

# M ụ c L ụ c

**I** Tổng quan doanh nghiệp

**II** Kết quả kinh doanh

**III** Triển vọng doanh nghiệp

**IV** Tổng hợp định giá

## I. Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định hình thành từ nền tảng xưởng Dược thuộc Ban Quân dân Y khu 5, hình thành các đơn vị của tính hoạt động trong ngành dược và trực thuộc Ty Y tế Nghĩa Bình. Quá trình hình thành và phát triển đến năm 1999, Bidiphar xây dựng nhà máy dược phẩm đạt tiêu chuẩn GMS-ASEAN đầu tiên. Đến nay, Bidiphar tự hào là Công ty Dược phẩm Việt Nam có những bước tiến vững chắc và luôn đi đầu trong việc nghiên cứu, ứng dụng công nghệ mới trong công tác quản lý, sản xuất và kinh doanh theo các tiêu chuẩn quốc tế.

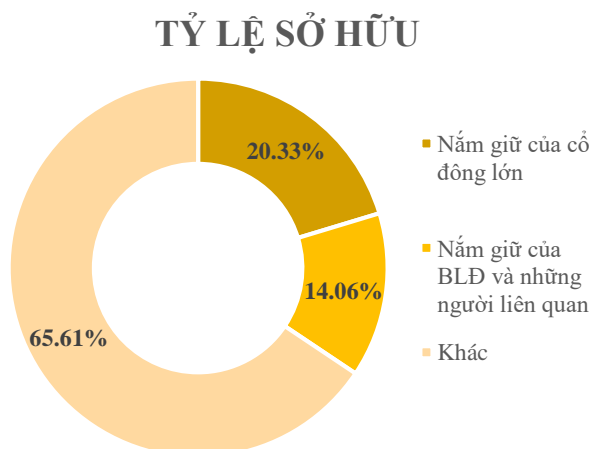
### Thông tin cơ bản:

- Ngành nghề kinh doanh chính: Dược phẩm
- Vốn điều lệ: 748,841,510,000 đồng
- Số lượng cổ phiếu niêm yết: 74,883,559 cổ phiếu
- Số lượng cổ phiếu lưu hành: 74,843,474 cổ phiếu
- Danh sách công ty thành viên:
  - ❖ Công ty TNHH Thương mại Bidiphar: sở hữu 100% với vốn điều lệ thực góp là 30 tỷ đồng.
  - ❖ Công ty TNHH MTV Dược liệu hữu cơ Bidiphar: sở hữu 100% với vốn điều lệ thực góp là 5 tỷ đồng.
  - ❖ Công ty Cổ phần Cao su Bidiphar: sở hữu 33.58% với vốn điều lệ thực góp là 212.8 tỷ đồng.

### Cơ cấu cổ đông:

Tính đến thời điểm hiện tại, Cơ cấu cổ đông của DBD không quá cô đặc với 20.33% nắm giữ tới từ cổ đông lớn và 14.06% nắm giữ của BLĐ và những người liên quan. Trong đó, điểm đến một số cổ đông lớn của công ty có thể kể đến như:

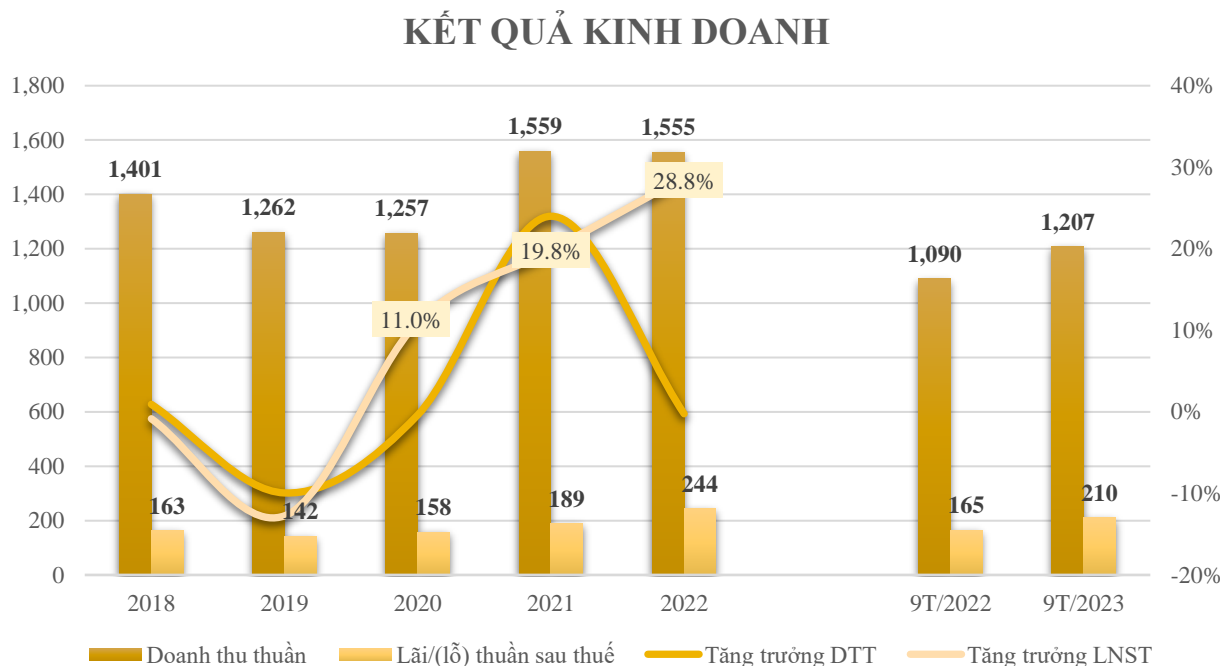
- Quỹ Đầu tư Phát triển Bình Định (13.34%)
- KWE Beteiligungen AG (6.04%)



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

## II. Kết quả kinh doanh

### 1. Tình hình hoạt động kinh doanh



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

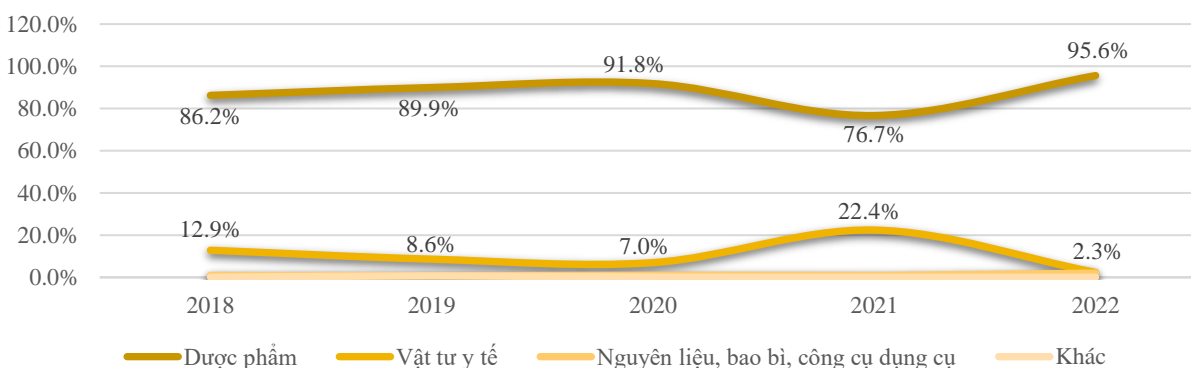
Kết quả kinh doanh của DBD trong những năm vừa qua liên tục ghi nhận những kết quả hết sức ấn tượng và có một pha bứt phá hết sức ngoạn mục trong những năm đại dịch. Tổng kết năm 2022, công ty ghi nhận doanh thu thuần ở mức 1,554.82 tỷ đồng (-0.2%), sụt giảm nhẹ so với cùng kỳ năm trước. Tuy doanh thu sụt giảm nhẹ, song LNST năm 2022 của công ty vẫn tăng trưởng mạnh mẽ tới 28.8% so với cùng kỳ do mảng kinh doanh dược phẩm của công ty tăng trưởng tới 23.3% và là mảng kinh doanh có biên LNG lớn nhất của công ty.

