2017, Trung Quốc đã chính thức gia nhập Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người (ICH) với tư cách là thành viên chính thức của tổ chức này. Đồng thời, cũng trong năm này, chính phủ Trung Quốc đẩy mạnh kiểm soát chất thải gây ô nhiễm của nhiều ngành công nghiệp nặng (trong đó có ngành công nghiệp API), dẫn đến việc gia tăng đáng kể tần suất kiểm tra nhà máy dược phẩm, đánh thuế xử lý chất thải mới từ năm 2018 và đóng cửa số lượng lớn các nhà máy API không đáp ứng tiêu chuẩn chất lượng sản xuất và chất thải. Do đó, giá API của Trung Quốc đã tăng nhanh sau đó và ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của DBD từ năm 2018. Đối với API có nguồn gốc từ Châu Âu thì mức giá API có phần ổn định hơn do quy định trong ngành dược phẩm tại Châu Âu đã đến giai đoạn ổn định và ít có sự thay đổi trong những năm qua.

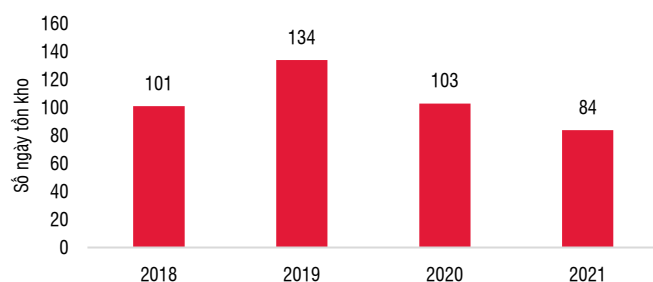
Nhập khẩu nguyên liệu của DBD theo quốc gia Giá API của Trung Quốc tác động đến biên lợi nhuận của sản phẩm DBD



Nguồn: SSI Research ước tính

Nguồn: DBD, Times of India, GoodRX

Vòng quay hàng tồn kho của DBD



Nguồn: DBD, SSI Research

Hàng tồn kho chỉ có thể giúp DBD đối phó với sự biến động giá API trong ngắn hạn. Do các nguyên liệu dược phẩm đều khó bảo quản nên công ty chỉ có thể dự trữ trước được từ 3 - 4 tháng, theo đó biên lợi nhuận của doanh nghiệp khá nhạy cảm với biến động giá API.

3. Vị thế và lợi thế cạnh tranh

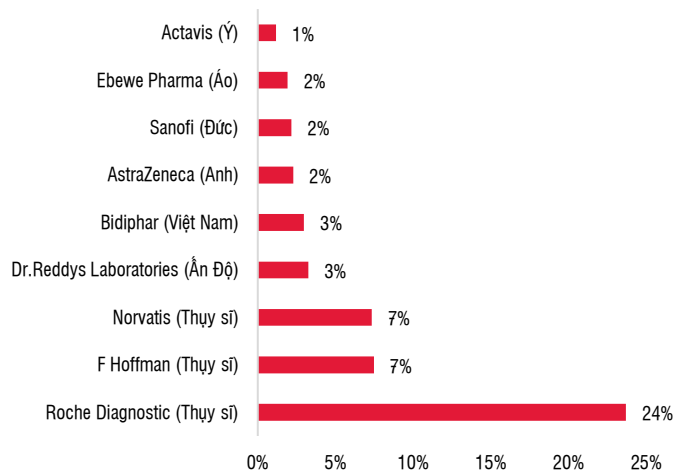
3.1. Sở hữu lợi thế cạnh tranh ở các sản phẩm cốt lõi có rào cản gia nhập cao

a. Thuốc điều trị ung thư

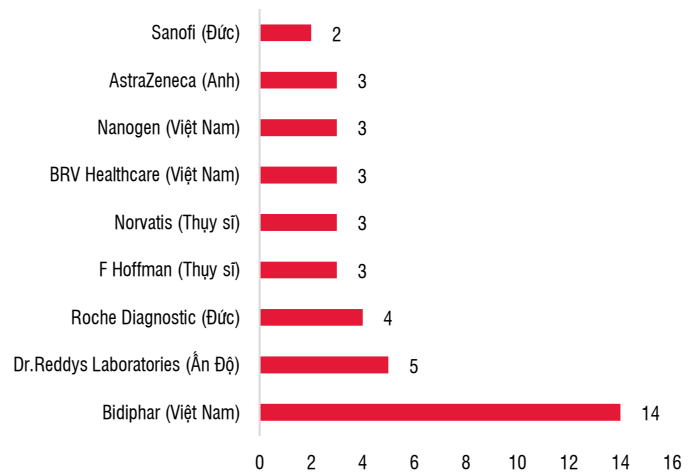
Sản xuất thuốc điều trị ung thư đặt ra một rào cản cao đối với các công ty dược phẩm do (1) cần rất nhiều nỗ lực trong việc nghiên cứu công thức thuốc generic (thuốc sao chép) so với các công thức generic đã có sẵn trong các nhóm thuốc kê đơn và không kê đơn khác, (2) quy mô sản xuất cần lớn hơn so với các dây chuyền thuốc khác để đảm bảo sinh lời do có mức đầu tư cao hơn cho các thiết bị chuyên dụng, (3) lộ trình kiểm tra và đăng ký thuốc nghiêm ngặt hơn đáng kể vì những loại thuốc này sở hữu độc tính cao và ảnh hưởng nhiều đến sức khỏe của người sử dụng.

Hiện tại, DBD có lợi thế cạnh tranh tương đối lớn trong nhóm sản xuất thuốc ung thư, đặc biệt so với các đối thủ trong nước. Đến nay chỉ có 5 công ty sản xuất thuốc ung thư trong nước là DBD, Davipharm, Nanogen, BRV Healthcare, Hera Biopharm, và nhóm các doanh nghiệp trong nước chỉ chiếm chưa tới 6% tổng thị phần thuốc ung thư. 94% thị phần còn lại đều thuộc về thuốc nhập khẩu từ các doanh nghiệp dược phẩm nước ngoài lớn như Roche Diagnostic (Thụy Sĩ), F Hoffman (Thụy Sĩ), Novartis (Thụy Sĩ)...

