

CTCP DƯỢC – TRANG TBYT BÌNH ĐỊNH (HSX: DBD)

Nhà máy Nhon Hội đạt được EU-GMP sẽ nâng tầm DBD lên vị thế mới

- Nhà máy Nhon Hội đạt tiêu chuẩn EU – GMP sẽ đưa DBD trở thành công ty nội địa đầu tiên được tham gia đấu thầu thuốc ung thư tại nhóm 1&2.**
- Mở rộng kênh bán nhà thuốc đầy tiềm năng tiếp sức cho tăng trưởng.**

Công ty cổ phần Dược – Trang thiết bị y tế Bình Định là một trong số ít những công ty nội địa hàng đầu về sản xuất thuốc điều trị ung thư và dung dịch thẩm phân máu. Nhà máy thuốc điều trị ung thư Nhon Hội của DBD được kỳ vọng sẽ được phê duyệt tiêu chuẩn EU – GMP đối với dây chuyền thuốc tiêm và thuốc viên lần lượt vào tháng 6/2023 và tháng 3/2024. Việc này không những giúp DBD trở thành công ty sản xuất thuốc ung thư đầu tiên tại Việt Nam sở hữu dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP mà còn cải thiện năng lực đấu thầu kênh ETC của Công ty ở nhóm 1&2 đối với nhóm sản phẩm thuốc ung thư, nơi có giá bán cao hơn nhiều lần so với thuốc có cùng hoạt chất ở nhóm 4&5. Trong khi đó, thị trường dung dịch thận tại Việt Nam đang có ít sự cạnh tranh. DBD với các dòng sản phẩm dung dịch thẩm phân máu và dung dịch thẩm phân phúc mạc hiện đang chiếm lĩnh được thị trường trong phân khúc sản phẩm nhóm 4&5. Chúng tôi kỳ vọng hai nhóm sản phẩm có nhiều lợi thế cạnh tranh là thuốc điều trị ung thư và dung dịch thẩm phân sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu kênh ETC. Dự phóng doanh thu kênh ETC năm 2022F và 2023F lần lượt đạt 721 tỷ đồng (+16% YoY) và 890 tỷ đồng (+23% YoY).

Đối với kênh OTC, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ củng cố hệ thống phân phối cho các nhà thuốc. Số lượng nhà thuốc kinh doanh các sản phẩm của DBD đã tăng từ khoảng 15.000 vào năm 2021 lên 17.500 trong 6T2022. Con số này có thể được nâng lên 18.700 vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đạt được 30.000 vào năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu kênh OTC năm 2022 và 2023 lần lượt đạt 532 tỷ đồng (+19% YoY) và 606 tỷ đồng (+14% YoY).

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần/LNST cho năm 2022 sẽ đạt 1.469 tỷ đồng (-5,7%)/215 tỷ đồng (+16,8% YoY). Cho năm 2023, doanh thu thuần/LNST đạt 1.697 tỷ đồng (+15,5% YoY)/264 tỷ đồng (+22,9% YoY). Chúng tôi dự phóng LNST sẽ đạt mức tăng trưởng kép 23% cho giai đoạn 2022F – 2026F.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF (50%) và hệ số P/E mục tiêu 20x (50%), chúng tôi đưa ra **mức giá mục tiêu cho DBD là 52.200 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng là 34%** dựa trên giá đóng cửa vào ngày 28/10/2022. Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** đối với DBD.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
Doanh thu thuần	1,257	1,559	1,469	1,697
Tăng trưởng (%)	-0,4	24,0	-5,7	15,5
LNST	158	184	215	264
Tăng trưởng (%)	11,0	16,6	16,8	22,9
Tỷ suất LNST (%)	12,5	11,8	14,6	15,5
ROA (%)	11,0	11,8	12,6	12,9
ROE (%)	16,2	16,2	16,2	16,9
EPS (VND)	2,712	2,807	2,864	2,933
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	18,563	19,643	17,689	17,381
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,500	0	0	0
P/E (x)	18,0	18,5	13,5	13,2
P/BV (x)	2,6	2,6	2,2	2,2

Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 28/10/2022

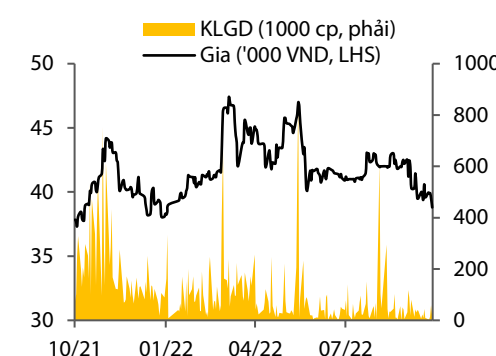
MUA

+34%

Giá thị trường (VND)	38.900
Giá mục tiêu (VND)	52.200

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.911
SLCPDLH (triệu cp)	75
Beta	0,53
Free Float (%)	100
Giá cao nhất 52 tuần	47.400
Giá thấp nhất 52 tuần	36.300
KLGD bình quân 20 phiên	37



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DBD	-5,12	3,2	23,9
VN30 Index	-16,7	-32,7	15,8
VN-Index	-15,0	-28,6	11,5

Cổ đông lớn (%)

Quỹ đầu tư & phát triển Bình Định	13,35
Giới hạn sở hữu NDTNN còn lại (%)	92,49

Cao Ngọc Quân

(084) 028 – 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

Luận điểm đầu tư

Nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư Nhơn Hội được phê duyệt tiêu chuẩn EU-GMP sẽ giúp DBD bước chân vào phân khúc thuốc cao cấp

Nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội có tổng mức đầu tư hơn 400 tỷ đồng, bao gồm hai dây chuyền sản xuất là thuốc tiêm và thuốc viên, công suất thiết kế lần lượt là 3,5 triệu sản phẩm/năm và 65 triệu sản phẩm/năm. Từ tháng 3/2022, dây chuyền thuốc tiêm tại nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội đã được phê duyệt WHO – GMP và đi vào hoạt động, công suất hoạt động đến nay đạt khoảng 50% do công ty dịch chuyển sản xuất từ các dây chuyền ở nhà máy Bidiphar Nguyễn Thái Học. Đối với dây chuyền sản xuất thuốc viên, DBD đang trong quá trình chạy thử và chờ đợi xét duyệt tiêu chuẩn WHO – GMP, dự kiến vào tháng 11/2022 sẽ chính thức đi vào hoạt động.

Hai dây chuyền sản xuất thuốc trên đều được xây dựng theo tiêu chuẩn EU – GMP và có kế hoạch được phê duyệt trong năm 2022. Tuy nhiên, việc phê duyệt tiêu chuẩn EU – GMP cho các nhà máy ở nước ngoài vẫn chưa là ưu tiên của các tổ chức y tế Châu Âu, mặc dù dịch bệnh COVID – 19 đã dẫn được kiểm soát và hạn chế đi lại cũng được dỡ bỏ. Do đó, kế hoạch được phê duyệt nhà máy đạt tiêu chuẩn EU – GMP tiếp tục bị chậm lại. **Công ty kỳ vọng hai dây chuyền thuốc tiêm và thuốc viên có thể sẽ được phê duyệt tiêu chuẩn GMP – EU lần lượt vào tháng 6/2023 và tháng 3/2024.**

Cơ hội tăng trưởng rộng mở khi tham gia vào phân khúc thuốc cao cấp với quy mô thị trường lớn hơn nhiều lần

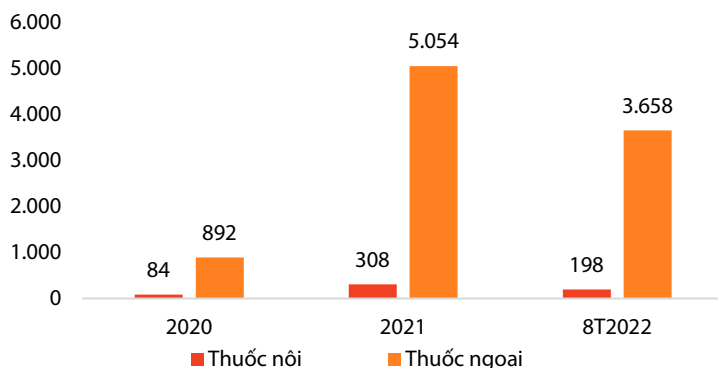
DBD là công ty đầu tiên sản xuất thuốc điều trị ung thư tại Việt Nam với trên 12 năm kinh nghiệm trong việc nghiên cứu và điều chế. Sản xuất thuốc ung thư đặt ra một rào cản gia nhập cao đối với các công ty dược phẩm do quá trình nghiên cứu công thức thuốc generic phức tạp hơn so với các thuốc generic khác như kháng sinh, tiêu hóa,... cộng thêm quá trình kiểm tra và đăng ký thuốc nghiêm ngặt hơn vì là thuốc có hàm lượng hoạt chất mạnh và tác động trực tiếp tới sức khỏe bệnh nhân.

Theo thông tư 15/2019/TT-BYT của Bộ Y tế ban hành năm 2019, thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP sẽ tham gia đấu thầu nhóm 1&2 và thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn WHO – GMP sẽ tham gia đấu thầu nhóm 4&5 (Bảng 8 - Phụ lục). Hiện nay, tại Việt Nam số lượng doanh nghiệp sản xuất thuốc điều trị ung thư không nhiều với tiêu chuẩn chỉ dừng lại ở WHO – GMP. **Do đó, thị trường thuốc điều trị ung thư ở nhóm 1&2 vẫn đang là sân chơi dành cho các doanh nghiệp nước ngoài.**

Căn cứ trên kết quả trúng thầu (KQTT) được công bố bởi Cục quản lý Dược (DAV), chúng tôi nhận thấy thấy giá trị thuốc điều trị ung thư được sản xuất nội địa đang chỉ bằng 5 – 10% giá trị của thuốc ngoại (hình 1) do phần lớn thuốc ngoại hiện nay đều là thuốc biệt dược gốc và thuốc được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP. Đồng thời, thuốc điều trị ung thư có cùng hoạt chất được đấu thầu ở nhóm 1&2 đang có giá bán cao hơn rất nhiều so với nhóm 4&5.

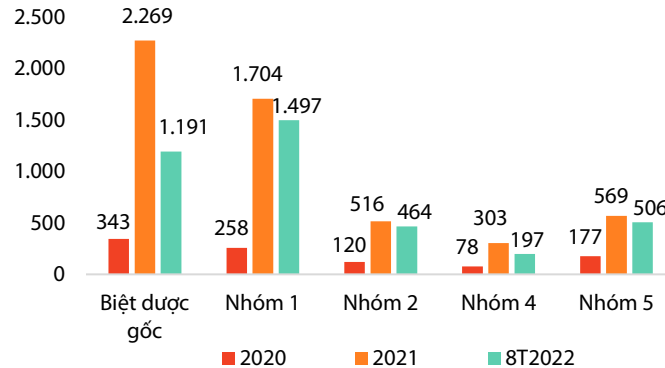
Tổng kết, **nhà máy thuốc ung thư Nhơn Hội được phê duyệt tiêu chuẩn EU – GMP sẽ giúp DBD trở thành công ty sản xuất thuốc ung thư đầu tiên tại Việt Nam sở hữu dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP** và có thể tham gia đấu thầu thuốc nhóm 1&2 với tổng giá trị các gói thầu đang cao gấp 2,5 lần so với nhóm 4&5 (hình 2).

Hình 1: KQTT thuốc ung thư theo quốc gia (Tỷ đồng)



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 2: KQTT thuốc ung thư theo nhóm thuốc (Tỷ đồng)



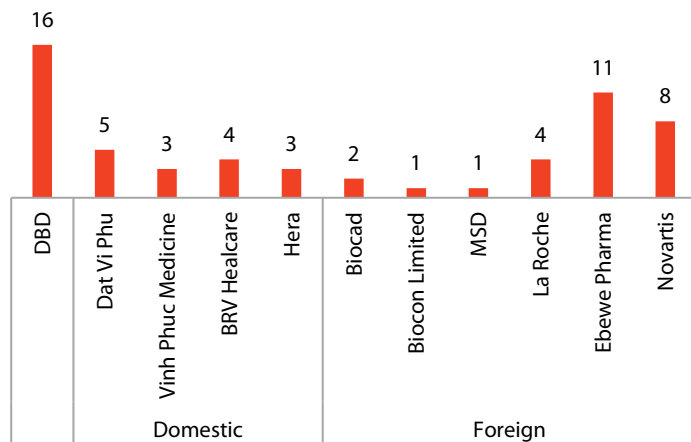
Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Thị trường thuốc ung thư nhóm 4&5 không còn đủ hấp dẫn với DBD

Theo nghiên cứu của Globocan vào năm 2020, số ca ung thư mắc mới tại Việt Nam là 182.563 trường hợp, con số này đã cao hơn 17.892 trường hợp so với báo cáo vào năm 2018. Trong đó, tỷ lệ số người mắc bệnh ung thư gan, ung thư phổi, ung thư vú, ung thư dạ dày, ung thư trực tràng là 5 nhóm chiếm tỷ lệ cao nhất trong tổng số các bệnh nhân ung thư tại Việt Nam (hình 4). DBD đang có khả năng nghiên cứu 16 hoạt chất với 36 sản phẩm thuốc ung thư để điều trị 5 loại ung thư phổ biến trên với tỷ lệ đóng góp doanh thu hơn 60% tổng doanh thu thuốc ung thư.

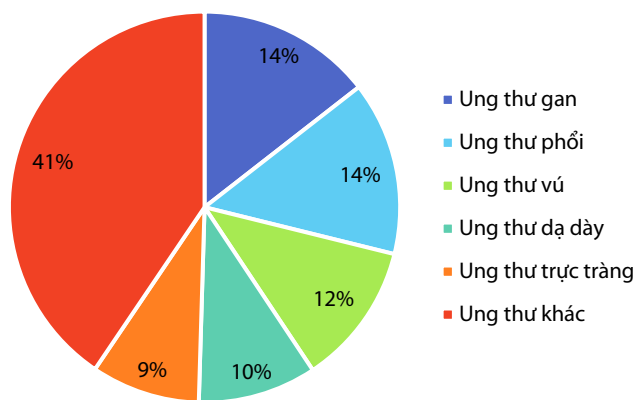
So sánh với các doanh nghiệp khác cùng ngành, DBD cho thấy số lượng hoạt chất có thể nghiên cứu, điều chế và hiện diện tại các bệnh viện vượt trội hơn nhiều so với các công ty thuốc nội và thuốc ngoại (hình 3).