Bước sang năm 2023, mặc dù bối cảnh nền kinh tế vẫn tương đối ảm đạm, thế nhưng doanh nghiệp vẫn đạt được những kết quả hết sức khả quan. Luỹ kế 9T đầu năm 2023, doanh thu thuần của DBD đạt được 1,207.27 tỷ đồng (+10.8% YoY) và lợi nhuận sau thuế công ty mang về lên tới 210.13 tỷ đồng, tăng 27.6% YoY và bằng 86.3% lợi nhuận sau thuế của cả năm 2022.

## II. Kết quả kinh doanh

Về mặt cơ cấu doanh thu, công ty luôn tập trung chú trọng đẩy mạnh vào mảng kinh doanh cốt lõi Dược phẩm khi mảng này chiếm tỷ trọng cơ cấu doanh thu tới 95.6% trong năm 2022, và thường chiếm trung bình trên 86% trong 4 năm trước đó. Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng có một số mảng hoạt động kinh doanh khác như Vật tư y tế (với tỷ trọng chung bình chiếm 10.6% trong 5 năm qua), mảng kinh doanh Nguyên liệu, bao bì, công cụ dụng cụ và một số mảng kinh doanh khác hầu như chiếm tỷ trọng không đáng kể.

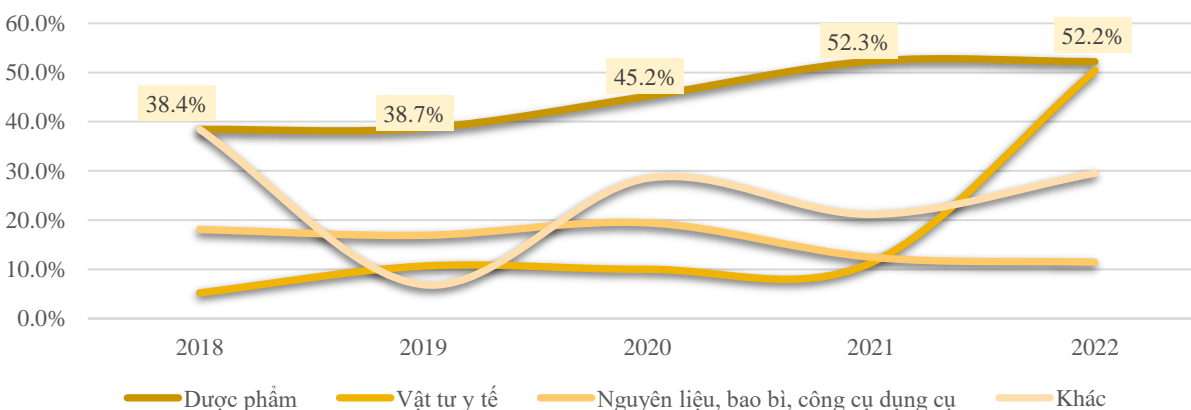
### TỶ TRỌNG DOANH THU



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

Ngoài ra, chiến lược tập trung đẩy mạnh mảng kinh doanh Dược phẩm đang cho thấy định hướng đúng đắn của ban lãnh đạo khi đây thường xuyên là nhóm đóng góp biên lợi nhuận gộp lớn nhất trong những mảng kinh doanh còn lại với Biên LNG trong năm 2022 lên đến 52.2%.

### BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

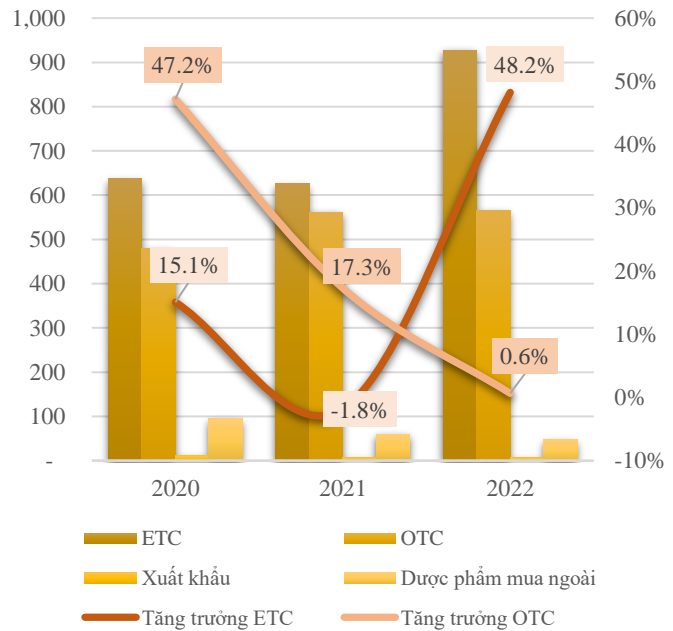


Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

## II. Kết quả kinh doanh

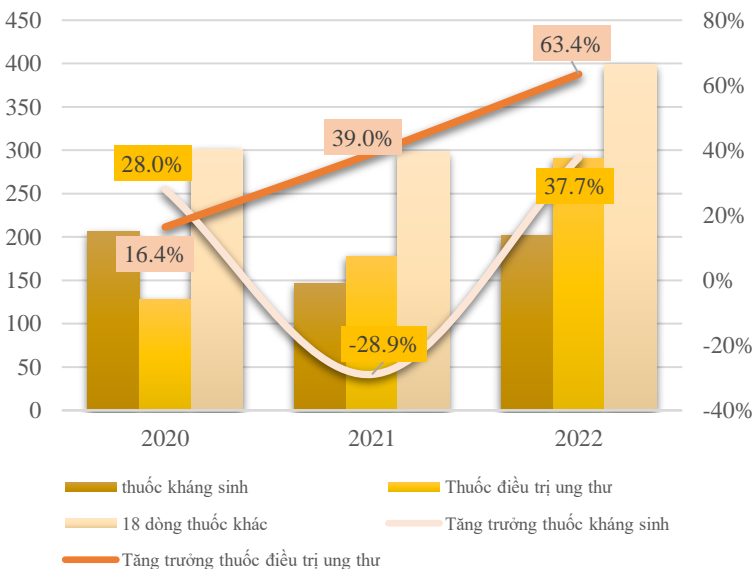
**Đi sâu hơn vào mảng kinh doanh Dược phẩm**, ta có thể thấy hai kênh phân phối chính của công ty đến từ kênh đấu thầu (ETC) và kênh bán lẻ (OTC) thường chiếm tỷ trọng lớn nhất và đều tăng trưởng tích cực trong những năm qua. Trong đó, tuy tốc độ tăng trưởng của kênh OTC đang có dấu hiệu chững lại với **542.13 tỷ đồng** doanh thu trong năm 2022, song kênh ETC lại có sự bứt phá mạnh mẽ khi tăng trưởng tới 48.2% năm 2022, ghi nhận mức doanh thu đạt **890.72 tỷ đồng**. Để đạt được kết quả đó, công ty đã tích cực triển khai mở rộng bán trên thị trường ETC, lựa chọn phương án đấu thầu phù hợp để nâng cao tỷ lệ trúng thầu trong năm.