Thị phần thuốc điều trị ung thư đầu thầu trong bệnh viện



Số lượng chất điều trị ung thư được đầu thầu trong bệnh viện



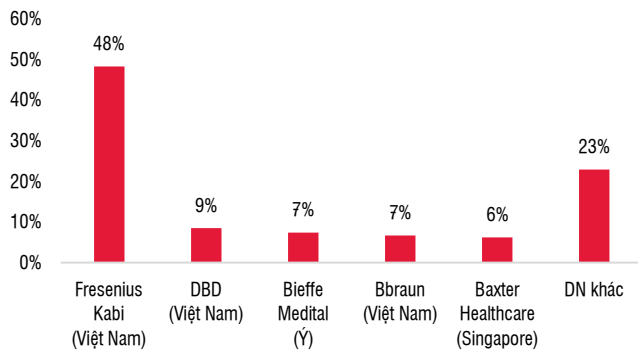
Nguồn: SSI Research, dữ liệu đầu thầu thuốc bệnh viện từ Cục Quản lý Dược (DAV) năm 2021

Công ty cũng có số lượng hoạt chất điều trị ung thư trúng thầu nhiều nhất trong bệnh viện, với tổng số 14 hoạt chất liên quan, so với mức trung bình chỉ từ 3 - 4 hoạt chất ung thư/doanh nghiệp sản xuất. Tổng quy mô thị trường của 14 hoạt chất này hiện cao gấp 3,6 lần giá trị đầu thầu của DBD, mang lại tiềm năng tăng trưởng đáng kể trong các năm tới. Sở dĩ DBD chưa thể giành thêm thị phần cho nhóm sản phẩm này là do dây chuyền sản xuất hiện tại không còn dư thừa nhiều về công suất, cũng như chưa có tiêu chuẩn GMP-EU để đầu thầu thuốc bệnh viện nhóm 1 và 2 theo Thông tư 15/2019/TT-BYT. Đáng chú ý, thuốc nhóm 1 và nhóm 2 có giá trị trung bình của mỗi hợp đồng cao hơn nhiều so với các nhóm thuốc ung thư còn lại và hiện do các doanh nghiệp nước ngoài chiếm ưu thế.

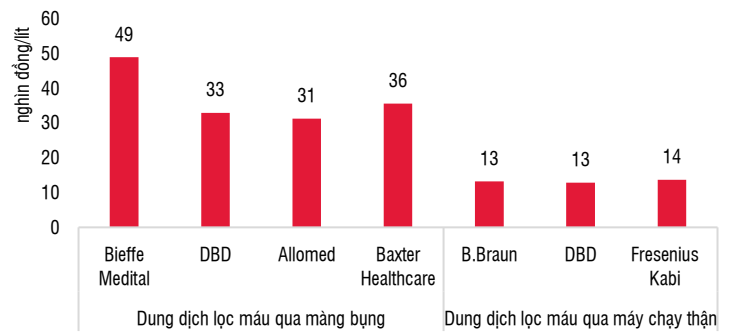
b. Dung dịch lọc máu

DBD là một trong số 6 công ty sản xuất trong nước (cùng với Fresenius Kabi, B.Braun, Otsuka, Mekophar và Allomed) có khả năng sản xuất dung dịch lọc máu tại Việt Nam. Các sản phẩm lọc máu có ít sự cạnh tranh do yêu cầu sản xuất phức tạp (môi trường có độ tinh khiết cao và nồng độ chất hòa tan gần bằng không), và quy mô thị trường hiện tại còn tương đối nhỏ so với các sản phẩm dược phẩm khác. DBD cũng có lợi thế cạnh tranh về giá so với các thương hiệu khác trên thị trường, đặc biệt là so với dung dịch lọc máu ngoại nhập, hiện có giá cao hơn loại sản xuất trong nước khoảng 20 - 30% và chiếm 28% tổng thị phần dung dịch lọc máu.

Thị phần dung dịch lọc máu đầu thận trong bệnh viện



Giá thành dung dịch lọc máu theo nhà sản xuất



Nguồn: SSI Research, dữ liệu đầu thầu thuốc bệnh viện từ Cục Quản lý Dược (DAV) năm 2021

3.2. Khả năng sản xuất nhiều dạng bào chế phức tạp

Bảng: Số lượng dây chuyền trên cả nước tương ứng với khả năng sản xuất từng dạng bào chế

Dạng bào chế	Số lượng dây chuyền SX đạt GMP	% Tổng số cơ sở GMP	Các đối thủ cạnh tranh chính
Thuốc tiêm vô trùng	8	2,8%	Fresenius Kabi, B.Braun
Thuốc tiêm có độ tinh cao	15	5,4%	PBC, PME, Nanogen, IMP
Thuốc vi sinh	21	8,3%	MKP, MED, DHG, PBC
Thuốc tiêm/ thuốc viên kháng sinh Penicillin	30	10,6%	PME, Stellapharm, IMP, DHG
Thuốc tiêm không phải kháng sinh	45	15,9%	DHG, Euvipharm, IMP
Thuốc nhỏ mắt	55	19,5%	
Thuốc tiêm/ thuốc viên kháng sinh Cephalosporin	58	20,5%	
Kem & thuốc mỡ	87	30,8%	
Đông dược	98	34,8%	
Si-rô, bột uống	102	36,2%	
Viên nang không phải kháng sinh	138	48,2%	

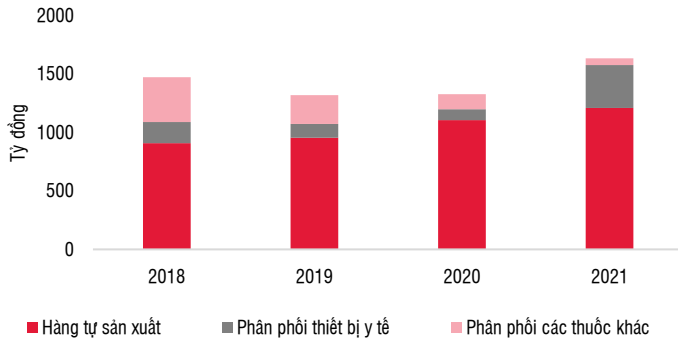
Nguồn: DBD, DAV, SSI Research

DBD có thể sản xuất tổng cộng 13 dạng bào chế khác nhau, thuộc nhóm cao hơn nhiều so với mặt bằng chung của các công ty sản xuất trong nước (trung bình chỉ sản xuất từ 4 đến 6 dạng bào chế). Một số dạng bào chế của DBD tương đối đặc biệt như thuốc tiêm vô trùng, thuốc tiêm có độ tinh cao, và thuốc vi sinh, có ít đối thủ cạnh tranh trên thị trường. Do đó, công ty có lợi thế trong việc R&D các sản phẩm mới có độ cạnh tranh cao trên thị trường. Trong số các dạng bào chế được liệt kê ở trên, DBD gần đây cũng đã nâng cấp một số dạng bào chế lên mức độ phức tạp cao hơn như viên nang giải phóng kéo dài, viên nén phân tán, phục vụ điều trị chuyên khoa tại bệnh viện và thay thế thuốc nhập khẩu giá thành cao.

4. Chỉ số tài chính

4.1. Tăng trưởng doanh thu tích cực nhờ mở rộng kênh nhà thuốc

Cơ cấu doanh thu của DBD theo các nhóm chính



Nguồn: DBD

Tổng doanh thu của DBD trong 5 năm qua chỉ đạt mức tăng trưởng trung bình 2,5%/năm. Tuy nhiên, khi xem xét chi tiết, chúng tôi nhận thấy rằng các sản phẩm chính của công ty đạt mức tăng trưởng tương đối tích cực. Doanh thu nhóm hàng tự sản xuất tăng trưởng 5,6%/năm, trong khi chỉ có doanh thu nhóm hàng phân phối (bao gồm phân phối thuốc và trang thiết bị y tế) là mảng kinh doanh phụ trợ giảm 5,8%/năm trong 5 năm qua, do vướng mắc về các quy định pháp lý của Việt Nam đối với việc hạn chế các công ty có vốn đầu tư nước ngoài tham gia hoạt động kinh doanh thuốc trong nước. Do đó, DBD phải giảm doanh thu sản phẩm thương mại trong các năm trở lại đây để có thể nới tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 100%.