Hình 3: Số lượng hoạt chất vượt trội so với các công ty khác



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Tỷ lệ ung thư mới tại Việt Nam vào năm 2020

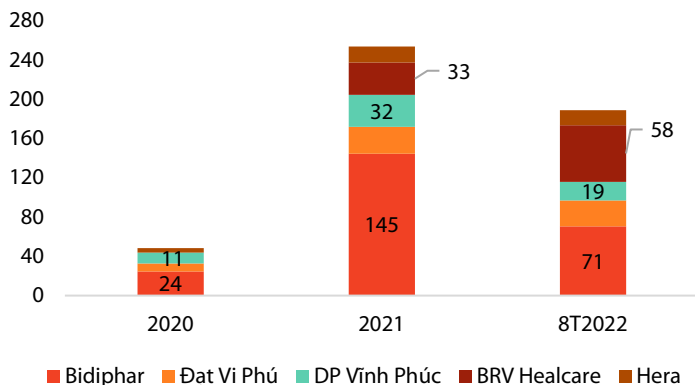


Nguồn: Globocan, CTCK Rồng Việt

Đối với các doanh nghiệp nội địa, DBD với số lượng hoạt chất vượt trội, tổng giá trị trúng thầu trong ba năm gần nhất của DBD chiếm tỷ trọng khoảng 50% tổng giá trị gói thầu thuốc ung thư nội địa (hình 5).

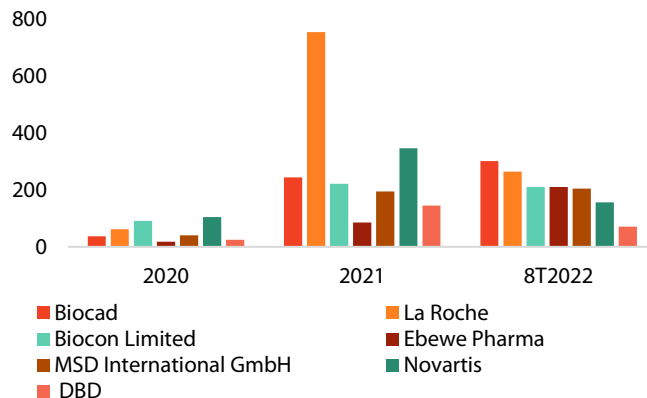
Các công ty đã có thương hiệu về sản xuất thuốc ung thư trên thế giới như Roche, Novartis, Biocon đang chiếm thị phần tương đối lớn (tổng giá trị trúng thầu ba công ty trên chiếm 25% tổng giá trị trúng thầu thuốc ung thư nhóm 1&2) (hình 6). Chúng tôi cho rằng, đây sẽ là những đối thủ cạnh tranh trực tiếp với DBD khi công ty tham gia đấu thầu thuốc nhóm 1&2.

Hình 5: KQTT thuốc ung thư một số công ty nội địa



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 6: KQTT thuốc ung thư một số công ty dẫn đầu



Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Khi tham gia vào phân khúc đấu thầu thuốc nhóm 1&2, những chính sách của Bộ Y tế trong việc sử dụng thuốc tại bệnh viện sẽ tạo nên lợi thế cho DBD trong việc cạnh tranh trực tiếp với những doanh nghiệp nước ngoài có cơ sở vật chất, khoa học công nghệ tiên tiến. Cụ thể:

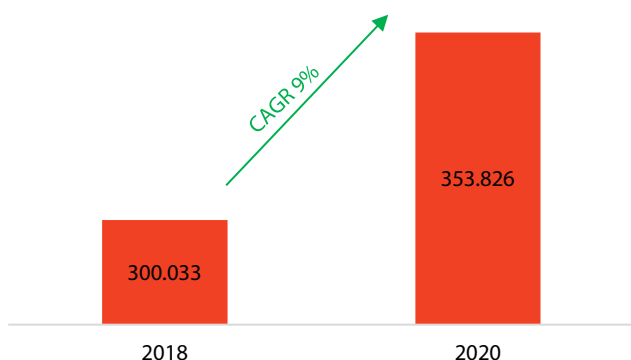
- Luật dược năm 2016 số 105/2016/QH13: Đối với thuốc được mua từ ngân sách nhà nước sẽ ưu tiên sử dụng thuốc Generic, sinh phẩm tương tự đầu tiên sản xuất trong nước được cấp giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam. Không chào thầu thuốc nhập khẩu thuộc danh mục do Bộ trưởng Bộ Y tế ban hành trên cơ sở nhóm tiêu chí kỹ thuật khi thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp.
- Nghị định 54/2017/NĐ-CP: Tiêu chí nhập khẩu thuốc ngoại khi thuốc có hiệu quả vượt trội trong điều trị so với thuốc đang lưu hành tại Việt Nam hoặc chưa có thuốc khác thay thế, đã được lưu hành tại nước sản xuất hoặc nước tham chiếu là nước thành viên ICH hoặc Australia.
- Thuốc biệt dược gốc điều trị ung thư đang cao trung bình gấp 7 – 8 lần so với thuốc Generic nhóm 1. Chủ trương của Bộ Y tế sẽ thay thế một số thuốc điều trị ung thư biệt dược gốc bằng thuốc Generic nhóm 1 nếu thuốc nhóm 1 có thể đảm bảo được phác đồ điều trị để giảm bớt gánh nặng cho Quỹ Bảo hiểm xã hội (BHXH).

Chúng tôi tin rằng, DBD phủ sóng rộng ở nhiều loại thuốc điều trị ung thư, năng lực nghiên cứu và điều chế đa dạng các loại hợp chất sẽ là một lợi thế cạnh tranh khi tham gia đấu thầu tại nhóm thuốc 1&2. Thêm vào đó, DBD với chi phí sản xuất rẻ hơn nên còn nhiều dư địa để nâng giá bán sao cho phù hợp với người bệnh tại Việt Nam và vẫn đảm bảo được khả năng cạnh tranh về giá với các doanh nghiệp nước ngoài.

Theo nghiên cứu của Globocan vào năm 2018 và 2020, số trường hợp nhiễm ung thư trung bình 5 năm tại Việt Nam lần lượt là 300 nghìn bệnh nhân và 353,8 nghìn bệnh nhân, với tốc độ tăng trưởng kép là 9% (hình 7). Chúng tôi kỳ vọng sự dồn nén về nhu cầu điều trị trong năm 2021 do dịch bệnh làm cho bệnh nhân không thể tới bệnh viện sẽ là bàn đạp để năm 2022 tăng trưởng nhanh về sản lượng tiêu thụ thuốc ung thư trước khi ổn định vào những năm tiếp theo. Dự phóng doanh thu thuốc điều trị ung thư dạng tiêm lần lượt đạt 227 tỷ đồng và 576 tỷ đồng vào năm 2022 và 2026, tương đương với mức tăng trưởng kép 4 năm là 26% (hình 8).

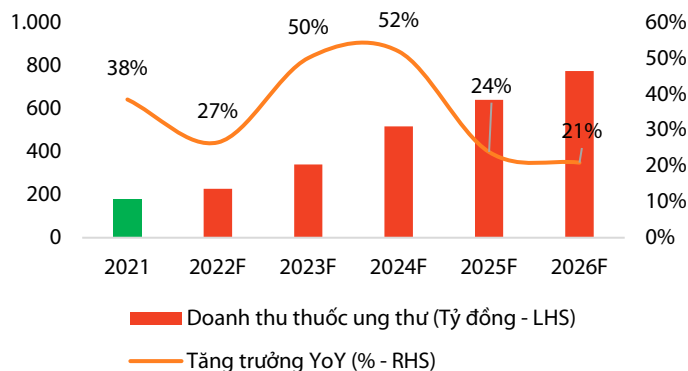
Đồng thời, nhà máy sản xuất thuốc ung thư dạng viên đã được hoàn thành và đang trong quá trình chạy thử và chờ được phê duyệt tiêu chuẩn WHO – GMP trước khi đưa vào hoạt động chính thức vào tháng 11/2022. Sản phẩm thuốc điều trị ung thư dạng viên dự kiến đưa ra thị trường kể từ năm 2023, sản phẩm mới được chúng tôi kỳ vọng sẽ đóng góp 50 tỷ đồng doanh thu vào năm 2023 và đạt 196 tỷ đồng vào năm 2026, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 3 năm là 60% (hình 8).

Hình 7: Số trường hợp nhiễm ung thư trung bình 5 năm tại Việt Nam



Nguồn: Globocan, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Dự phóng doanh thu thuốc điều trị ung thư



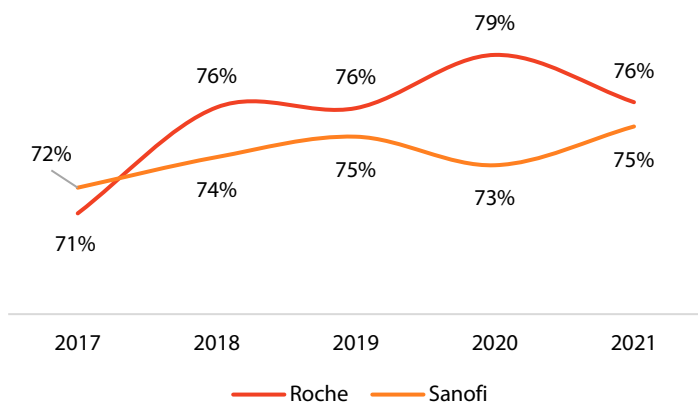
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận thuốc điều trị ung thư sẽ được cải thiện đáng kể khi nhà máy Nhơn Hội đạt tiêu chuẩn EU – GMP

Sanofi và Roche là hai công ty sản xuất thuốc điều trị ung thư lớn trên thế giới, có chuyên môn cao trong nghiên cứu, điều chế thuốc và cơ sở sản xuất hiện đại. Hai công ty có biên lợi nhuận gộp rất cao khoảng 75% với các sản phẩm thuốc ung thư được đấu thầu ở phân khúc cao cấp nhóm 1&2 (hình 9).

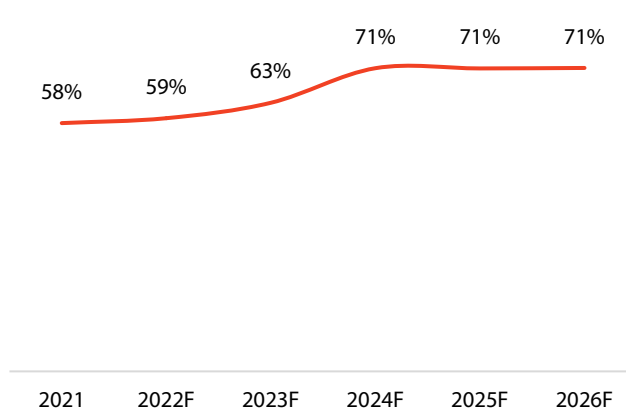
Điều kiện để dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU – GMP yêu cầu cao về cơ sở vật chất, môi trường sản xuất, trình độ dược sĩ và chất lượng sản phẩm. Hiện nay, hoạt chất để sản xuất thuốc điều trị ung thư của DBD được nhập khẩu từ Châu Âu với tiêu chuẩn cao về chất lượng. Do đó, chúng tôi cho rằng việc đạt tiêu chuẩn EU – GMP sẽ không tạo ra sự thay đổi quá lớn trong cơ cấu giá vốn của DBD, trong khi dư địa để tăng giá dành cho các sản phẩm thuốc còn rất nhiều khi chuyển từ đấu tại nhóm 4 lên nhóm 1&2, sẽ là tiền đề để biên lợi nhuận gộp thuốc ung thư của DBD mở rộng lên khoảng 70% vào năm 2024 (hình 10).

Hình 9: Biên lợi nhuận gộp của Roche và Sanofi



Nguồn: Roche, Sanofi, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Ước tính biên lợi nhuận gộp thuốc ung thư của DBD



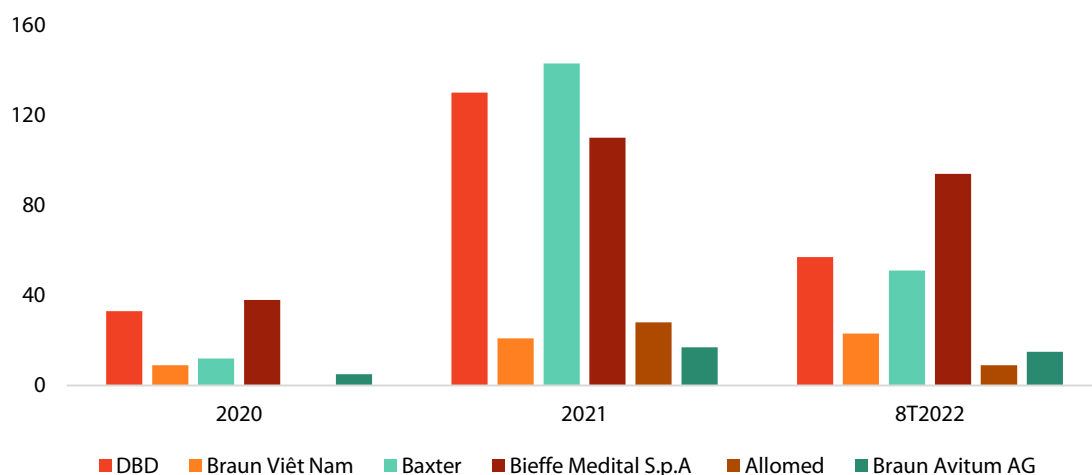
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Dung dịch phẩm thận với nhiều tiềm năng tăng trưởng cũng sẽ thúc đẩy doanh thu kênh ETC

Các sản phẩm dung dịch thẩm phân của DBD đang có thị phần lớn trong kênh ETC

Thị trường dung dịch thận tại Việt Nam đang có ít sự cạnh tranh do những yêu cầu sản xuất phức tạp (môi trường có độ tinh khiết cao và nồng độ chất hòa tan gần như bằng không) và quy mô thị trường còn tương đối nhỏ so với các dược phẩm khác. DBD với các dòng sản phẩm dung dịch thẩm phân máu và dung dịch thẩm phân phúc mạc hiện đang chiếm lĩnh được thị trường trong phân khúc sản phẩm nhóm 4&5 với giá trị trung bình chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 80% trong ba năm gần nhất (hình 11).