### DOANH THU KINH DOANH DƯỢC PHẨM



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

### CÁC NHÓM THUỐC CHÍNH



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

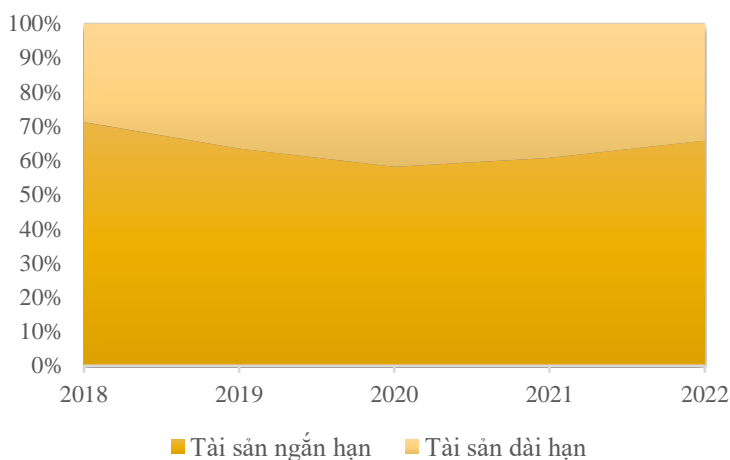
Tính riêng **thị trường ETC** của Bidiphar, hai sản phẩm chủ lực là thuốc kháng sinh và thuốc điều trị ung thư vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng 20 nhóm thuốc doanh nghiệp hiện đang kinh doanh – 55% doanh thu kênh ETC.

Đồng thời có thể thấy được nhóm thuốc điều trị ung thư liên tiếp có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong 3 năm vừa qua với CAGR lên tới 38.25%, ghi nhận mức doanh thu trong năm 2022 đạt 290.69 tỷ đồng.

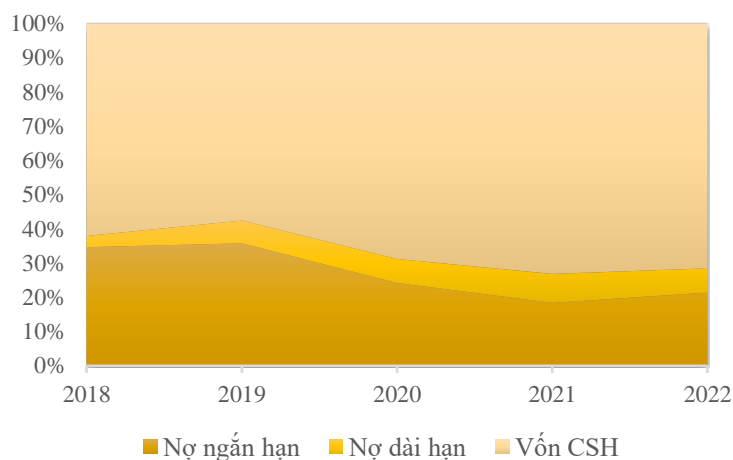
## II. Kết quả kinh doanh

### 2. Tình hình tài chính doanh nghiệp

#### CƠ CẤU TÀI SẢN



#### CƠ CẤU NGUỒN VỐN

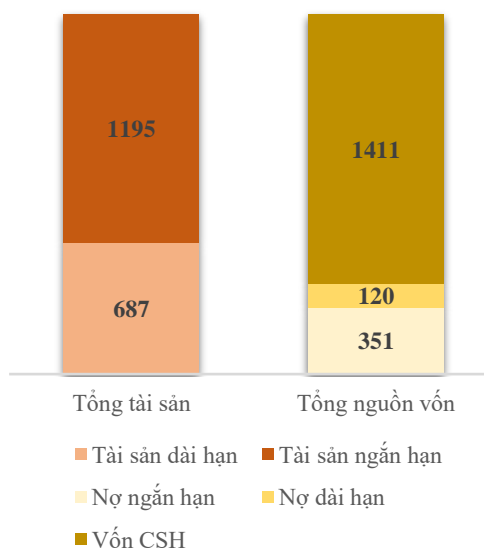


Nguồn: FiinPro, Kirin Research

Cơ cấu tài sản của DN trong 5 năm vừa qua không có sự thay đổi quá nhiều khi Tài sản ngắn hạn thường chiếm trên 60% Tổng tài sản của DBD. Trong đó, Các khoản phải thu và Hàng tồn kho là hai khoản mục có trọng số cao nhất. Tính đến Q3/2023, DBD ghi nhận Tổng tài sản đạt 1,881.76 tỷ đồng (-0.7% YTD) với Tài sản ngắn hạn chiếm đến 63.5%.