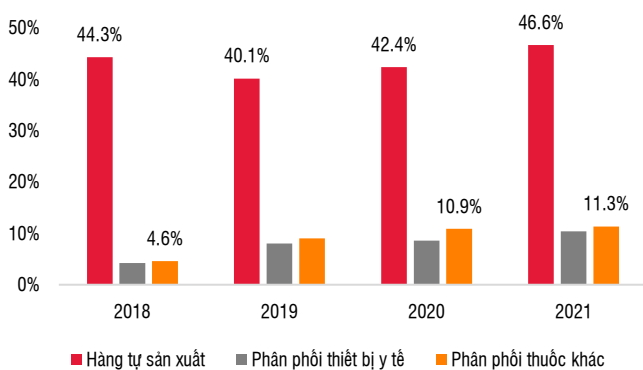
Từ năm 2020, DBD bắt đầu thay đổi chiến lược bán hàng, mở rộng sang kênh cửa hàng thuốc thay vì chỉ tập trung vào kênh bệnh viện, điều này giúp nâng mức tăng trưởng doanh thu của DBD lên hơn 10%, đặc biệt là doanh thu tại các kênh nhà thuốc tăng 20% so với cùng kỳ trong năm 2020 và hơn 30% so với cùng kỳ trong năm 2021 (các nhóm vitamin, thuốc hạ sốt, tiêu hóa và thực phẩm chức năng đều tăng trưởng mạnh). Doanh thu từ kinh doanh thiết bị y tế cũng tăng đột biến gấp 3 lần trong năm 2021 do nhu cầu thiết bị y tế sử dụng một lần (bình oxy, quần áo bảo hộ) tăng cao trong thời gian bùng phát dịch Covid-19 nghiêm trọng.

4.2. Biên lợi nhuận được cải thiện nhờ tăng công suất huy động và thay đổi cơ cấu sản phẩm

Nhờ thành công đẩy được doanh số của nhiều sản phẩm khác nhau qua kênh cửa hàng thuốc, dây chuyền sản xuất của DBD đạt công suất huy động cao hơn và chi phí khấu hao/ doanh thu cũng giảm bớt, do đó biên lợi nhuận gộp của sản phẩm chính của DBD được cải thiện đáng kể. Trong năm 2021, biên lợi nhuận gộp của hàng DBD tự sản xuất tăng cao do một số dòng sản phẩm được người dân tích trữ số lượng lớn trong thời điểm bùng phát dịch Covid-19. Ngoài ra, do doanh thu kinh doanh thiết bị y tế và các sản phẩm thương mại khác giảm 5,8%/năm trong giai đoạn 2018 - 2021 và chiếm tỷ trọng đóng góp nhỏ hơn trong tổng doanh thu, nên tỷ suất lợi nhuận gộp chung của DBD cải thiện từ 29% lên 38%.

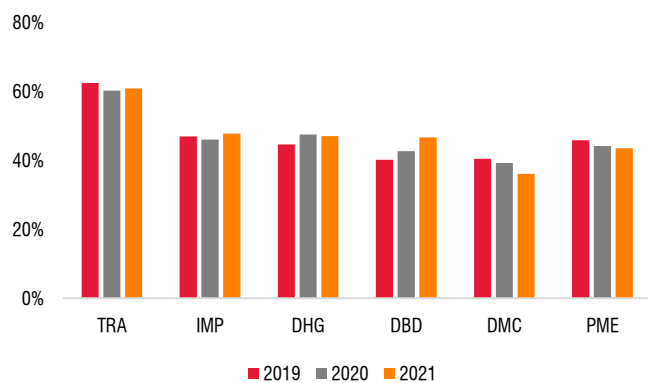
So với tổng số 18 DN dược niêm yết khác, biên lợi nhuận gộp của DBD cao hơn 4% và thuộc nhóm các DN có khả năng sinh lời cao trong ngành.

Cơ cấu biên lợi nhuận gộp của DBD



Nguồn: DBD

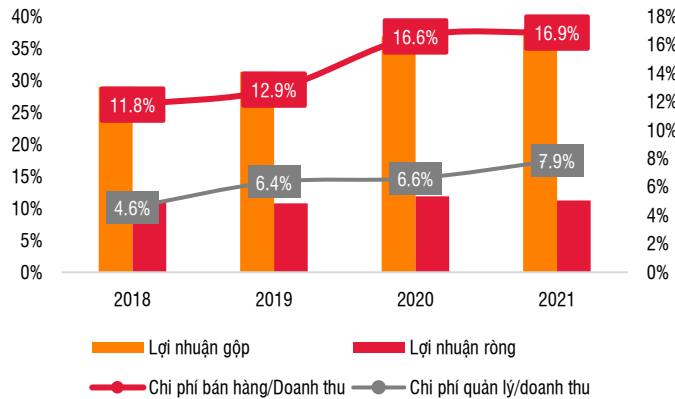
Biên lợi nhuận gộp của sản phẩm tự sản xuất của các công ty niêm yết



Nguồn: SSI Research

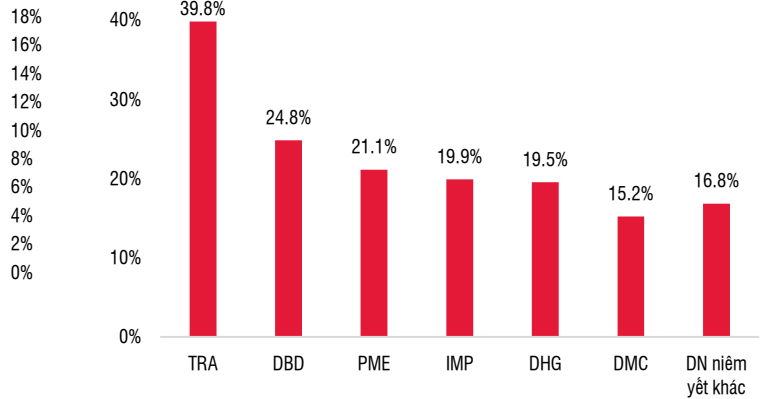
Tuy nhiên, công ty cũng phải đối mặt với chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) tăng mạnh khi triển khai mở rộng kênh nhà thuốc, đặc biệt là trong giai đoạn đầu khi công ty tăng cường khuyến mại, tuyển dụng trình dược viên và tăng cường khảo sát thị trường để phủ rộng tới cửa hàng thuốc trong khi tốc độ tăng doanh thu vẫn thấp hơn mức tăng về chi phí. Do đó, biên lợi nhuận ròng của DBD chỉ cải thiện nhẹ từ 11,1% năm 2018 lên 11,3% năm 2021. Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu cũng cao hơn hẳn so với các công ty cùng ngành.