Hình 11: KQTT dung dịch thẩm phân



Nguồn: DAV, CTCK Rông Việt

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường dung dịch thẩm phân còn rất lớn

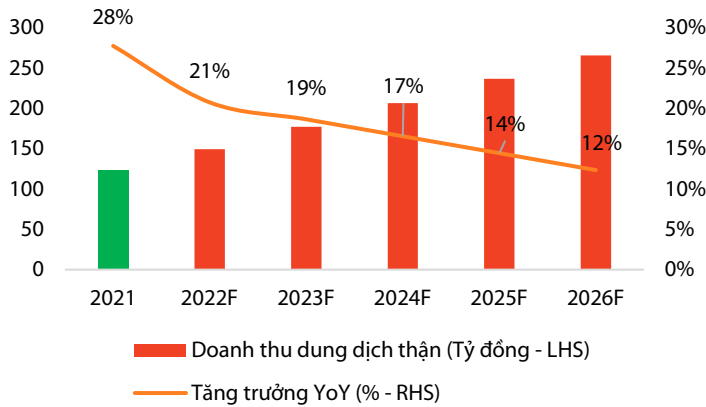
Theo thống kê của International society of nephrology vào năm 2020, trên thế giới hiện nay đang có hơn 843 triệu người đang bị suy thận và con số này được dự báo sẽ tăng lên hàng năm. Trong khi đó tại Việt Nam có khoảng 5 triệu người đang bị suy thận, trong đó khoảng 800 nghìn người bị suy thận mạn tính giai đoạn cuối phải chạy thận nhân tạo. Theo Hội lọc máu Việt Nam công bố vào năm 2020, Việt Nam đang có 5.126 máy thận nhân tạo và hiện mới đáp ứng được 30% nhu cầu điều trị lọc máu màng bụng.

Dựa trên dự báo được các cơ quan Y tế đưa ra, chúng tôi cho rằng dư địa để tăng trưởng sản phẩm dung dịch thận của DBD còn rất nhiều do 1) Quy mô thị trường dung dịch thận có thể mở rộng khi mỗi năm có thêm khoảng 8.000 ca mắc mới và cơ sở vật chất vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu hiện tại, 2) các đối thủ cạnh tranh lớn đều là các công ty nước ngoài, quỹ BHXH đang co hẹp sẽ dẫn tới sự dịch chuyển nhu cầu sang các đơn vị sản xuất nội địa. Dự phóng doanh thu dung dịch thẩm phân năm 2022 và 2026 lần lượt đạt 149 tỷ đồng và 266 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 4 năm là 15% (hình 12).

Tổng kết, doanh thu dự phóng kênh ETC vào năm 2022 và 2026 lần lượt đạt 721 tỷ đồng và 1.507 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép 4 năm là 20% (hình 13).

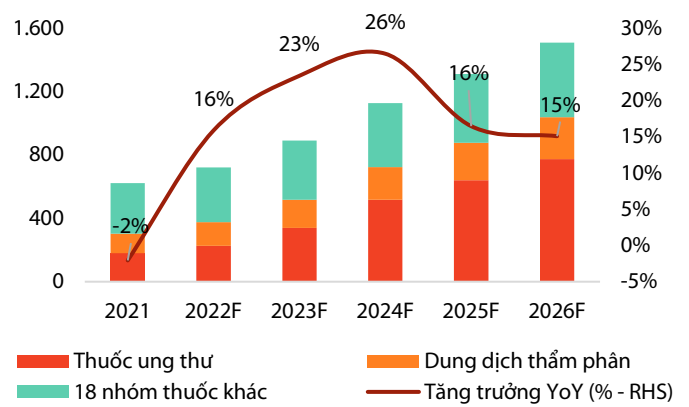
Theo báo cáo Q3/2022 của Fitch Solutions, con số thống kê chi tiêu bình quân đầu người dành cho dược phẩm tại Việt Nam là 1,5 triệu đồng vào năm 2021 và dự báo sẽ tăng lên 2,1 triệu đồng vào năm 2026, tương đương với tốc độ tăng trưởng kép là 7,7%. 18 nhóm thuốc khác nhau trên kênh ETC đều là những sản phẩm có tính cạnh tranh cao, do đó chúng tôi giả định doanh thu những nhóm thuốc này sẽ tăng trưởng ổn định khoảng 8%/năm.

Hình 12: Dự phóng doanh thu dung dịch thẩm phân



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Dự phóng doanh thu kênh ETC (Tỷ đồng)

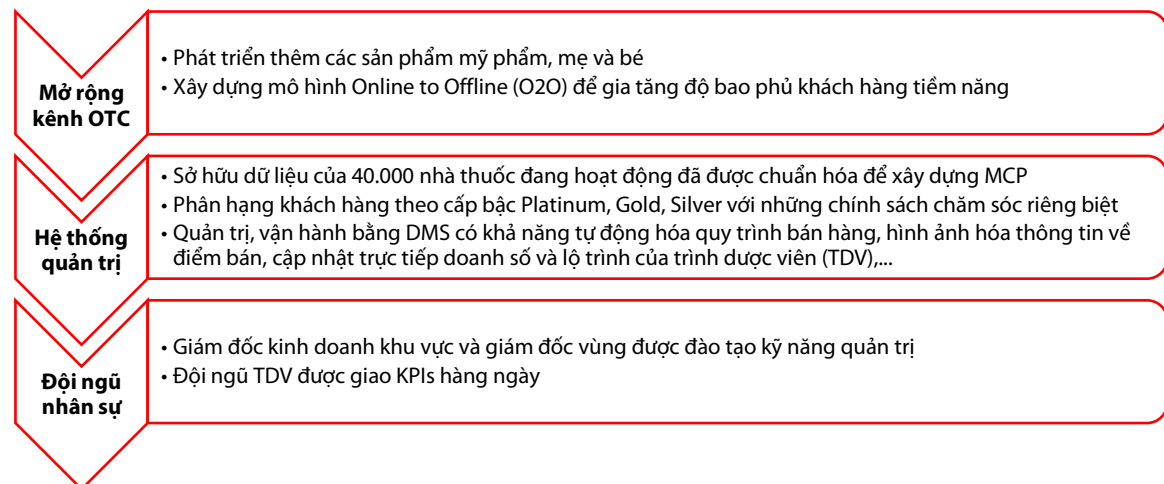


Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

DBD tiếp tục đẩy mạnh mở rộng thị trường nhà thuốc (OTC)

DBD đã và đang tăng cường sự hiện diện ở một số lượng lớn hơn các nhà bán lẻ, thay vì chỉ tập trung vào các hiệu thuốc lớn nhất. Công ty hiện đang sở hữu master data với số lượng khoảng 40.000 khách hàng đã được chuẩn hóa để xây dựng Master Coverage Plan (MCP) cho đội ngũ trình dược viên. Từ đó, công ty sẽ có hướng dẫn các công việc cụ thể cho đội ngũ trình dược viên (TDV), gồm khách hàng mục tiêu, lộ trình hàng ngày. Công ty đã thúc đẩy số lượng nhà bán lẻ tăng từ khoảng 15.000 vào năm 2021 lên 17.500 trong 6T2022. Con số này có thể được nâng lên 18.700 vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đạt được 30.000 vào năm 2025 (hình 15).

Hình 14: Chiến lược kinh doanh kênh OTC

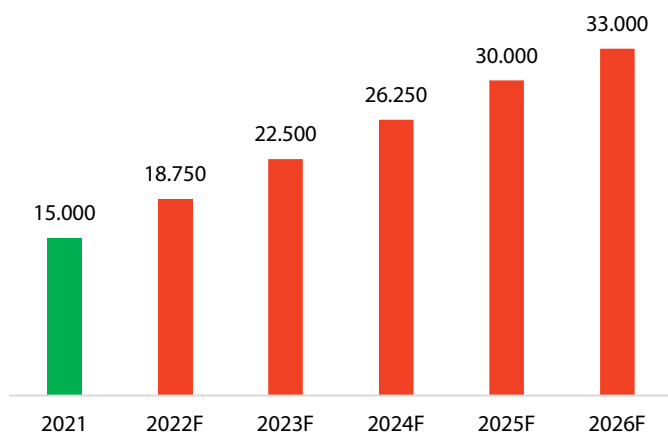


Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Chúng tôi ước tính mỗi khách hàng nhà thuốc hiện nay đang mang đến doanh thu hàng năm cho DBD khoảng 30 triệu đồng. Con số này đang khá thấp so với mức trung bình ngành là 40 – 60 triệu đồng/nhà thuốc/năm, một số doanh nghiệp đầu ngành kênh OTC như DHG hay Sanofi đang có mức doanh thu đạt 100 – 150 triệu đồng/nhà thuốc/năm.

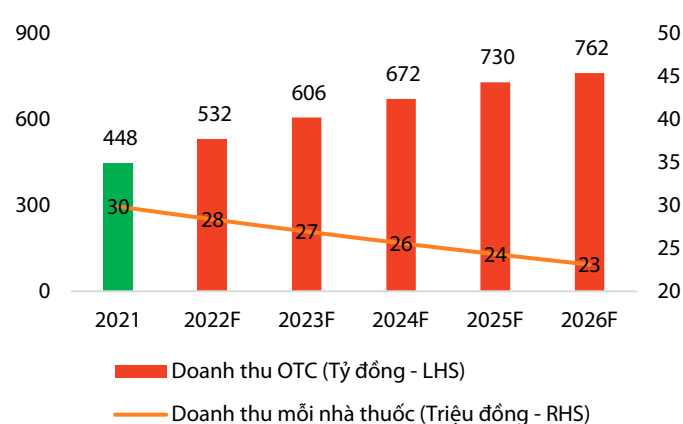
Hiện nay, DBD đang phải cạnh tranh với khoảng 180 doanh nghiệp trên kênh OTC. Trong một thị trường cạnh tranh gay gắt như vậy, chúng tôi cho rằng, công ty sẽ giảm nhẹ chính sách giá bán hiện tại để mở rộng tệp khách hàng nhà thuốc cho mục tiêu dài hạn. Dựa vào đó, chúng tôi dự phóng doanh thu kênh OTC sẽ đạt 532 tỷ đồng và 762 tỷ đồng vào năm 2022 và 2026, tương đương với mức tăng trưởng kép 4 năm là 9% (hình 16).

Hình 15: Số lượng khách hàng nhà thuốc



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Dự phóng doanh thu kênh OTC



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

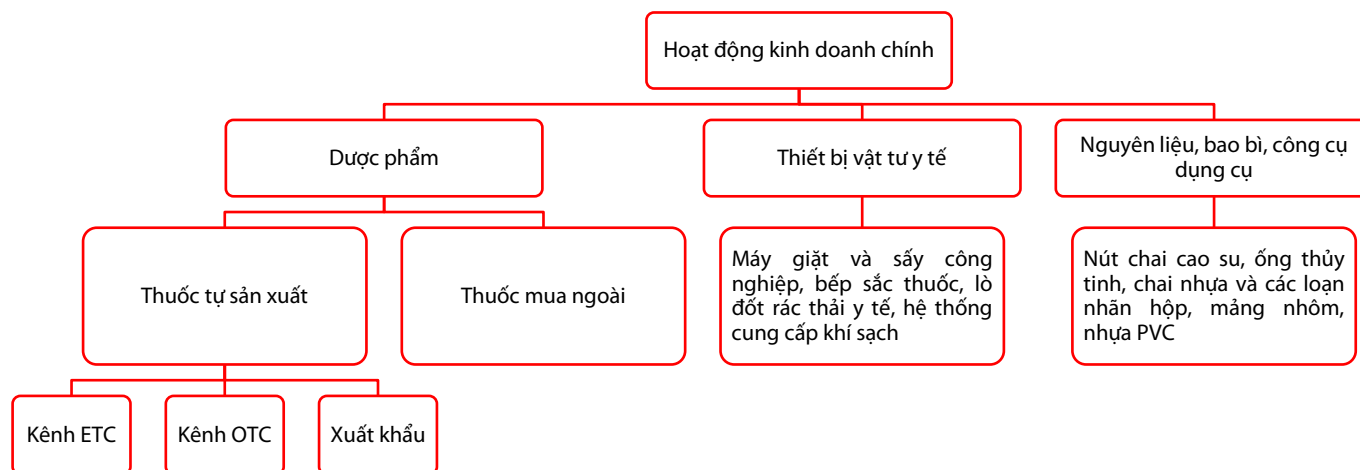
Tổng quan doanh nghiệp

Công ty cổ phần Dược – Trang thiết bị y tế Bình Định được thành lập năm 1995 sau khi hợp nhất công ty dược vật tư y tế Bình Định và Xí nghiệp dược phẩm II Nghĩa Bình. Công ty bắt đầu sản xuất dung dịch phẩm phân máu và thuốc điều trị ung thư dạng tiêm lần lượt vào năm 2006 và 2010. Năm 2021, quy trình sản xuất thuốc điều trị ung thư dạng viên chính thức được Sở Khoa học và Công nghệ tỉnh Bình Định nghiệm thu kết quả. Trong suốt quá trình hoạt động, DBD đã khẳng định được vị thế là một trong những công ty nội địa hàng đầu về sản xuất thuốc điều trị ung thư và dung dịch phẩm phân máu.

Lĩnh vực kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của DBD là sản xuất và phân phối dược phẩm, ngoài ra công ty còn có các hoạt động thương mại về thiết bị vật tư y tế và nguyên liệu, bao bì, công cụ dụng cụ.