Để tài trợ cho việc mua sắm tài sản của công ty, DBD chủ yếu sử dụng nguồn vốn từ VCSH được tích lũy qua nhiều năm kinh doanh. Tính đến hết Q3/2023, VCSH của DBD đạt 1,411.28 tỷ đồng (chiếm 75%), trong khi đó, Nợ ngắn hạn và Nợ dài hạn chỉ ở mức lần lượt là 350.6 tỷ đồng và 119.87 tỷ đồng.

#### CƠ CẤU TÀI SẢN Q3/2023

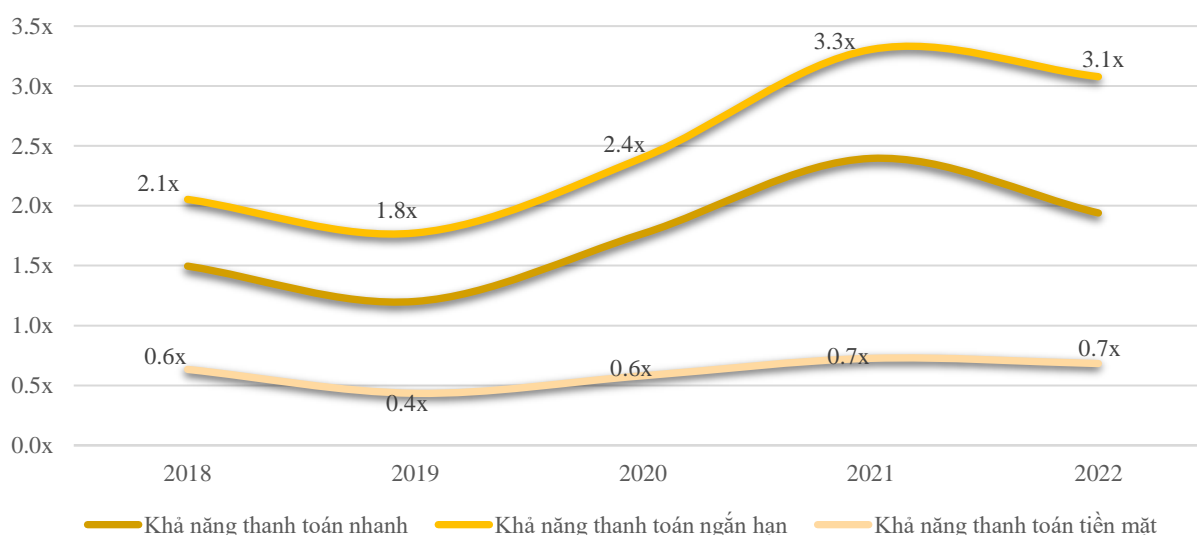


Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

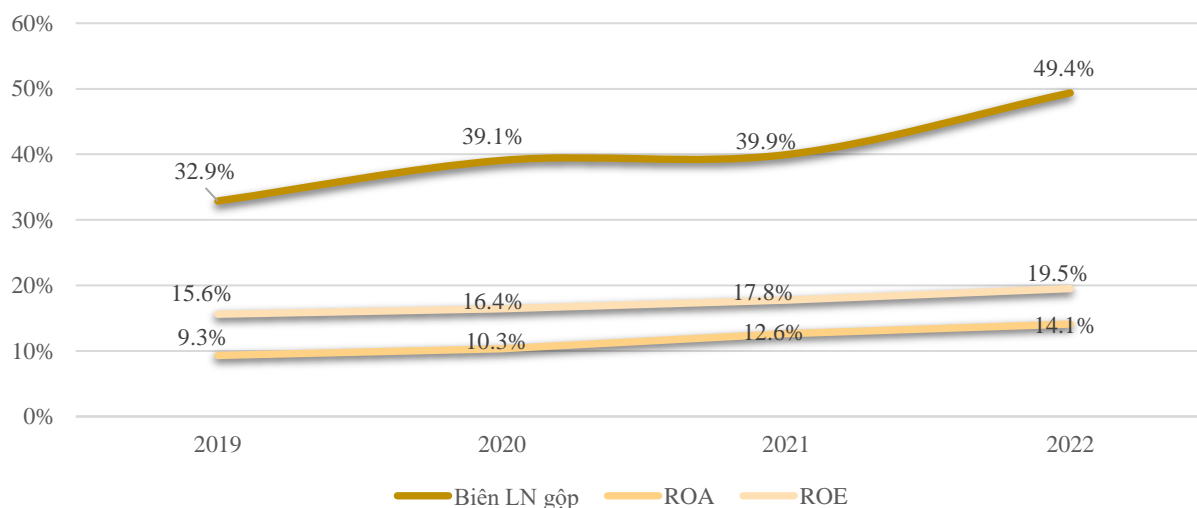
## II. Kết quả kinh doanh

Bên cạnh đó, tình hình tài chính của công ty trong những năm vừa qua vẫn luôn duy trì ở mức rất ổn định khi sử dụng đòn bẩy tài chính khá thấp, đặc biệt **vay nợ cả ngắn và dài hạn** chỉ chiếm chưa đầy **5% tổng nguồn vốn của công ty**, giúp doanh nghiệp không lo lắng về vấn đề trả nợ. Song song với đó, tỉ suất sinh lời của công ty trong những năm vừa qua thường xuyên duy trì ở mức tốt, tiêu biểu với ROE và ROA năm 2022 lần lượt đạt 19.5% và 14.1%.