Tác động của chi phí SG&A đến biên lợi nhuận của DBD



Nguồn: DBD

Chi phí SG&A của các công ty dược niêm yết

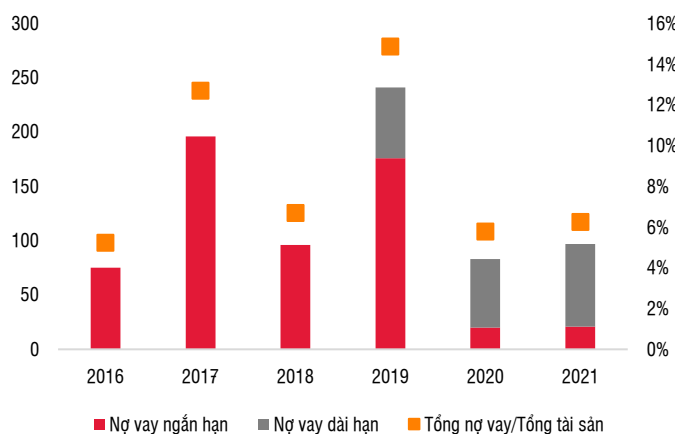


Nguồn: SSI Research

4.3. Dự nợ duy trì ở mức thấp nhờ dòng tiền hoạt động dồi dào ngay cả khi nhu cầu vốn cho nhà máy mới tăng lên

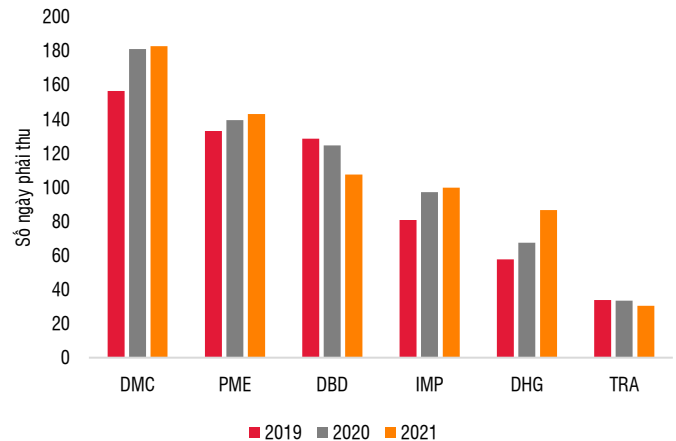
DBD duy trì tổng nợ vay ở mức thấp (<20% tổng tài sản) trong 5 năm qua, mặc dù nhu cầu vốn tăng lên cho nhà máy điều trị ung thư mới đạt tiêu chuẩn GMP-EU. Điều này là do công ty có dòng tiền hoạt động tương đối dồi dào và vòng quay các khoản phải thu được đẩy nhanh hơn trong thời gian gần đây khi công ty chuyển doanh thu sang kênh cửa hàng thuốc và thắt chặt các chính sách phải trả. Công ty cũng được cho vay với lãi suất thấp, chỉ 5,5% đối với khoản vay ngắn hạn và 7,0% đối với khoản vay dài hạn.

Số dư nợ của DBD



Nguồn: DBD

Vòng quay các khoản phải thu của DBD



Nguồn: SSI Research

5. Triển vọng kinh doanh

5.1. Đạt chuẩn nhà máy GMP-EU sẽ giúp mở rộng thị phần trên thị trường thuốc điều trị ung thư

Hoạt động đấu thầu thuốc tại bệnh viện của Việt Nam hiện tuân thủ theo Thông tư 15/2019/TT-BYT, trong đó chính phủ chia các nhà thầu thuốc thành 6 nhóm chính với các yêu cầu đầu vào tối thiểu khác nhau. Thuốc có chất lượng cao nhất sẽ đấu thầu ở Nhóm 1 trong khi thuốc có chất lượng thấp hơn sẽ đấu thầu ở nhóm thấp hơn với quy mô hợp đồng nhỏ hơn. Chi tiết về từng nhóm cụ thể như sau:

Nhóm thuốc	Yêu cầu tối thiểu
Biệt dược gốc	Phải có tên trong danh mục biệt dược gốc/ thuốc phát minh cần thiết trong điều trị của Bộ Y tế Việt Nam và hiện nay chưa có bất kỳ loại thuốc sao chép (generic) nào khác đủ tiêu chuẩn
Nhóm 1	Thuốc đấu thầu phải đáp ứng một trong các điều kiện sau: 1. Được sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn GMP-EU hoặc tương đương* đặt tại các quốc gia có Cơ quan quản lý nghiêm ngặt (SRA) 2. Tên thuốc đó thuộc danh mục thuốc biệt dược gốc/ thuốc phát minh cần thiết trong điều trị của của Bộ Y tế Việt Nam 3. Sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn GMP-EU hoặc tương đương tại Việt Nam, đồng thời phải được chứng nhận phê duyệt mới được bán tại các nước SRA
Nhóm 2	Thuốc đấu thầu phải đáp ứng một trong các điều kiện sau: 1. Sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn GMP-EU 2. Sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn PIC/s-GMP
Nhóm 3	Thuốc được sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn GMP-WHO, PIC/s-GMP, GMP-EU hoặc tương đương và phải có giấy chứng nhận tương đương sinh học do Bộ Y tế cấp.
Nhóm 4	Thuốc được sản xuất theo dây chuyền đạt chuẩn GMP-WHO
Nhóm 5	Các loại thuốc khác không đủ tiêu chuẩn ở 4 nhóm trên

*Tiêu chuẩn sản xuất tương đương GMP-EU: PIC/s-GMP, Japan-GMP, US-cGMP

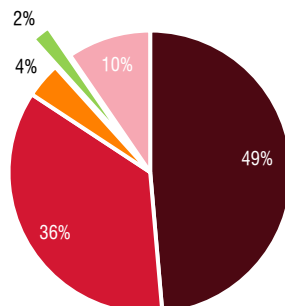
Nguồn: TT 15/2019/TT-BYT

Hầu hết các hợp đồng thuốc điều trị ung thư có giá trị lớn đều nằm ở nhóm thuốc biệt dược, thuốc Nhóm 1 & Nhóm 2, chiếm đến 89% tổng giá trị đấu thầu nhóm thuốc ung thư tại bệnh viện. Tuy nhiên, DBD hiện chỉ có thể đấu thầu ở Nhóm 3 đến Nhóm 5 do công ty chưa có dây chuyền sản xuất đạt chuẩn GMP-EU hoặc tương đương. Do đó, nếu công ty hoàn tất chứng nhận GMP-EU vào Q3/2022 theo như kế hoạch, DBD có thể tham gia vào thị trường lớn gấp 8 lần so với thị trường hiện tại và lớn hơn nhiều so với doanh thu nhóm thuốc điều trị ung thư hiện tại của DBD. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng việc tham gia đấu thầu ở Nhóm 1 & Nhóm 2 không đồng nghĩa với việc DBD có thể chiếm thị phần ngay lập tức ở nhóm này. Công ty vẫn còn một số lượng đáng kể các hoạt chất điều trị ung thư có giá trị cao chưa thể sản xuất hoặc bằng sáng chế thuốc chưa hết hạn như Rituximab, Trastuzumab.... Do đó, chúng tôi kỳ vọng thị trường mới khả thi mà DBD có thể tham gia hiện gấp 2.4 lần doanh thu thuốc ung thư của công ty.

Một lợi ích đáng kể khác khi đấu thầu thuốc ở Nhóm 1 & Nhóm 2 là giá trị đấu thầu trên mỗi hợp đồng cao hơn so với các Nhóm còn lại, do giá thuốc nhập khẩu thường cao hơn 10 - 15% so với giá niêm yết hiện tại của DBD.