Hình 17: Ngành nghề kinh doanh chính



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

(1) Sản xuất và phân phối dược phẩm

DBD đang sản xuất trên 200 sản phẩm được chia làm 20 nhóm thuốc mà trong đó chủ lực là nhóm thuốc kháng sinh, thuốc điều trị ung thư và dung dịch phẩm phân máu. Năm 2021, doanh thu thuần dược phẩm đạt 1.179 tỷ đồng (+3% YoY), chiếm tỷ trọng 76%.

Ngoài ra, công ty còn có hoạt động thương mại các sản phẩm thuốc mua ngoài. Mảng thuốc mua ngoài từng đóng góp tỷ trọng lên tới trên 20% doanh thu thuần hợp nhất của DBD trong giai đoạn 2016 – 2019.

Năm 2020, DBD quyết định nâng mức tối đa nhà đầu tư nước ngoài có thể sở hữu lên tới 100%. Khi đó DBD sẽ chỉ được cung cấp dược phẩm do chính công ty sản xuất (theo quy định của WTO). Khắc phục vấn đề này, DBD đã thông qua công ty con là Công ty TNHH MTV thương mại Bidiphar để hoạt động cung cấp các sản phẩm thuốc mua ngoài. Tuy nhiên, mảng kinh doanh này mang lại lợi nhuận khá thấp, với biên gộp chỉ khoảng 10% dẫn đến DBD cũng không tập trung quá nhiều tiềm lực để phát triển. Năm 2020 và 2021, tỷ trọng doanh thu thuốc mua ngoài chỉ chiếm khoảng 8% doanh thu thuần hợp nhất.

(2) Phân phối thiết bị vật tư y tế

DBD là trung gian cung cấp thiết bị vật tư y tế (máy giặt và sấy công nghiệp, bếp sắc thuốc, lò đốt rác thải y tế, hệ thống cung cấp khí sạch...) cho bệnh viện, cơ sở y tế hoặc cho bên thứ 3. Năm 2021, doanh thu từ phân phối thiết bị vật tư y tế đạt 365 tỷ đồng (+297% YoY), chiếm tỷ trọng 23%. Bước

tăng trưởng đột biến này tới từ nhu cầu mua sắm thiết bị vật tư y tế của các bệnh viện và cơ sở y tế để phục vụ công tác phòng chống dịch COVID – 19 bùng phát tại Việt Nam trong năm 2021.

(3) Cung cấp nguyên liệu, bao bì, công cụ dụng cụ

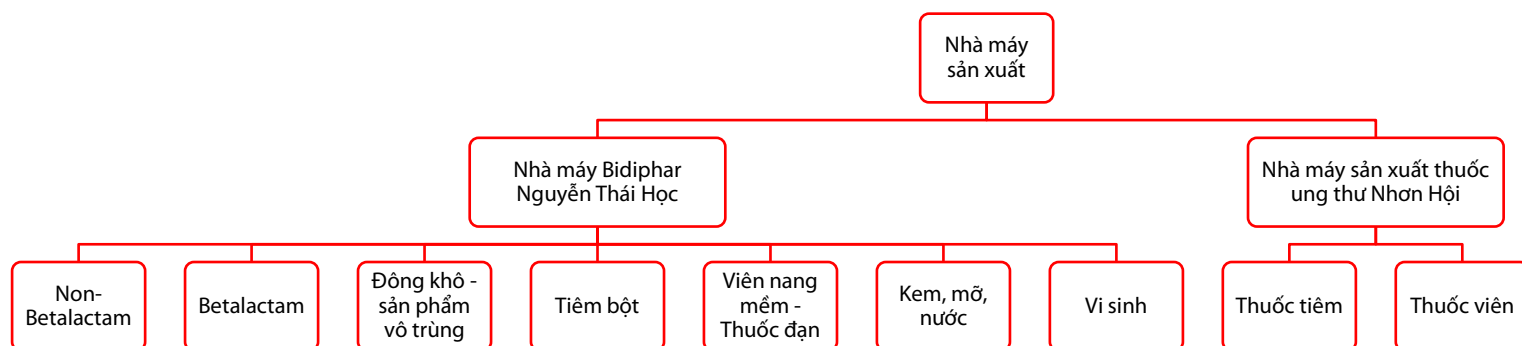
Những nguyên liệu đầu vào còn dư thừa sau quá trình sản xuất sẽ được DBD bán lại cho các doanh nghiệp khác có nhu cầu sử dụng. Doanh thu cung cấp nguyên liệu, bao bì, công cụ dụng cụ năm 2021 đạt 14 tỷ đồng (+1% YoY), đóng góp tỷ trọng rất nhỏ khoảng 1% vào doanh thu thuần hợp nhất.

Năng lực sản xuất

DBD đang sở hữu hai nhà máy sản xuất dược phẩm:

- Nhà máy Bidiphar Nguyễn Thái Học có 7 phân xưởng với 16 dây chuyền sản xuất đều đạt chuẩn WHO – GMP (hình 18). Tổng công suất thiết kế của nhà máy khoảng 2,3 tỷ đơn vị sản phẩm/năm và công suất hoạt động thực tế trong năm 2022 dự kiến đạt trung bình 52% công suất thiết kế.
- Nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội đã được hoàn thành sau nhiều năm xây dựng. Nhà máy gồm có hai dây chuyền sản xuất là thuốc tiêm và thuốc viên với công suất thiết kế lần lượt là 3,5 triệu lọ/năm và 65 triệu viên/năm. Dây chuyền thuốc tiêm đã được phê duyệt tiêu chuẩn WHO – GMP và đưa vào hoạt động kể từ tháng 3/2022. Dây chuyền sản xuất thuốc viên đang trong quá trình thử nghiệm và chờ Bộ Y tế phê duyệt tiêu chuẩn WHO – GMP trước khi đưa vào hoạt động chính thức vào tháng 11/2022.

Hình 18: Nhà máy – phân xưởng sản xuất dược phẩm của DBD



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Sau khi hoàn thiện nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội, DBD tiếp tục thực hiện kế hoạch xây dựng mới hai nhà máy đạt tiêu chuẩn EU – GMP với tổng vốn đầu tư khá lớn lên tới hơn 1.000 tỷ đồng. Cụ thể:

- Nhà máy sản xuất thuốc Non – Betalactam có tổng vốn đầu tư ban đầu 375 tỷ đồng, dự kiến khởi công vào tháng 11/2022 với tiến độ xây dựng và lắp đặt thiết bị cho nhà máy dự kiến trong vòng 16 tháng. Nhà máy bao gồm 4 dây chuyền sản xuất: 1) dây chuyền thuốc viên nén (665 triệu viên/năm); 2) dây chuyền thuốc viên bao (345 triệu viên/năm); 3) dây chuyền thuốc viên nang (300 triệu viên/năm); 4) dây chuyền thuốc gói (10 triệu viên/năm).
- Nhà máy thuốc vô trùng có tổng vốn đầu tư ban đầu là 678 tỷ đồng, dự kiến khởi công vào tháng 9/2023. Nhà máy bao gồm 4 dây chuyền sản xuất: 1) thuốc tiêm đóng ống thủy tinh (90 triệu ống/năm); 2) thuốc tiêm đông khô và thuốc tiêm dung dịch đóng lọ (30 triệu lọ/năm); 3) dung dịch thẩm phân túi (3 triệu túi dung tích 2 lít/năm); 4) dung dịch thận (2,5 triệu can/năm).

Kế hoạch triển khai hai nhà máy với tiêu chuẩn EU – GMP là bằng chứng rõ nét trong chiến lược hướng tới những dòng sản phẩm thuộc phân khúc cao cấp, có giá bán cao tạo động lực tăng trưởng trong dài hạn. Chúng tôi tin rằng DBD hoàn toàn có khả năng thực hiện dự án mà không gặp áp lực quá lớn về dòng tiền: 1) nguồn lợi nhuận chưa phân phối lũy kế hết năm 2021 trên 400 tỷ đồng và lợi nhuận tạo ra

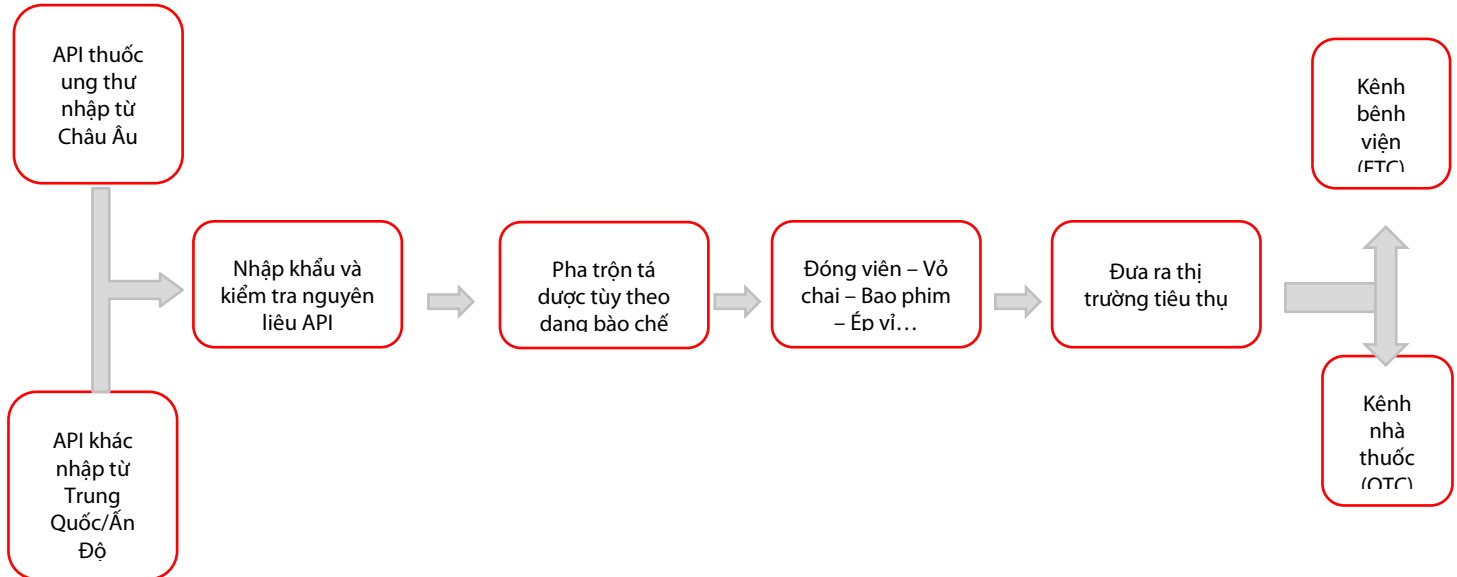
hàng năm trên 200 tỷ đồng được giữ lại hoàn toàn cho tới khi hoàn thành dự án; 2) tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (VCSH) đang ở mức thấp (hình 40), Công ty hoàn toàn có nhiều dư địa để vay vốn nếu cần thiết.

Quy trình sản xuất và phân phối dược phẩm

API(*) nhập khẩu từ nước ngoài được DBD kiểm tra và đánh giá, sau đó pha trộn cùng tá dược rồi đưa vào điều chế, đóng gói thành phẩm và đưa ra thị trường tiêu thụ.

(*) Dược phẩm hoạt chất API (Active Pharmaceutical Ingredient) là nguyên liệu chính được sử dụng trong sản xuất thuốc. Chất này có hoạt tính dược lý hoặc các tác dụng trực tiếp khác trong chẩn đoán bệnh, điều trị, giảm các triệu chứng, điều trị hoặc phòng bệnh, hoặc có thể ảnh hưởng đến chức năng hoặc cấu trúc của cơ thể.

Hình 19: Quy trình sản xuất và phân phối thuốc dược phẩm

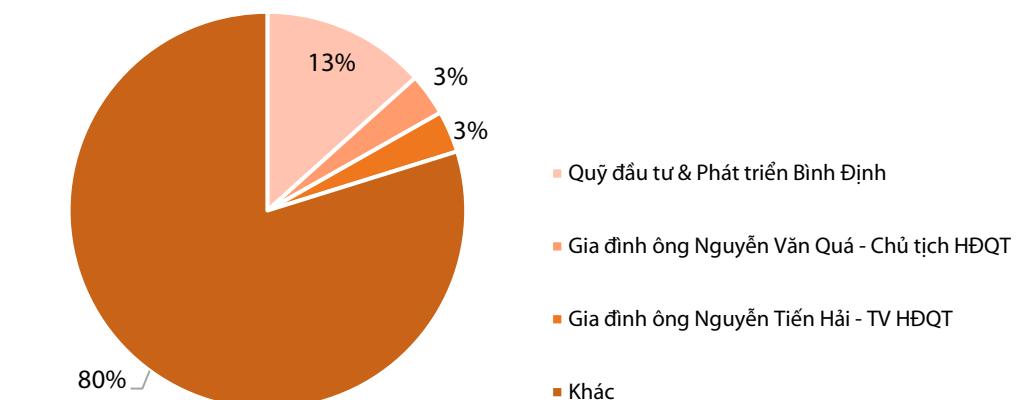


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cơ cấu cổ đông

Quỹ đầu tư & phát triển Bình Định là cổ đông tổ chức lớn duy nhất, sở hữu 13,35% cổ phần DBD. Theo kế hoạch thoái vốn mới nhất của UBND tỉnh, Quỹ đầu tư & phát triển Bình Định đã lùi thời điểm thực hiện thoái toàn bộ vốn tại DBD từ 2020 sang giai đoạn từ 2021 – 2025 và đang chờ ý kiến chỉ đạo của Thủ tướng Chính phủ.