Giá trị đấu thầu thuốc điều trị ung thư (2021)

- Thuốc biệt dược
- Nhóm 1 & nhóm 2 - Chưa khả thi để tham gia
- Nhóm 1 & nhóm 2 - Khả thi
- DBD
- Các nhóm khác



Giá đấu thầu trong bệnh viện, Methotrexate (thuốc điều trị ung thư)

Chất đấu thầu	Nhóm đấu thầu	Phạm vi giá (triệu đồng/g)	Nhà sản xuất
Methotrexate (tiêm)	Nhóm 1	1,18 – 1,38	Ebewe GmbH
	Nhóm 2	1,23 – 1,34	Korea United, Belmed
	Nhóm 3	n/a	n/a
	Nhóm 4	1,09 – 1,25	DBD
	Nhóm 5	1,05 – 1,22	DBD, Davipharm

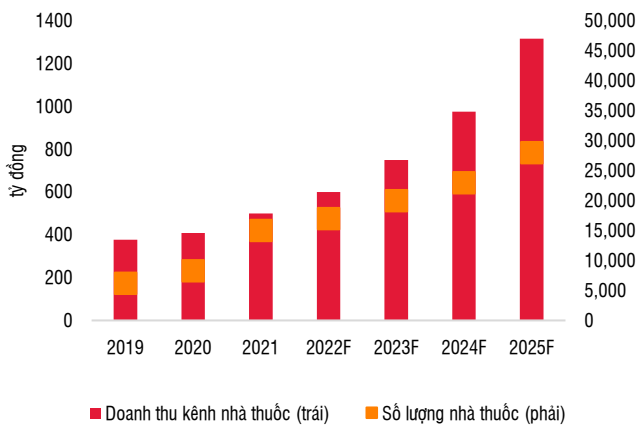
Nguồn: SSI Research, dữ liệu đấu thầu thuốc bệnh viện từ Cục Quản lý Dược (DAV) năm 2021

5.2. Mở rộng kênh cửa hàng thuốc giúp thúc đẩy tăng trưởng các sản phẩm cốt lõi khác

DBD đang nhanh chóng mở rộng kết nối với các cửa hàng thuốc trên toàn quốc. Trong năm 2021, công ty đã hoàn thành khảo sát tất cả 84.000 cửa hàng thuốc trên toàn quốc và đặt ra kế hoạch khá tham vọng với mức tăng trưởng số lượng cửa hàng ở mức 15%/năm trong khi doanh thu tại kênh cửa hàng thuốc tăng trưởng 20%/năm trong giai đoạn 2022-2025.

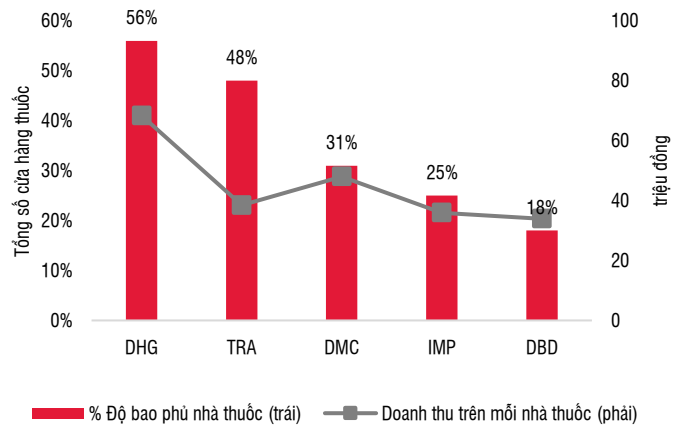
Do số lượng cửa hàng thuốc hợp tác với DBD và doanh thu trung bình/cửa hàng vẫn còn thấp so với các đối thủ cạnh tranh chính, nên ban lãnh đạo công ty tự tin sẽ đạt được mục tiêu này. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể đạt mức tăng trưởng trên 10%/năm ở các nhóm sản phẩm tại kênh nhà thuốc, bao gồm các sản phẩm vitamin & hạ sốt, thực phẩm chức năng và các loại thuốc không cần kê đơn khác.

Kế hoạch mở rộng của DBD tại kênh cửa hàng thuốc



Nguồn: DBD

Số lượng cửa hàng thuốc hợp tác với công ty



Nguồn: SSI Research

5.3. Một số sản phẩm có khả năng tăng trưởng mạnh trong thời gian tới

a. Dung dịch lọc máu

Mặc dù nhóm sản phẩm này chỉ tăng trưởng 2,4%/năm trong giai đoạn 2016 - 2021, nhưng nguyên nhân chính dẫn đến tăng trưởng chậm là do:

- **Khả năng sản xuất dung dịch lọc máu của DBD chỉ mới tăng lên trong thời gian gần đây.** DBD đã bắt đầu sản xuất sản phẩm này thông qua công ty liên doanh lớn với Fresenius Kabi trong năm 2011. Tuy nhiên, sau khi DBD thoái vốn khỏi công ty liên doanh này trong năm 2014, công ty đã chuyển hướng tập trung sang các sản phẩm khác. Năm 2020, công ty quay trở lại mở rộng công suất, bắt đầu sản xuất dung dịch lọc máu qua màng bụng, đây là một sản phẩm lọc máu quan trọng để hoàn thiện danh mục lọc máu (bao gồm dung dịch lọc máu qua máy chạy thận và dung dịch lọc máu qua màng bụng).
- **Tốc độ tăng trưởng về số lượng máy lọc máu trong các bệnh viện của Việt Nam vẫn chưa bắt kịp với số ca nhập viện ngày càng tăng.** Theo khảo sát của Hiệp hội Lọc máu Việt Nam, có tổng số 30.000 bệnh nhân cần hoặc có thể cần tới lọc máu trong năm 2020, trong khi số lượng máy lọc máu chỉ ở mức 5.126 máy, chỉ đáp ứng 30% nhu cầu nêu dùng hết công suất. Do đó, thị trường dung dịch lọc máu vẫn chưa đạt được hết quy mô tiềm năng ở thời điểm hiện tại.
- **Tác động tiêu cực của đại dịch Covid-19 đến nhu cầu lọc máu tại bệnh viện,** đặc biệt là trong năm 2021 khi các biện pháp giãn cách xã hội nghiêm ngặt được thực hiện trên toàn quốc khiến tổng số lượt khám tại bệnh viện giảm đáng kể.

Do đó, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng chậm của thị trường này chỉ là tạm thời và kỳ vọng doanh thu lọc máu sẽ tăng trưởng mạnh hơn nhiều (~ 15%/năm), đặc biệt là sau khi nhu cầu phục hồi từ tác động của dịch Covid-19 và sản phẩm lọc máu mới giúp DBD tăng thị phần đầu thủ tại bệnh viện. Ban lãnh đạo DBD dự kiến thị trường lọc máu có thể đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 30% trong giai đoạn 2021-2026.

b. Thực phẩm chức năng và đông dược

DBD bắt đầu mở rộng lĩnh vực thực phẩm chức năng từ năm 2016, với việc mở 75ha đất canh tác đạt chứng nhận GACP-WHO để trồng thảo dược. Do đó, các sản phẩm thực phẩm chức năng mới được giới thiệu trong năm 2018 và bắt đầu phát triển cùng với việc mở rộng sang kênh cửa hàng thuốc. Nhu cầu về thực phẩm chức năng cũng tăng lên đáng kể, cụ thể, tỷ lệ người tiêu dùng Việt Nam sử dụng thực phẩm chức năng tăng từ 6% trong năm 2010 lên khoảng 29% trong năm 2020 theo Hiệp hội Thực phẩm chức năng Việt Nam (VAFF). Hiện tại, doanh thu từ thực phẩm chức năng đóng góp 6% tổng doanh thu của DBD trong năm 2021 và ban lãnh đạo dự kiến tỷ lệ đóng góp sẽ tăng lên 10% trong năm 2026, với mức tăng trưởng hơn 20%/năm.

5.4. Mở rộng công suất để bắt kịp với nhu cầu đang tăng nhanh

Dây chuyền sản xuất	Ngày bắt đầu	Ngày hoàn thành	Sản phẩm	Công suất	Tổng mức đầu tư (CAPEX)
Thuốc điều trị ung thư đạt chuẩn GMP-EU	2019	Q3/2022	Điều trị ung thư	3,5 triệu liều tiêm/năm 65 triệu viên/năm	303 tỷ đồng
Các thuốc không phải kháng sinh đạt chuẩn GMP-EU	Q2/2022	2025	Tiêu hóa, Thần kinh	1,3 tỷ viên/năm 10 triệu gói bột uống/năm	363 tỷ đồng
Thuốc vô trùng/thuốc tiêm đạt chuẩn GMP-EU	2023	2026	Dung dịch lọc máu, thần kinh, nội tiết tố	89 triệu chai/năm	465 tỷ đồng
Tổng CAPEX					1.131 tỷ đồng

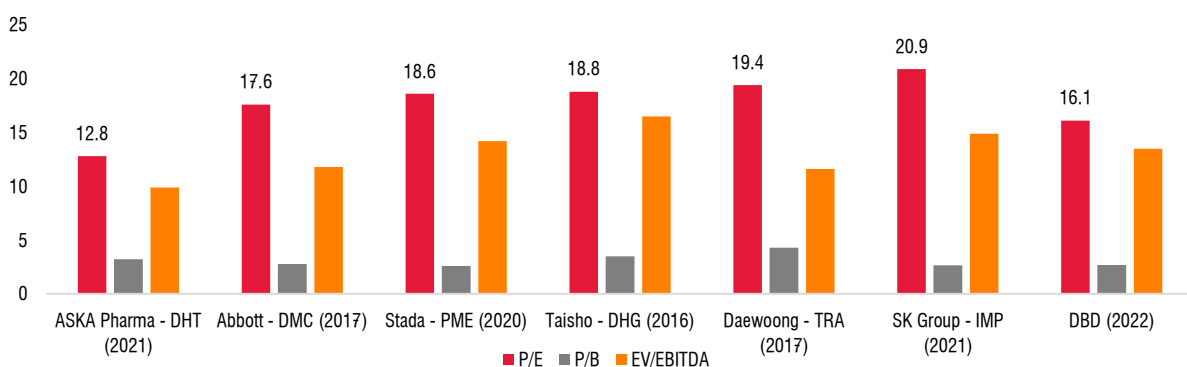
Nguồn: DBD

DBD có kế hoạch hoàn thành 3 dây chuyền sản xuất mới trong giai đoạn 2022 – 2030 và sẽ tăng gấp 3 lần công suất hiện tại của nhóm thuốc tiêm điều trị ung thư, thuốc không phải kháng sinh và thuốc vô trùng, từ đó bổ sung thêm công suất mới cho dây chuyền thuốc viên điều trị ung thư. Cả 3 dây chuyền sản xuất này sẽ đạt tiêu chuẩn GMP-EU và mục tiêu đầu thầu tại bệnh viện Nhóm 1 và Nhóm 2. Để có nguồn vốn cần thiết, ban lãnh đạo DBD cho biết công ty sẽ chủ yếu sử dụng nguồn vốn từ lợi nhuận để lại và vốn vay với lãi suất thấp. Công ty cũng sẵn sàng nhận vốn từ một nhà đầu tư chiến lược nếu họ có khả năng chuyển giao nhiều công thức thuốc hơn để sản xuất tại các dây chuyền mới của DBD.

5.5. Tiềm năng về một thương vụ M&A sẽ hỗ trợ về mặt định giá

Ngành dược phẩm Việt Nam đã thu hút sự quan tâm đáng kể của các nhà đầu tư nước ngoài trong 10 năm qua. Tính đến năm 2022, đã có hơn 16 thương vụ M&A được thực hiện, mỗi thương vụ đều được định giá ở mức cao so với ngành khác và hầu hết các nhà đầu tư chiến lược thường mua trên 25 - 50% cổ phần của công ty. Hiện tại, hầu hết các công ty dược phẩm hàng đầu của Việt Nam đã được mua lại, chỉ còn rất ít lựa chọn trên thị trường. Do đó, DBD là một trong những cơ hội đầu tư hấp dẫn với tỷ lệ giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đã được nới lên 100%. Cũng cần lưu ý rằng việc xây dựng mới hoàn toàn một công ty dược phẩm có thể mất tới 10 năm hoặc lâu hơn để hoàn thành, phát triển mạng lưới phân phối, R&D và trở thành thương hiệu nổi tiếng trên thị trường, do đó M&A là một cơ hội tốt để doanh nghiệp mở rộng sản xuất.

Định giá của thương vụ M&A dược phẩm gần đây của Việt Nam



* Định giá được ước tính theo giá thị trường tại ngày thực hiện, có thể không phản ánh giá trị thực tế thương vụ M&A

Nguồn: SSI Research ước tính

6. Ước tính lợi nhuận

(Tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	1.776	1.907	2.151	2.421	2.685	2.920	3.105
% tăng trưởng	9%	7%	13%	13%	11%	9%	6%
Doanh thu thuần theo sản phẩm							
Hàng tự sản xuất	1.419	1.632	1.855	2.098	2.331	2.549	2.723
% tăng trưởng	17%	15%	14%	13%	11%	9%	7%
Thuốc kháng sinh	432	476	523	576	604	635	654
% tăng trưởng	15%	10%	10%	10%	5%	5%	3%
Thuốc điều trị ung thư	156	187	225	270	310	357	393
% tăng trưởng	10%	20%	20%	20%	15%	15%	10%
Dung dịch lọc máu	129	148	170	196	235	270	297
% tăng trưởng	20%	15%	15%	15%	20%	15%	10%
Tiêu hóa, thần kinh & nội tiết tố	263	303	348	401	441	485	533
% tăng trưởng	15%	15%	15%	15%	10%	10%	10%
Vitamin & hạ sốt	306	352	405	445	490	514	530
% tăng trưởng	20%	15%	15%	10%	10%	5%	3%
Thực phẩm chức năng & đông dược	133	166	199	229	252	277	291
% tăng trưởng	30%	25%	20%	15%	10%	10%	5%
Hàng phân phối	357	275	296	323	353	383	409
% tăng trưởng	-16%	-23%	8%	9%	10%	8%	7%
Thiết bị y tế	293	205	215	226	237	249	262
% tăng trưởng	-20%	-30%	5%	5%	5%	5%	5%
Các sản phẩm khác	64	70	81	97	116	134	147
% tăng trưởng	10%	10%	15%	20%	20%	15%	10%
Lợi nhuận gộp	704	780	873	967	1.061	1.151	1.226
% biên LN gộp	39,6%	40,9%	40,6%	39,9%	39,5%	39,4%	39,5%
Chi phí SG&A	426	439	473	520	577	628	668
EBIT	278	342	400	446	484	524	278
Chi phí lãi vay	6	11	14	17	20	20	12
Lợi nhuận ròng	223	266	310	344	372	404	439
% biên LN ròng	12,5%	13,9%	14,4%	14,2%	13,9%	13,8%	14,1%
% tăng trưởng	21%	19%	17%	11%	8%	9%	9%