Hình 20: Cơ cấu cổ đông của DBD



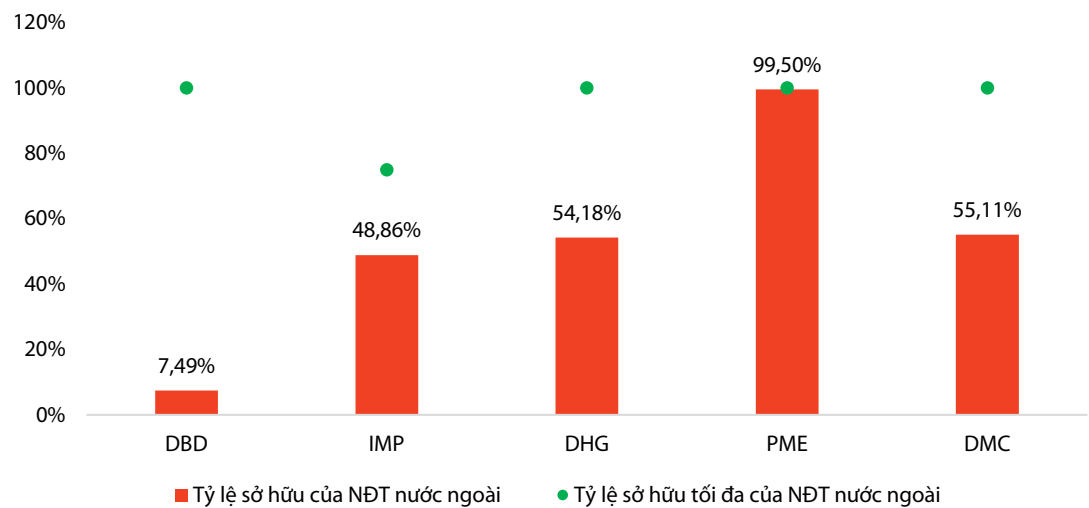
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Tiềm năng cho một thương vụ M&A trong tương lai

Ngành dược của Việt Nam đang có sức hút lớn đối với nhà đầu tư nước ngoài khi có thể sở hữu với tỷ lệ lên tới 100%. Nhiều tổ chức nước ngoài đã có sự hợp tác chiến lược với các công ty đang được niêm yết như SK Investment và IMP, Taisho Pharmaceutical và DHG, Abbot Laboratories và DMC và điển hình là trường hợp Stada Service Holding B.V sở hữu tới 99% tại PME. Hiện tại cơ cấu cổ đông của DBD tỷ lệ sở hữu của khối ngoại là khá thấp với tỷ lệ chỉ là 7,49% (hình 20), đồng thời chưa có sự xuất hiện của một tổ chức lớn để hợp tác làm cổ đông chiến lược.

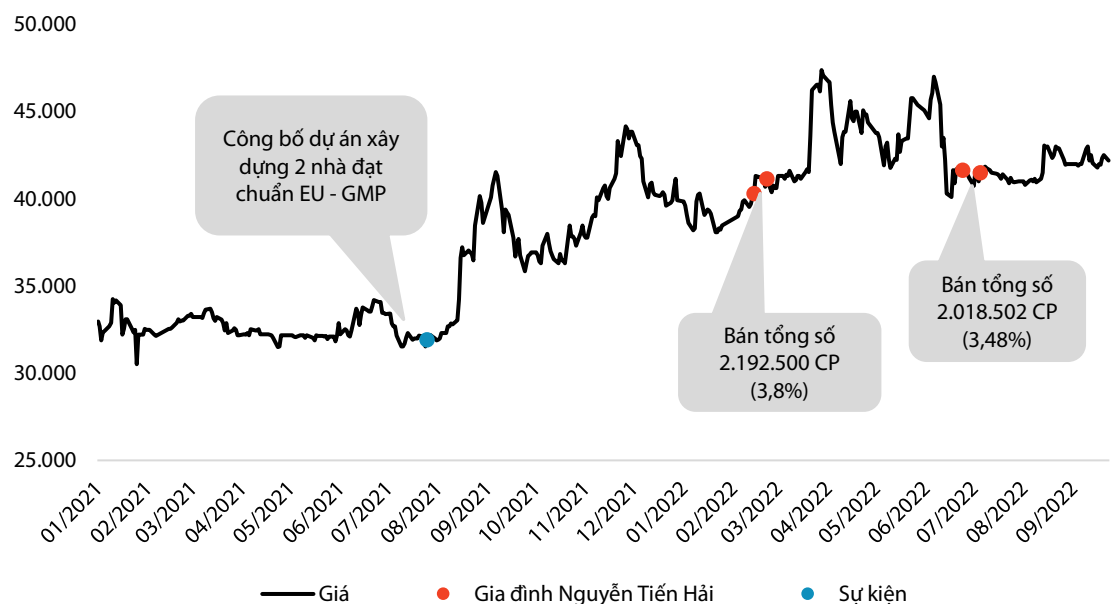
DBD với những lợi thế về kinh nghiệm lâu đời và năng lực nghiên cứu, sản xuất thuốc đa dạng và dư địa để sở hữu là rất lớn. Do đó, chúng tôi cho rằng DBD hoàn toàn có thể là một mục tiêu lý tưởng cho các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài khi ngành dược tại Việt Nam còn rất ít sự lựa chọn. Điều này có thể là một chất xúc tác hỗ trợ giá cổ phiếu tăng trưởng trong tương lai.

Hình 21: Tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài tại một số công ty niêm yết



Nguồn: VSD, CTCK Rông Việt

Hình 22: Diễn biến giá cổ phiếu và một số sự kiện nổi bật



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rông Việt

Công ty con và công ty liên kết của DBD

DBD đang sở hữu công ty con là Công ty TNHH MTV Thương mại Bidiphar với tỷ lệ sở hữu là 100%, được thành lập để hoạt động phân phối thuốc mua ngoài sau khi DBD nâng tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài từ 49% lên 100% vào năm 2020.

DBD đang sở hữu 33,58% cổ phần tại Công ty cổ phần cao su Bidiphar. Công ty này hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác, chế biến và kinh doanh mủ cao su với diện tích đất trồng lên tới 5.000 ha. Công ty mang lại kết quả kinh doanh ổn định với doanh thu và LNTT lần lượt đạt 180 tỷ đồng và 46 tỷ đồng hàng năm.

Bảng 1: Danh sách công ty con và công ty liên kết

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ quyền biểu quyết	Ngành nghề kinh doanh
Công ty TNHH MTV Thương mại Bidiphar	100%	100%	Buôn bán thuốc tân dược, dược liệu, vật tư y tế
Công ty cổ phần cao su Bidiphar	33,58%	33,58%	Trồng, khai thác, chế biến và kinh doanh mủ cao su

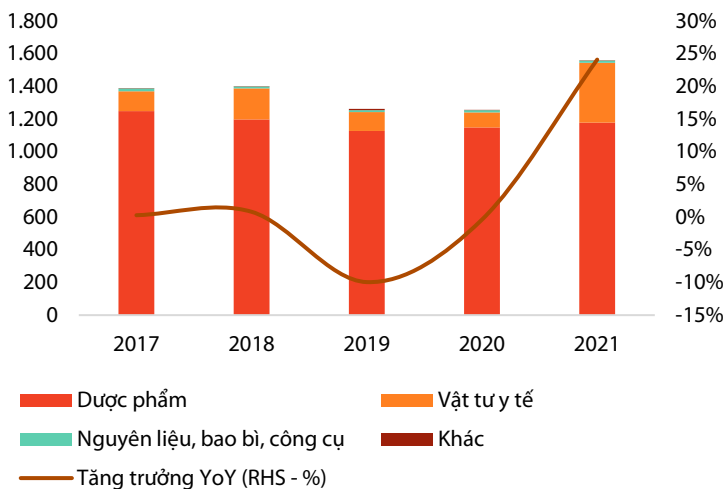
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Phân tích tài chính

Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ do sự bùng phát của dịch COVID – 19

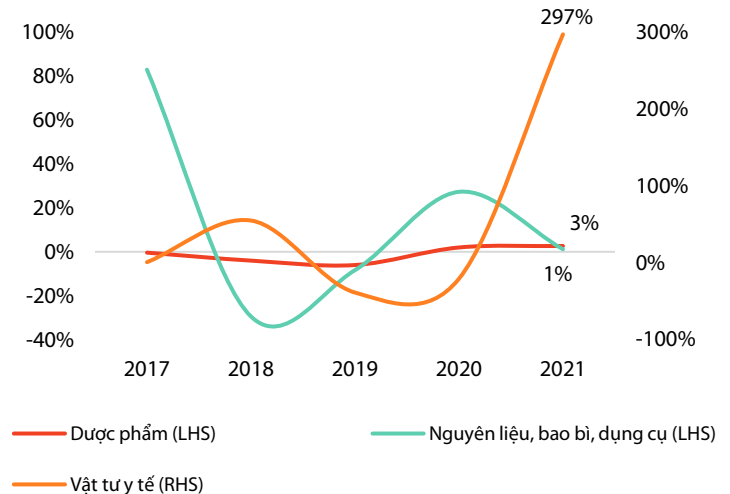
Năm 2021, DBD ghi nhận doanh thu thuần đạt 1.559 tỷ đồng (+24% YoY), các mảng kinh doanh chính của DBD đều có sự tăng trưởng, đặc biệt ở lĩnh vực phân phối thiết bị vật tư y tế tăng trưởng lên tới 297% YoY.

Hình 23: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (LHS – Tỷ đồng)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 24: Tăng trưởng doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Dịch bệnh bùng phát có những tác động trái chiều tới hai kênh phân phối ETC và OTC

Danh mục thuốc tự sản xuất của DBD được chia làm 20 nhóm thuốc. Trong đó, thuốc điều trị ung thư và dung dịch phẩm phân máu là hai nhóm thuốc chỉ được sử dụng ở bệnh viện, còn lại 18 nhóm thuốc khác đều được phân phối trên cả hai kênh ETC và OTC (hình 25).

Hình 25: Kênh phân phối thuốc tự sản xuất

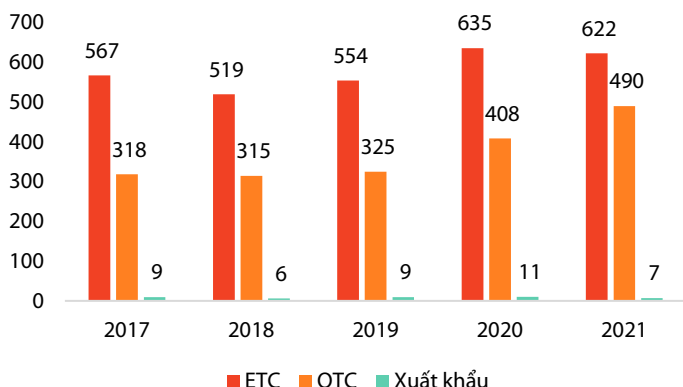


Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của hai kênh bán hàng này diễn biến trái chiều trong năm 2021 đến từ việc bùng phát dịch bệnh COVID – 19 tại Việt Nam. Cụ thể:

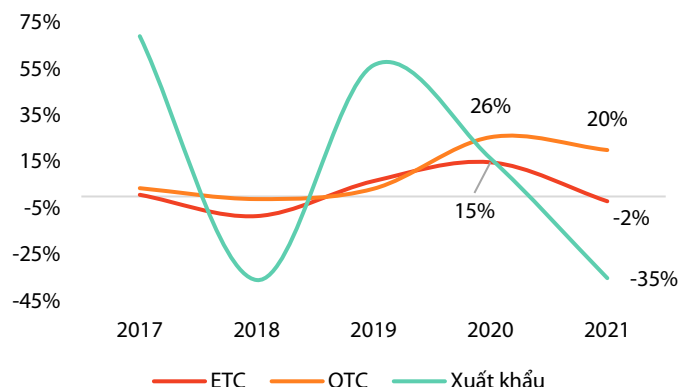
- Doanh thu kênh ETC ghi nhận 622 tỷ đồng (-2% YoY), tương ứng chiếm tỷ trọng là 56%. Dịch bệnh khiến phần lớn bệnh nhân không thể tới bệnh viện để khám chữa bệnh làm cho doanh thu kênh ETC giảm nhẹ so với cùng kỳ. Điểm tích cực là các nhóm sản phẩm chủ lực của DBD đều tăng trưởng tốt: thuốc ung thư, dịch thận và kháng sinh tiêm lần lượt tăng 38%, 28% và 11% so với cùng kỳ. Doanh thu ba nhóm thuốc này đóng góp gần 70% doanh thu kênh ETC của DBD.
- Ngược lại, kênh OTC vẫn ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số nhờ sự gia tăng về nhu cầu mua thuốc điều trị triệu chứng do COVID và thực phẩm chức năng, Vitamin & khoáng chất phục hồi sức khỏe giúp cho kênh OTC đạt 490 tỷ đồng (+20% YoY), tương ứng chiếm tỷ trọng 44%.

Hình 26: Doanh thu theo kênh bán hàng (Tỷ đồng)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 27: Tăng trưởng doanh thu theo kênh bán hàng (%)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

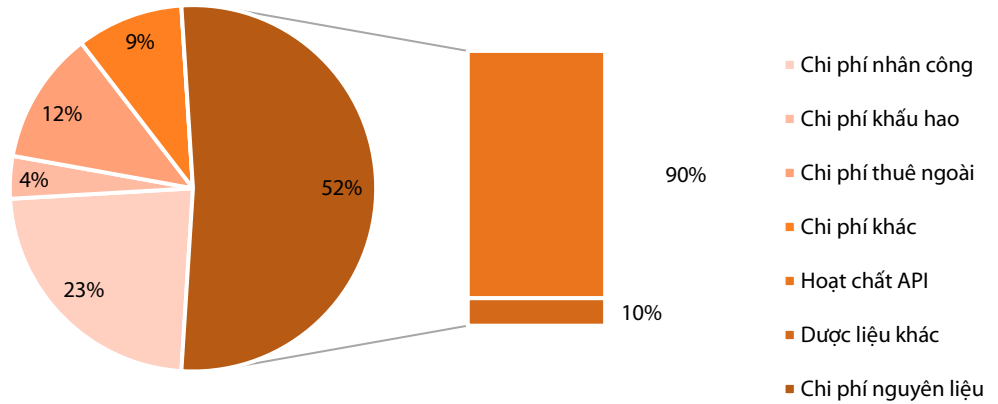
Cơ cấu giá vốn sản xuất

Nguyên liệu chiếm tỷ trọng trung bình 52% giá thành sản xuất dược phẩm của DBD, trong đó hoạt chất API chiếm tỷ trọng lên tới 90% chi phí nguyên vật liệu, còn lại 10% là các dược liệu khác (hình 28).

- Hoạt chất API đầu vào cho quy trình sản xuất thuốc ung thư và kháng sinh hàm lượng mạnh của DBD được nhập từ Châu Âu với tỷ trọng khoảng 25%. DBD đang có 1 – 2 nhà cung cấp 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.

- Các hoạt chất API khác được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ chiếm tỷ trọng 75%. Kể từ năm 2017, sau khi Trung Quốc bắt đầu đóng cửa các nhà máy sản xuất nguyên liệu không đạt chất lượng, gây ảnh hưởng tới môi trường thì giá thành API có xu hướng tăng với tốc độ trung bình 8,4% hàng năm.

Hình 28: Cơ cấu giá vốn sản xuất



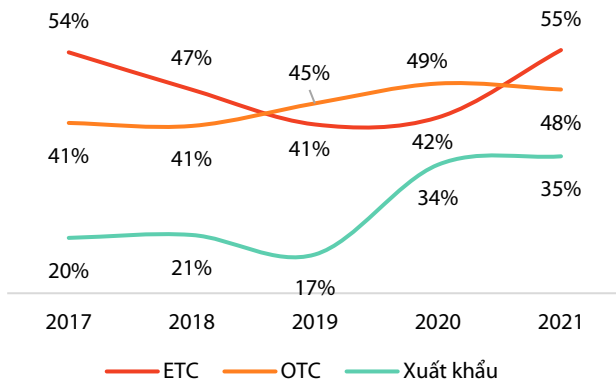
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực kinh doanh thuốc tăng lên đáng kể...

Dịch bệnh COVID – 19 bùng phát gây nên đứt gãy chuỗi cung ứng trên toàn cầu, chi phí nguyên liệu đầu vào của DBD cũng vì thế mà tăng lên. DBD đã có những biện pháp để tiết kiệm chi phí sản xuất, cộng thêm sự thiếu hụt thuốc trầm trọng ở nhiều bệnh viện khiến cho giá thuốc các sản phẩm chủ lực tăng khá nhanh. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp kênh ETC mở rộng đáng kể, từ mức 42% vào năm 2020 tăng lên 55% năm 2021 (hình 29).

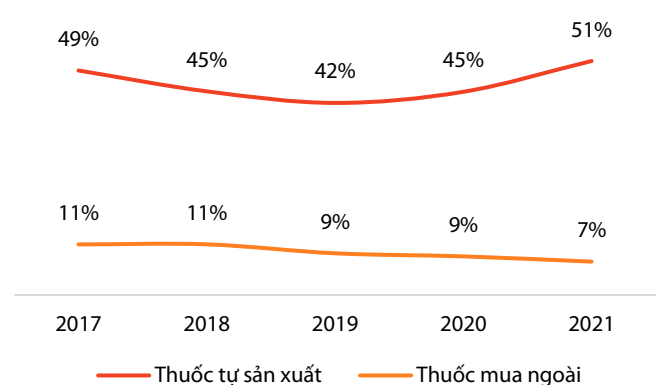
Giai đoạn 2018 – 2020, khi DBD bắt đầu tập trung phát triển kênh OTC, biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ 41% lên 49% (hình 30), nhờ vào: 1) Thuốc bán tại kênh OTC thường có giá cao hơn từ 30% - 250% (tùy từng loại thuốc); 2) Công ty tập trung đẩy mạnh những sản phẩm có biên gộp cao như Vitamin & khoáng chất, tiêu hóa, tim mạch, tẩy trùng và sát khuẩn... Tuy nhiên, những sản phẩm kinh doanh tại kênh OTC của DBD đang phải cạnh tranh gay gắt với khoảng 180 doanh nghiệp sản xuất thuốc tại Việt Nam nên biên gộp của kênh OTC gần như đi ngang vào năm 2021 sau những năm đầu tăng trưởng nhanh.

Hình 29: Biên lợi nhuận gộp theo kênh bán hàng



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 30: Biên lợi nhuận gộp theo loại hình kinh doanh thuốc



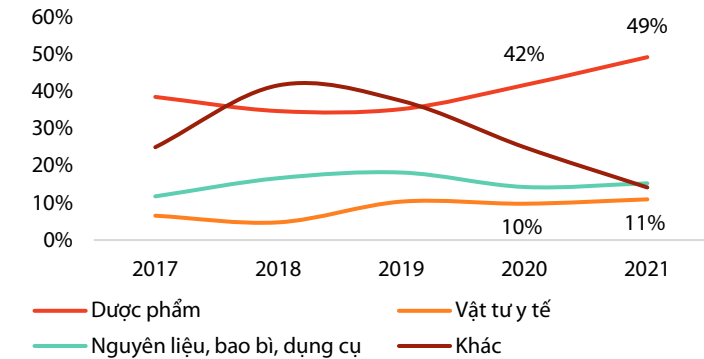
Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

... Nhưng biên lợi nhuận gộp tổng thể gần như đi ngang

Dựa vào biên lợi nhuận gộp của kênh ETC được cải thiện mạnh nên biên gộp của mảng thuốc tự sản xuất tăng từ 45% lên 51% (hình 30). Đồng thời DBD giảm tỷ trọng mảng phân phối thuốc mua ngoài (có biên gộp thấp) đã giúp biên lợi nhuận gộp lĩnh vực dược phẩm được cải thiện đáng kể từ 42% vào năm 2020 lên 49% (hình 31).

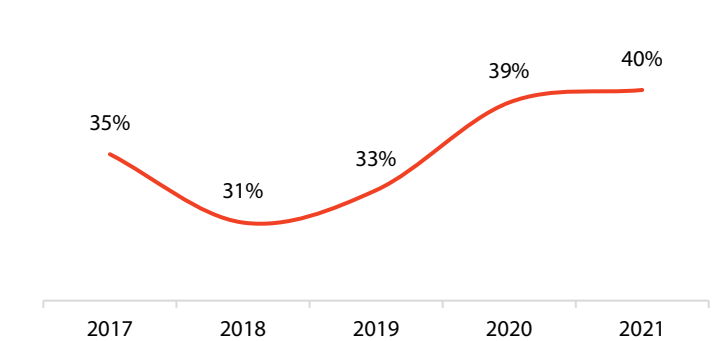
Tuy nhiên, do tỷ trọng đóng góp của mảng thiết bị vật tư y tế (có biên lợi nhuận khoảng 10%) đã tăng mạnh từ mức 7% vào năm 2020 lên 23% trong năm 2021, biên lợi nhuận gộp tổng thể năm 2021 của DBD gần như đi ngang (hình 32).

Hình 31: Biên lợi nhuận theo lĩnh vực kinh doanh



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Biên lợi nhuận gộp tổng thể



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

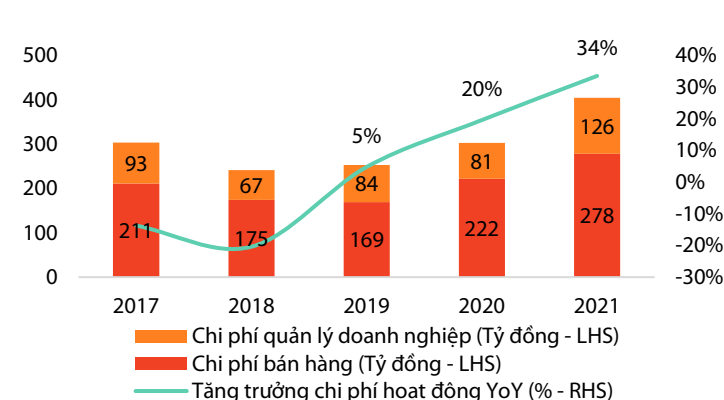
Biên LNST duy trì ổn định dù cho chi phí bán hàng và quản lý tăng nhanh

Năm 2019, DBD bước đầu thay đổi chiến lược kinh doanh trên kênh OTC, thay vì tập trung vào những cửa hàng lớn nhất thì Công ty tăng cường sự hiện diện ở một số lượng lớn nhà thuốc bán lẻ. Theo đuổi chiến lược này, DBD tập trung mở rộng đội ngũ bán hàng được đào tạo theo lộ trình cụ thể và đầu tư cho quảng cáo. Do đó, chi phí bán hàng tăng khá nhanh trong 2 năm gần nhất với tốc độ tăng trưởng kép lên tới 28%.

Chi phí quản lý của DBD cũng tăng nhanh với tốc độ tăng trưởng kép lên tới 23% trong giai đoạn 2019 – 2021. Trong ba năm này, DBD đều trích lập dự phòng phải thu khó đòi đối với các khách hàng mua sắm vật tư y tế của công ty với tổng giá trị 58 tỷ đồng. Hiện nay, DBD không còn chính sách bán thiết bị y tế cho bên thứ ba mà sẽ trực tiếp bán cho khách hàng cuối là các cơ sở y tế công. Do đó, chúng tôi đánh giá khả năng phát sinh nợ khó đòi trong tương lai của DBD là tương đối thấp.

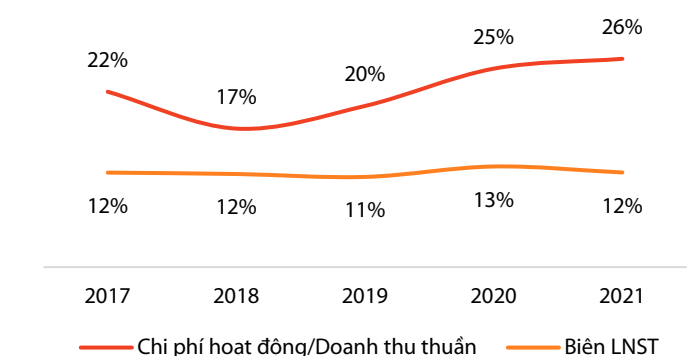
Dù cho chi phí hoạt động của DBD đang tăng nhanh trong những năm gần đây nhưng tỷ suất chi phí hoạt động/doanh thu thuần vẫn duy trì ở mức 25% giúp cho biên LNST được ổn định khoảng 12%/năm.

Hình 33: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 34: Tỷ suất chi phí hoạt động/Doanh thu thuần và biên LNST (%)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt nhanh hơn

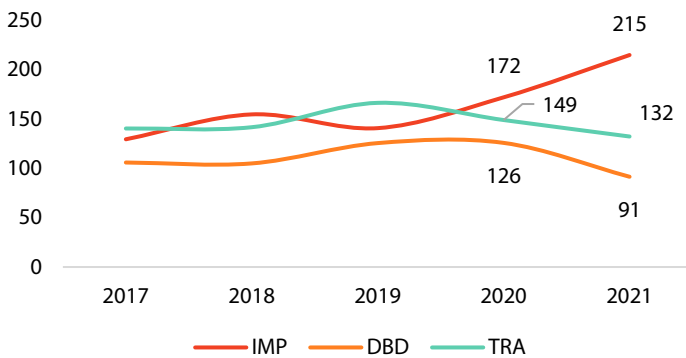
Hàng tồn kho của DBD phần lớn là nguyên liệu làm thuốc thời hạn bảo quản từ 3 – 4 tháng. Năm 2021, do lo ngại dịch bệnh COVID – 19 có thể làm gián đoạn quá trình sản xuất và phân phối thuốc làm cho nguyên liệu bị tồn đọng, Công ty chủ động giảm số ngày tồn kho 35 ngày so với năm 2020 (hình 35).

Đặc điểm đối với khách hàng là các bệnh viện sẽ có số ngày thu tiền dài hơn so với khách hàng nhà thuốc do bệnh viện sẽ cần nhiều thời gian hơn để hoàn tất thủ tục thanh toán với Bảo hiểm xã hội. Thay đổi trong chiến lược kinh doanh, hướng đến mở rộng kênh OTC bắt đầu giúp cho số ngày thu tiền của DBD giảm. Xu hướng của DBD đang ngược lại với IMP khi công ty này đang có chiến lược mở rộng kênh ETC (hình 36).

Số ngày trả tiền cho nhà cung cấp giảm 36 ngày so với năm 2020 do công ty tiến hành thanh toán bớt các khoản nợ cho nhà cung cấp như Truking Technology, Fresenius Kabi (hình 37).

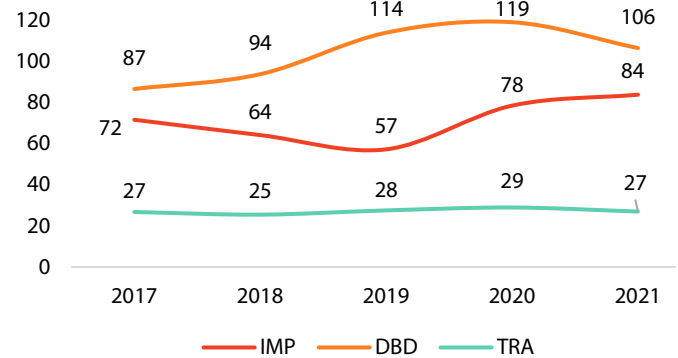
Nhìn chung, nhờ vào những thay đổi trong quản lý và chiến lược kinh doanh đã giúp cho chu kỳ chuyển đổi tiền của DBD được cải thiện vào năm 2021 (hình 38).