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ duy trì tăng trưởng CAGR lần lượt là 9% và 13% trong giai đoạn 2023 - 2028:

Doanh thu sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2022 với nhu cầu thuốc trên kênh nhà thuốc gia tăng do các trường hợp nhiễm Covid biến chủng mới (Omicron) có triệu chứng nhẹ và ít nghiêm trọng hơn, nhưng nhóm hàng phân phối dự kiến sẽ giảm 15% do doanh số từ thiết bị y tế sẽ không đạt được mức cao như năm 2021 do nhu cầu bình oxy và quần áo bảo hộ suy giảm khi số ca nhập viện và trở nặng ít đi. Trong giai đoạn sau đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần của DBD sẽ đạt tốc độ CAGR là 8% trong giai đoạn 2022-2028, với hàng tự sản xuất tăng trưởng CAGR là 9%, trong khi hàng phân phối tăng trưởng chậm lại ở mức 3%/năm do doanh thu mảng thiết bị y tế sẽ giảm dần về mức bình thường so với nền so sánh cao trong năm 2021 khi đại dịch Covid dần được kiểm soát và nhu cầu đối với thiết bị sử dụng một lần thuyên giảm.

Biên lợi nhuận gộp sẽ được duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2022 - 2028, nhờ các sản phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-EU có biên cao hơn bù trừ cho các nhóm sản phẩm khác phải chịu áp lực cạnh tranh. Biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì ở mức gần 40% nhờ biên lợi nhuận cao hơn từ sản phẩm điều trị ung thư, dung dịch lọc máu, tiêu hóa, nội tiết tố và các sản phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-EU khác. Điều này sẽ bù trừ cho các nhóm kháng sinh, vitamin & hạ sốt hiện đang phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt hơn, đồng thời không sở hữu lợi thế đáng kể nào. Chúng tôi cũng ước tính biên lợi nhuận gộp của các sản phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-EU sẽ giảm trong 2 năm đầu tiên kể từ khi đi vào hoạt động do chi phí khấu hao cao, trước khi tăng trở lại lên mức cao trong các năm sau đó

Chi phí SG&A/doanh thu dự kiến sẽ giảm khi doanh thu/cửa hàng thuốc tăng lên, từ 23% tổng doanh thu trong năm 2021 xuống mức 21% trong năm 2023, sau đó duy trì ổn định.

Do đó, lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 13% trong giai đoạn 2021-2028, với biên lợi nhuận ròng ổn định quanh mức 14% từ năm 2023 trở đi.

7. Định giá

Chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của DBD là **73.000 đồng/cổ phiếu**, dựa trên EPS năm 2022 ước tính là 3.480 đồng, tổng số cổ phiếu đang lưu hành là 58 triệu cổ phiếu, kết hợp giữa phương pháp DCF, P/E mục tiêu là 18,8x, P/B mục tiêu là 3,2x, EV/EBITDA là 13,15x dựa trên mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực và thương vụ M&A được phẩm gần đây.

Bảng tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị
Phương pháp DCF (50%)	76.800
Hệ số mục tiêu (50%)	69.200
Giá mục tiêu bình quân	73.000

Nguồn: SSI Research ước tính

7.1. Phương pháp định giá DCF

Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)	Tỷ trọng chi phí vốn bình quân (WACC)	
Hệ số Beta	0,32	Chi phí VCSH 8,4%
Lãi suất phi rủi ro (lợi tức trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm)	2,5%	Chi phí nợ 6,5%
Phần bù rủi ro TT Việt Nam	8,2%	TTNDN 20,0%
Chi phí VCSH	8,4%	VCSH/(Nợ+VCSH) 8,0%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%	WACC 8,2%

Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (tỷ đồng)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	Terminal
Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	163	216	241	284	330	381	532
Lãi vay sau thuế	1	1	2	2	3	3	0
CAPEX	(3)	(159)	(264)	(272)	(189)	(158)	(106)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	168	58	(21)	14	143	227	428
					Giá trị dòng tiền cuối cùng		5.988
PV của FCFF	968						
PV giá trị dòng tiền cuối cùng	3.478						
Tổng giá trị doanh nghiệp	4.446						
Giá trị doanh nghiệp	4.431						
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	0,058						
Giá trị/cổ phiếu (đồng)	76.800						

Nguồn: SSI Research

7.2. Các công ty cùng ngành trong khu vực

Mã cổ phiếu	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Biên LN gộp	Biên LN ròng	ROE (%)	ROA (%)	P/E dự phóng
IMP VN	Việt Nam	220	56	38,53%	14,93%	10,54%	8,24%	23,8
DMC VN	Việt Nam	86	64	37,64%	12,38%	13,65%	12,26%	13,2
DHG VN	Việt Nam	636	195	33,55%	19,42%	20,49%	16,83%	18,8
OPC VN	Việt Nam	65	49	39,16%	11,25%	17,01%	10,21%	12,8
PME VN	Việt Nam	260	91	44,68%	17,38%	16,42%	13,94%	18,2
TRA VN	Việt Nam	168	94	53,29%	11,18%	19,06%	14,15%	15,6
Bình quân		239	92	41,44%	14,42%	16,20%	12,60%	17,5
DBD VN	Việt Nam	135	69	39,08%	12,56%	15,98%	10,98%	15,8

Nguồn: Bloomberg, SSI Research ước tính

8. Rủi ro đầu tư

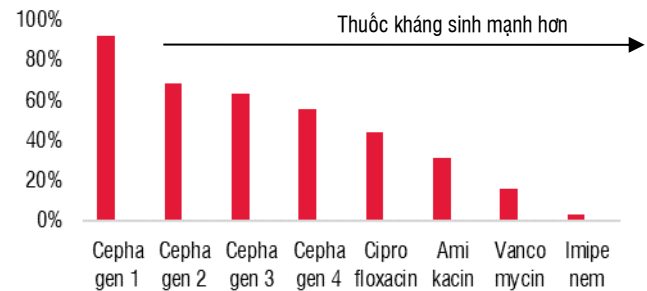
Những rủi ro chính đối với DBD bao gồm:

Rủi ro về chính sách: Mặc dù các quy định hiện hành của ngành dược khá thuận lợi cho DBD, nhưng môi trường pháp lý cho các công ty dược vẫn rất biến động và khó lường. Một rủi ro chính là việc sửa đổi từ 2-5 Thông tư mới mỗi năm trong ngành Dược, điều này có thể dẫn đến sự thay đổi bất ngờ yêu cầu về chất lượng sản xuất (như thay đổi yêu cầu GMP), và các quy định bán thuốc chặt chẽ hơn ở cả kênh bệnh viện và kênh cửa hàng thuốc. Những yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp đến chiến lược hiện tại và lợi thế cạnh tranh của Công ty.

Chính phủ Việt Nam thắt chặt kiểm soát việc sử dụng các sản phẩm kháng sinh, điều này có thể ảnh hưởng đến doanh thu cốt lõi của DBD.

Theo WHO, Việt Nam là một trong những quốc gia có tỷ lệ lạm dụng thuốc kháng sinh và kháng kháng sinh cao nhất thế giới. Để đối phó với tình hình này, Chính phủ Việt Nam đã áp dụng các biện pháp kiểm soát chặt chẽ hơn đối với các sản phẩm kháng sinh, bắt đầu bằng việc quy định về việc bán thuốc kháng sinh trong các cửa hàng bán lẻ thuốc (Quyết định 4041/QĐ-BYT). Điều này có thể gây rủi ro cho sự tăng trưởng của thị trường thuốc kháng sinh, vốn là chiếm khoảng 22% tổng doanh thu của DBD.

Xác suất kháng thuốc kháng sinh của A. Baumannii (vi khuẩn đường hô hấp) ở bệnh viện trung ương Việt Nam



* DBD hiện có khả năng sản xuất đến thế hệ 4 (gen 4) của dòng kháng sinh Cepha

Nguồn: Nghiên cứu của bệnh viện Bạch Mai

Khả năng Trung Quốc thắt chặt các chính sách trong sản xuất API với mục đích bảo vệ môi trường. Trong những năm gần đây, Trung Quốc tiếp tục thắt chặt chính sách môi trường để giảm thiểu chất thải và khí thải trong nhiều ngành công nghiệp. Do đó, Trung Quốc có thể tập trung kiểm soát chặt hơn hoạt động sản xuất API, đây là một trong những ngành độc hại và có thể khiến giá API tăng cao hơn. DBD do đó đang đa dạng hóa sang các nguồn cung khác (như Ấn Độ) để giải quyết rủi ro này.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ VND	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Bảng cân đối kế toán					
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	108	68	273	399	422
+ Đầu tư ngắn hạn	93	139	0	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	419	511	470	509	587
+ Hàng tồn kho	215	254	309	354	403
+ Tài sản ngắn hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	835	972	1.052	1.262	1.412
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	460	441	535	646	854
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	142	140	140	140	140
Tổng tài sản dài hạn	602	581	675	786	994
Tổng tài sản	1.437	1.553	1.727	2.048	2.406
+ Nợ ngắn hạn	348	289	216	258	295
Trong đó: vay ngắn hạn	20	21	20	52	59
+ Nợ dài hạn	101	125	165	205	245
Trong đó: vay dài hạn	63	76	116	156	196
Tổng nợ phải trả	449	414	381	463	540
+ Vốn góp	524	576	576	576	576
+ Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21	21
+ Lợi nhuận chưa phân phối	326	412	612	852	1.133
+ Quý khác	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	991	1.139	1.339	1.579	1.860
Tổng nợ phải trả và VCSH	1.437	1.553	1.727	2.048	2.406

Lưu chuyển tiền tệ					
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	108	213	71	163	214
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	69	-2	-77	4	-159
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-181	-238	66	39	72
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-42	29	-60	0	-126
Tiền đầu kỳ	138	0	68	273	399
Tiền cuối kỳ	109	68	273	399	422

Các hệ số khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	2,40	3,36	4,86	4,90	4,79
Hệ số thanh toán nhanh	1,78	2,48	3,43	3,53	3,43
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,58	0,72	1,26	1,55	1,43
Nợ ròng / EBITDA	0,39	0,39	0,43	0,54	0,57
Khả năng thanh toán lãi vay	13	24	44	32	29
Ngày phải thu	121,6	119,6	101,6	102,6	104,1
Ngày phải trả	133,3	79,9	73,0	73,0	73,0
Ngày tồn kho	102,5	99,0	114,8	125,2	124,8

Cơ cấu vốn					
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	100%	100%	100%	100%	100%
Nợ phải trả/Tổng tài sản	31%	27%	22%	23%	22%
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	31%	27%	22%	23%	22%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	6%	6%	8%	10%	11%

Tỷ VND	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh					
Doanh thu thuần	1.257	1.559	1.687	1.811	2.058
Giá vốn hàng bán	766	936	983	1.031	1.178
Lợi nhuận gộp	491	623	704	780	879
Doanh thu hoạt động tài chính	8	6	6	0	0
Chi phí tài chính	14	9	6	11	14
Thu nhập từ các công ty liên kết	15	16	18	19	22
Chi phí bán hàng	221	276	293	305	336
Chi phí quản lý doanh nghiệp	88	129	133	133	141
Lợi nhuận từ HĐKD	190	231	277	331	389
Thu nhập khác	3	2	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	193	232	278	332	390
Lợi nhuận ròng	158	184	223	266	312
Lợi nhuận chia cho cổ đông	142	166	200	239	281
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0

EPS cơ bản (VND)	2.711	2.875	3.480	4.156	4.880
Giá trị sổ sách (VND)	18.912	19.774	23.255	27.411	32.291
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	-	-	-	-	-
EBIT	182	218	278	342	403
EBITDA	210	250	318	384	451

Tăng trưởng					
Doanh thu	0,7%	23,0%	8,6%	7,4%	13,6%
EBITDA	6,5%	18,8%	27,3%	20,6%	17,6%
EBIT	13,3%	19,6%	27,3%	23,2%	17,8%
Lợi nhuận ròng	11,0%	16,6%	21,1%	19,4%	17,4%
Vốn chủ sở hữu	-11,4%	8,1%	10,8%	18,6%	17,5%
Vốn điều lệ	0,0%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-11,4%	8,1%	11,2%	18,6%	17,5%

Định giá					
PE	17,7	19,1	15,8	14,0	11,9
PB	2,5	2,8	2,4	2,1	1,8
Giá/Doanh thu	2,1	2,2	2,0	1,9	1,7
Tỷ suất cổ tức					
EV/EBITDA	13,2	14,2	10,6	9,2	7,9
EV/Doanh thu	2,1	2,2	1,9	1,8	1,6

Các hệ số khả năng sinh lời					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,1%	40,0%	41,7%	43,1%	42,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	13,7%	13,3%	15,6%	17,9%	18,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	11,9%	11,3%	12,5%	13,9%	14,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	17,6%	17,7%	17,4%	16,8%	16,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,0%	8,3%	7,9%	7,4%	6,8%
ROE	11,0%	11,8%	12,9%	13,0%	13,0%
ROA	11,0%	11,8%	12,9%	13,0%	13,0%
ROIC	10,4%	11,2%	12,0%	11,8%	11,8%

Nguồn: DBD, SSI Research

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo 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.

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 lời 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

Phó Giám đốc

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhthv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715