Hình 35: Số ngày tồn kho



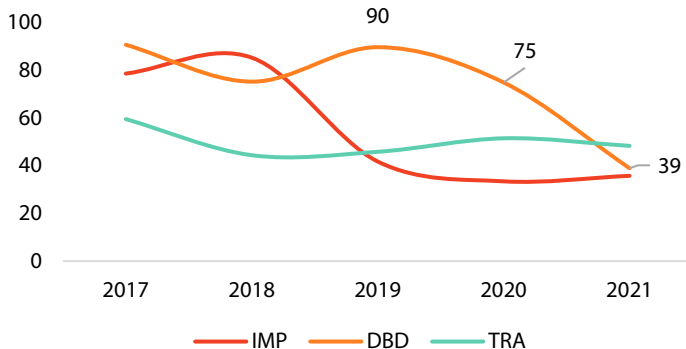
Nguồn: DBD, IMP, TRA, CTCK Rổng Việt

Hình 36: Số ngày nợ phải thu



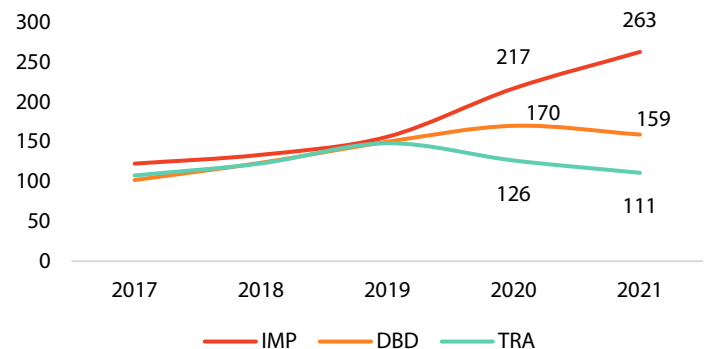
Nguồn: DBD, IMP, TRA, CTCK Rổng Việt

Hình 37: Số ngày nợ phải trả



Nguồn: DBD, IMP, TRA, CTCK Rổng Việt

Hình 38: Chu kỳ chuyển đổi tiền

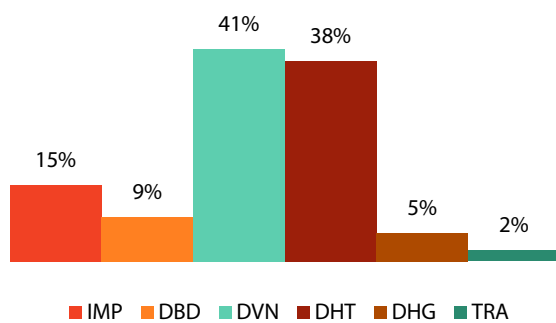


Nguồn: DBD, IMP, TRA, CTCK Rổng Việt

Tỷ lệ nợ vay/VCSH của DBD luôn ở mức an toàn

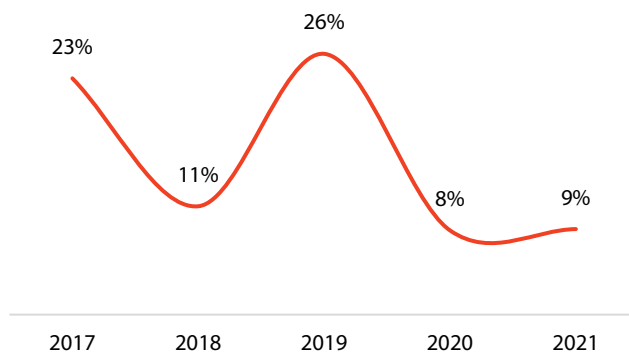
DBD nằm thuộc nhóm những công ty trong ngành được có cấu trúc vốn không sử dụng quá nhiều nợ vay (hình 39). Trong 5 năm gần nhất, tỷ lệ nợ vay/VCSH của DBD đạt mức cao nhất 26% vào năm 2019 (hình 40) do trong năm công ty tăng vay nợ ngắn hạn để phục vụ cho công tác đầu tư dây chuyền sản xuất thuốc, mua sắm máy móc – thiết bị. Ngoài ra do lượng hàng tồn kho nguyên vật liệu và nợ phải thu tăng nhưng nợ phải trả tăng ít hơn, dẫn tới công ty cần phải bổ sung vốn lưu động cho hoạt động kinh doanh. Chúng tôi đánh giá tỷ lệ nợ vay/VCSH của DBD ở mức an toàn và không gặp nhiều áp lực về dòng tiền.

Hình 39: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của một số công ty ngành năm 2021



Nguồn: IMP, DBD, DVN, DHT, DHG, TRA, CTCK Rồng Việt

Hình 40: Tỷ lệ nợ vay/VCSH của DBD



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Rủi ro đầu tư

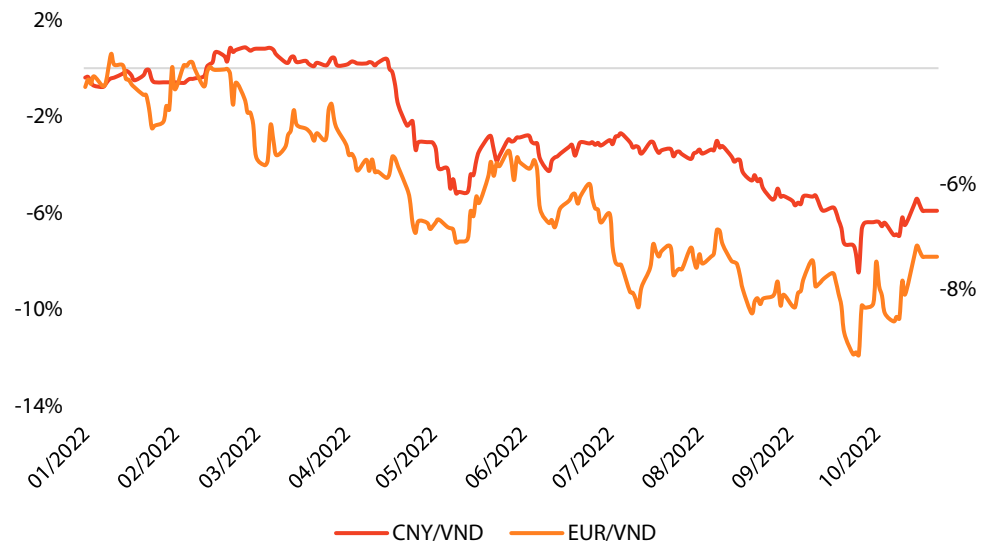
Nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội được cấp chứng chỉ EU – GMP chậm hơn dự kiến

Dịch bệnh COVID – 19 bùng phát tại Châu Âu vào năm 2021 khiến việc phê duyệt chứng chỉ EU – GMP nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội bị chậm hơn 2 năm so với kế hoạch ban đầu. Chúng tôi nhận thấy rủi ro trong quá trình xét duyệt tiêu chuẩn EU – GMP cho nhà máy sản xuất thuốc ung thư Nhơn Hội có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến: 1) Đây cũng là lần đầu tiên DBD làm thủ tục phê duyệt nhà máy đạt chuẩn EU – GMP nên công ty chưa có nhiều kinh nghiệm về hồ sơ và thủ tục xét duyệt; 2) Phụ thuộc hoàn toàn vào lịch làm việc của cơ quan y tế Châu Âu. Điều này có thể khiến KQKD trong ngắn hạn của DBD thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.

Rủi ro chi phí nguyên vật liệu đầu vào

Dược chất API của DBD được nhập khẩu từ các thị trường chính là Châu Âu, Trung Quốc và Ấn Độ. Chúng tôi lo ngại những yếu tố từ kinh tế vĩ mô toàn cầu có thể làm tăng giá nguyên vật liệu nhập khẩu của DBD bao gồm: đứt gãy chuỗi cung ứng năng lượng và hàng hóa tại Châu Âu, bất ổn trong chính sách Zero COVID và đảm bảo vệ sinh môi trường của Chính phủ Trung Quốc sẽ khiến các nhà máy sản xuất dược chất đóng cửa làm hạn chế nguồn cung. Tuy nhiên cho năm nay, việc tỷ giá EUR/VND và CNY/VND giảm mạnh từ đầu năm lần lượt là -8% YTD và -6% YTD đã bù đắp lại phần nào giá chi phí nguyên vật liệu tăng cao trong giai đoạn vừa rồi.

Hình 41: Diễn biến tỷ giá YTD (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Rủi ro cạnh tranh trong quá trình bán hàng

Thị trường ngành dược Việt Nam được đánh giá tiềm năng và thu hút được nhiều nhà đầu tư ngoại, các tập đoàn đa quốc gia trên thế giới. Mức độ cạnh tranh trong thị trường dược ngày càng khốc liệt do sự gia nhập bởi những công ty nước ngoài và những công ty nội địa tập trung vào các nhà máy công nghệ cao.

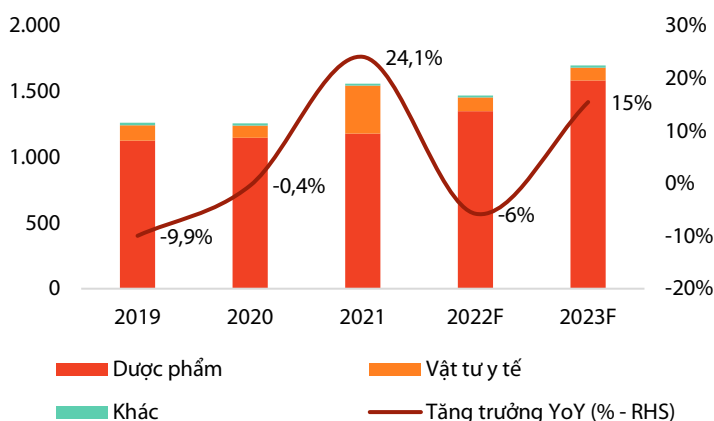
Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 2: Dự phóng 2022F – 2023F

Đơn vị: Tỷ đồng	2022F	YoY%	2023F	YoY%	Giải định
Tổng doanh thu	1.469	-6%	1.697	15%	
I. Dược phẩm	1.350	15%	1.583	17%	
1. Thuốc tự sản xuất	1.302	16%	1.545	19%	
a. Kênh ETC	721	16%	890	23%	
b. Kênh OTC	572	19%	648	14%	
c. Xuất khẩu	9	27%	8	-11%	Chúng tôi giả định DBD mảng kinh doanh thuốc xuất khẩu sẽ mang về doanh thu ổn định khoảng 8 tỷ đồng/năm.
2. Thuốc mua ngoài	47	-20%	38	-20%	Chiến lược kinh doanh trong tương lai của DBD không còn tập trung nhiều nguồn lực vào các sản phẩm thuốc mua ngoài do có biên gộp khá thấp. Chúng tôi giả định, doanh thu thuốc mua ngoài tăng trưởng âm 20%/năm.
II. Vật tư y tế	104	-71%	98	-6%	Dịch COVID – 19 bùng phát làm doanh thu vật tư y tế tăng trưởng đột biến trong năm 2021. Khi dịch bệnh qua đi, chúng tôi giả định doanh thu vật tư y tế duy trì ổn định ở mức 100 tỷ đồng/năm, tương đương với mức trước thời điểm dịch bệnh.
III. Nguyên liệu, bao bì và dịch vụ khác	15	-1%	15	0%	Doanh thu nguyên liệu, bao bì và dịch vụ khác duy trì ổn định 15 tỷ đồng/năm
Lợi nhuận gộp	666	7%	804	21%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh do công ty tập trung nguồn lực kinh doanh thuốc tự sản xuất có biên gộp cao. Đồng thời, dự kiến thuốc ung thư dạng tiêm với tiêu chuẩn EU – GMP sẽ giúp mở rộng biên lợi nhuận gộp của DBD vào năm 2023.
Chi phí bán hàng và quản lý	413	2%	486	18%	Chúng tôi giả định chi phí bán hàng sẽ chiếm khoảng 28% doanh thu thuần.
EBIT	253	16%	317	26%	
Thu nhập tài chính	4	-33%	4	-10%	
Chi phí tài chính	9	8%	12	33%	
Thu nhập khác	-	-100%	-	0%	Chúng tôi giả định sẽ không có các khoản thu nhập bất thường nào trong năm 2022F và 2023F.
Lãi (lỗ) từ công ty liên doanh/liên kết	16	0%	16	0%	Chúng tôi giả định công ty cổ phần cao su Bidiphar tiếp tục hoạt động ổn định và mang lại LNST khoảng 16 tỷ đồng/năm.
LNTT	264	13%	325	23%	
LNST công ty mẹ	215	17%	264	23%	
EPS (đồng)	2.864	2%	2.934	2%	

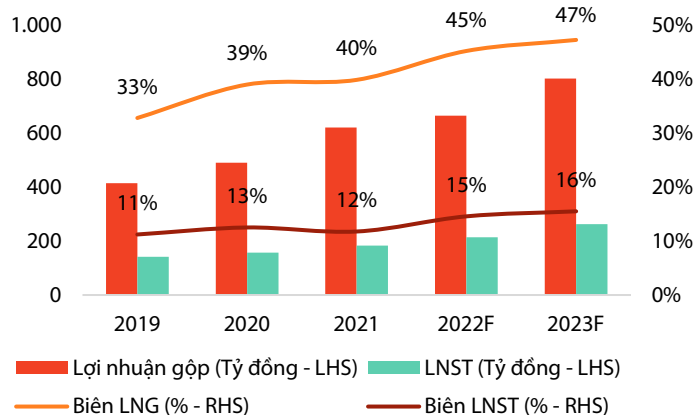
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 42: Dự phóng doanh thu theo mảng kinh doanh (Tỷ đồng)



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Kết quả dự phóng



Nguồn: DBD, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp FCFF (50%) và P/E (50%) để xác định giá mục tiêu một năm cho DBD. Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi áp dụng mức chi phí sử dụng vốn bình quân là 9,7% và hệ số tăng trưởng g là 3% để xác định giá trị của dòng tiền vĩnh viễn.

Đối với phương pháp P/E, chúng tôi áp dụng mức P/E với hệ số mục tiêu là 20x với EPS dự báo hết Q3/2023 là 2.916 đồng/cổ phiếu. Mức P/E này cao hơn so với trung bình ngành 35% phản ánh vị thế của công ty với triển vọng Nhà máy Nhơn Hội được phê duyệt EU-GMP.

Chúng tôi đưa ra giá hợp lý đối với cổ phiếu DBD là 52.200 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 34%, dựa trên giá đóng cửa ngày 28/10/2022.

Bảng 3: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
FCFF (WACC: 9,7%, g: 3%)	45.927	50%	22.963
P/E (20x)	58.310	50%	29.155
Tổng		100%	52.118

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 4: FCFF dự phóng

Dòng tiền FCFF	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận ròng	215	264	358	427	493
+ Khấu hao	46	57	85	104	117
+ Lãi vay sau thuế	3	5	8	6	3
- Thu nhập tài chính	4	4	4	7	10
- Thay đổi vốn lưu động	(32)	79	60	41	55
- Capex	234	40	415	287	287
FCFF	57	203	(27)	201	260

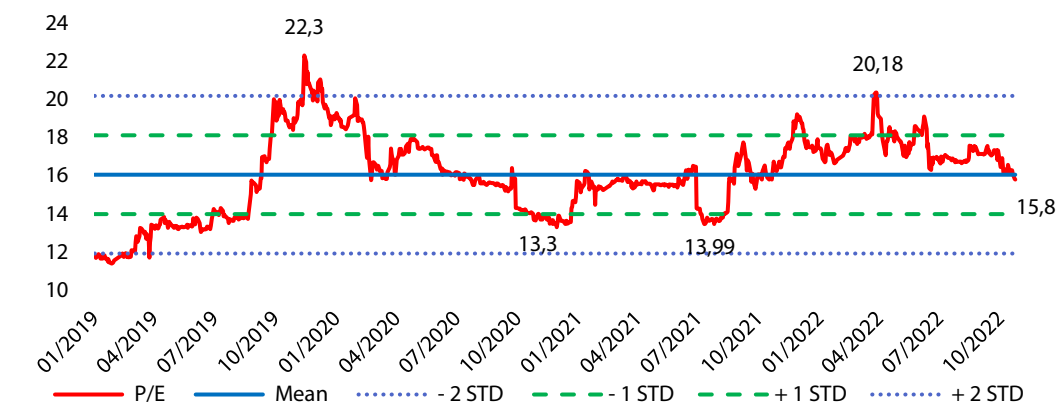
Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 5: Giả định về chi phí sử dụng vốn bình quân

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta	0,53	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	4,5%	Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	11,5%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	10,1%	(-) Nợ
Chi phí nợ	7%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp
Thuế suất	20%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
Tỷ trọng nợ	5%	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	95%	
WACC	9,7%	

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Hình 44: Lịch sử định giá P/E của DBD



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

Bảng 6: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu 2021 (Triệu USD)	LNTT 2021 (Triệu USD)	ROA (%)	ROE (%)	Div. yield (%)	P/B trailing (x)	P/E trailing (x)
DHG	460,09	174,56	37,68	17,15	20,34	3,65	2,83	12,81
TRA	157,71	94,22	14,42	14,39	19,10	3,40	2,95	14,64
IMP	148,71	55,23	10,42	8,61	9,84	1,97	2,02	17,94
DMC	62,22	65,34	8,69	10,32	11,88	5,00	1,11	8,43
DHT	42,00	70,18	3,90	6,30	12,87	2,27	1,36	13,18
DVN	162,22	212,51	10,22	3,27	6,59	1,67	1,38	21,96
Trung vị	153,21	82,20	10,32	9,47	12,37	2,84	1,71	13,91
Trung bình	172,16	112,01	14,22	10,01	13,44	3,00	1,94	14,83
DBD	117,22	67,96	10,14	12,62	15,28	2,63	2,20	15,80

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, Dựa trên giá đóng cửa tại ngày 28/10/2022

Phụ lục

Bảng 7: Giải thích một số thuật ngữ

KHÁI NIỆM	ĐỊNH NGHĨA
EU – GMP	Dây chuyền sản xuất thuốc được cơ quan quản lý có thẩm quyền của nước tham gia Cơ quan quản lý dược Châu Âu (EMA) cấp giấy chứng nhận đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn EU – GMP.
PIC/s – GMP	Dây chuyền sản xuất thuốc được cơ quan quản lý có thẩm quyền của nước tham gia Hệ thống hợp tác về thanh tra dược phẩm (PIC/s) cấp giấy chứng nhận đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn PIC/s – GMP
WHO – GMP	Tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt dược phẩm, khuyến cáo bởi Tổ chức Y tế Thế giới. Các doanh nghiệp Việt Nam có thể đăng ký chuẩn này với Cục quản lý dược thuộc Bộ Y tế Việt Nam
SRA	Cơ quan quản lý dược chặt chẽ
ICH	Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người
Sinh phẩm tham chiếu	Sinh phẩm được cấp phép lưu hành tại Việt Nam trên cơ sở có đầy đủ dữ liệu về chất lượng, an toàn, hiệu quả

Nguồn: Thông tư 15/2019/TT-BYT, CTCK Rông Việt

Bảng 8: Một số điểm nổi bật trong Thông tư 15/2019/TT-BYT về đấu thầu thuốc tại bệnh viện

TIÊU CHÍ	QUY ĐỊNH
Gói thầu thuốc biệt dược gốc	Thuốc đáp ứng đồng thời 02 tiêu chí sau: - Thuộc danh mục thuốc BDG, thuốc tương đương điều trị với BDG và sinh phẩm tham chiếu do BYT công bố; - Được sản xuất toàn bộ tại các nước thuộc danh sách SRA, hoặc sản xuất một hoặc nhiều công đoạn tại Việt Nam.
Gói thầu thuốc Generics	Nhóm 1 bao gồm: a. Thuốc sản xuất đạt EU-GMP /tương đương EU-GMP tại nước thuộc danh sách SRA; b. Thuốc sản xuất toàn bộ tại Việt Nam và phải đáp ứng đồng thời các tiêu chí: - Sản xuất đạt EU-GMP /tương đương EU-GMP; - Được cơ quan quản lý dược của nước thuộc SRA cấp phép lưu hành; - Thuốc lưu hành tại Việt Nam có cùng công thức bào chế, quy trình sản xuất, tiêu chuẩn chất lượng, dược chất, tá dược... c. Thuốc thuộc danh mục thuốc BDG hoặc sinh phẩm tham chiếu.
	Nhóm 2: a. Thuốc sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP /tương đương EU-GMP. b. Thuốc sản xuất đạt tiêu chuẩn PIC/s-GMP tại nước là thành viên PIC/s đồng thời là thành viên ICH.
	Nhóm 3: Các thuốc sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP và có nghiên cứu tương đương sinh học được BYT công bố. Nhóm 4: Các thuốc được sản xuất toàn bộ tại Việt Nam, được cơ quan Quản lý dược Việt Nam đánh giá đạt WHO-GMP.
	Nhóm 5: Các thuốc sản xuất được cơ quan quản lý dược Việt Nam đánh giá đạt WHO-GMP và không thuộc nhóm 1,2,3,4.
Xây dựng giá đấu thầu	Việc xây dựng giá kế hoạch của các mặt hàng cùng hoạt chất, nồng độ - hàm lượng, dạng bào chế tại gói thầu thuốc generic phải bảo đảm nguyên tắc sau đây: $N5 \leq N4 \leq N3$, $N2 \leq N1 \leq BDG$
Thực hiện hợp đồng	- Thực hiện tối thiểu 80% giá trị đã ký kết. - Đối với thuốc cấp cứu, thuốc giải độc, thuốc hiếm, thuốc kiểm soát đặc biệt, dịch truyền thực hiện tối thiểu 50%. - Trường hợp cơ sở y tế không thực hiện tối thiểu 80% thì Thủ trưởng cơ sở y tế phải báo cáo, giải trình lý do với người có thẩm quyền.

Nguồn: Thông tư 15/2019/TT-BYT, CTCK Rông Việt

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1.257	1.559	1.469	1.697
Giá vốn	766	936	803	893
Lãi gộp	491	623	666	804
Chi phí bán hàng	221	276	317	371
Chi phí quản lý	89	129	96	115
Thu nhập từ HĐTC	8	6	4	4
Chi phí tài chính	14	9	9	12
Lợi nhuận khác	3	2	0	0
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	15	16	16	16
Lợi nhuận trước thuế	193	232	264	325
Thuế TNDN	35	49	49	61
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	158	184	215	264
EBIT	181	217	253	317
EBITDA	213	256	299	374

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F	2023F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,4	24,0	-5,7	15,5
EBITDA	12,8	20,1	16,9	25,1
EBIT	12,4	20,0	16,4	25,6
Lợi nhuận sau thuế	11,1	16,6	16,8	22,9
Tổng tài sản	-11,3	8,5	9,6	19,7
Vốn chủ sở hữu	6,4	16,4	17,1	17,9
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	39,1	39,9	45,3	47,4
EBITDA/ Doanh thu	16,9	16,4	20,4	22,1
EBIT/ Doanh thu	14,4	13,9	17,2	18,7
LNST/ Doanh thu	12,5	11,8	14,6	15,5
ROA	11,0	11,8	12,6	12,9
ROIC	15,9	16,3	16,8	18,4
ROE	16,2	16,2	16,2	16,9

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay kh. phải thu	3,0	3,3	3,3	3,4
Vòng quay hàng tồn kho	3,6	3,7	3,3	3,2
Vòng quay khoản phải trả	2,7	4,5	4,1	4,3

Khả năng thanh toán (x)

Hiện hành	2,8	4,2	4,4	3,0
Nhanh	2,1	3,1	3,2	2,2

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	8,5	8,6	5,5	10,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	2,1	1,9	0,9	7,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	6,5	6,7	4,5	2,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2020A	2021A	2022F	2023F
Tiền	109	69	84	48
Đầu tư tài chính ngắn hạn	93	139	139	139
Các khoản phải thu	413	479	446	504
Tồn kho	215	254	246	278
Tài sản ngắn hạn khác	6	7	7	7
Tài sản cố định hữu hình	357	371	529	794
Tài sản cố định vô hình	62	60	62	65
Đầu tư tài chính dài hạn	142	140	156	172
Tài sản dài hạn khác	41	40	40	40
TỔNG TÀI SẢN	1.437	1.560	1.710	2.046
Tiền hàng phải trả và ứng trước	282	206	196	207
Vay và nợ ngắn hạn	20	21	12	116
Vay và nợ dài hạn	63	76	60	44
Khoản phải trả dài hạn khác	0	7	7	7
Quỹ khen thưởng phúc lợi	46	60	60	60
Quỹ đầu tư & phát triển	38	49	49	49
Tổng nợ	449	419	385	484
Vốn chủ sở hữu	545	597	770	920
Cổ phiếu quỹ	-2	-2	-2	-2
Lợi nhuận giữ lại	326	416	415	476
Các quỹ	-1	-3	-3	-3
Quỹ đầu tư & phát triển	104	123	144	171
Nguồn vốn chủ sở hữu	972	1.132	1.325	1.562
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0

Đvt: tỷ đồng

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020A	2021A	2022F	2023F
LNTT	193	232	264	325
Khấu hao	34	41	46	57
Các điều chỉnh	-218	38	-	-
Thay đổi vốn lưu động	-9	-193	-18	-140
Tiền thuần từ HĐKD	0	118	292	241
Thay đổi TSCĐ	-42	-35	-209	-325
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	25	-76	-16	-16
Lãi cho vay, cđtức, LN được chia	15	16	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-2	-95	-225	-341
Nhận/trả lại vốn góp	-2	52	-	-
Vay mới/trả nợ vay	-159	14	-25	88
Cổ tức, LN trả cho CĐ & Chi khác	-79	-128	-31	-24
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-240	-62	-56	63
Tiền đầu năm	138	109	72	84
Tiền thuần trong kỳ	-242	-39	12	-36
Tiền cuối kỳ	111	72	84	48

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trịnh Thị Thu Hoài

Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1545)

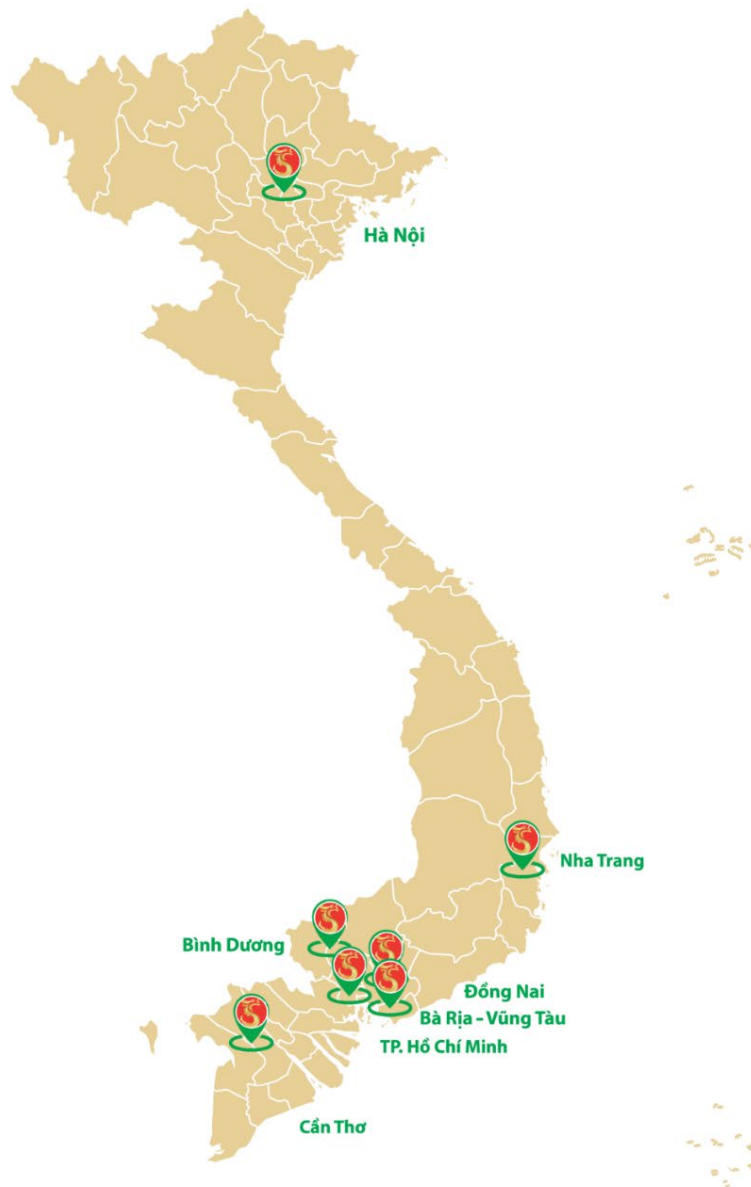
- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2022.**