### KHẢ NĂNG THANH TOÁN



### KHẢ NĂNG SINH LỜI

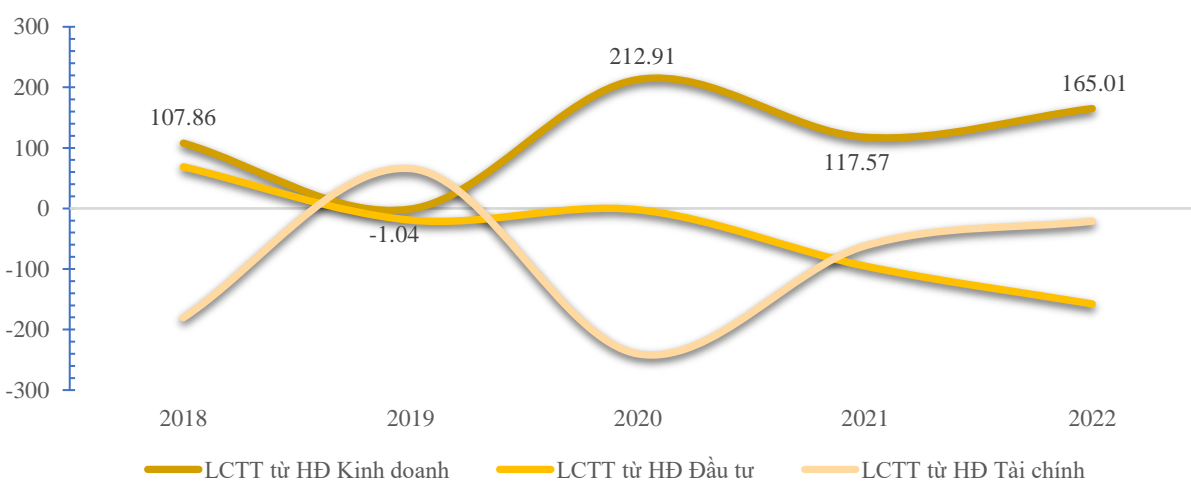


Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research

## II. Kết quả kinh doanh

Với đội ngũ ban lãnh đạo luôn chú trọng vào hoạt động kinh doanh cốt lõi, do đó dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp luôn duy trì dương qua nhiều năm, chỉ duy nhất năm 2019 có tín hiệu chuyển âm nhẹ. Trong khi đó, dòng tiền ra từ hoạt động đầu tư liên tục có xu hướng gia tăng, nguyên nhân đến từ việc công ty hoàn thiện dự án xây dựng nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư đạt chuẩn GMP – EU trong giai đoạn năm 2020 – 2023. Và để tài trợ cho việc đầu tư thêm nhà máy mở rộng sản xuất, công ty không lựa chọn cách vay nợ mà trực tiếp sử dụng nguồn tiền kiếm được từ hoạt động sản xuất kinh doanh.

### LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ



Nguồn: FiinPro, Kirin Capital Research



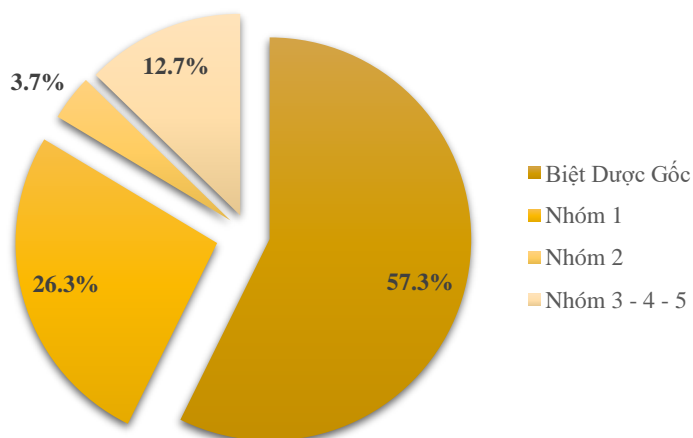
### III. Triển vọng doanh nghiệp

#### 1. Thuốc điều trị ung thư – Cơ hội bùng nổ với nhà máy đạt chuẩn GMP - EU

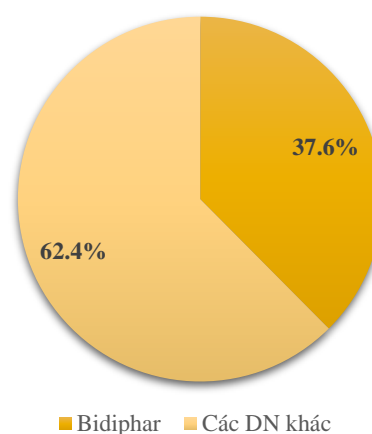
Với vị thế độc tôn trong các công ty dược Việt Nam khi đi tiên phong sản xuất thuốc điều trị ung thư, sau 9 năm triển khai kể từ năm 2014 khi được Bộ Y Tế và Bộ KH&CN tin tưởng giao thực hiện dự án khoa học cấp quốc gia về “Nghiên cứu phát triển và ứng dụng một số công nghệ để sản xuất một số sản phẩm thuốc dùng điều trị ung thư”, Bidiphar đã có tới 35 sản phẩm điều trị ung thư “Made in Vietnam” ra đời và được sử dụng tại nhiều cơ sở trên khắp cả nước, tiết kiệm chi phí chữa bệnh cho người dân.

Sự ra đời của thuốc điều trị ung thư Bidiphar đã giúp doanh nghiệp chiếm thị phần lớn trên kênh ETC (kênh đấu thầu mua bán thuốc) tại nhóm 3-4-5 trong suốt thời gian vừa qua, tiêu biểu như trong năm 2022 với **thị phần đạt 37.6%**. Điểm còn hạn chế rất lớn trên kênh ETC tại nhóm 3-4-5 đó là sự cạnh tranh cao về giá do không nhận được sự ưu tiên các sản phẩm trong nước sản xuất. Bên cạnh đó, thị phần toàn bộ nhóm 3-4-5 trên kênh ETC chỉ chiếm vón vẹn **12.7%** trên tổng dược phẩm điều trị ung thư được đấu thầu.

**THUỐC ĐIỀU TRỊ UNG THƯ  
THỊ TRƯỜNG ETC**



**THỊ PHẦN BIDIPHAR  
TRONG NHÓM 3 - 4 - 5**



Nguồn: Bộ Y Tế, Kirin Capital Research

### III. Triển vọng doanh nghiệp



Nguồn: Bidiphar

Tuy nhiên, với việc khánh thành Nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư theo tiêu chuẩn GMP – EU vào ngày 02/12/2023 vừa qua (tiêu chuẩn khắt khe hơn so với chuẩn GMP – WHO trước đây), Bidiphar đã mở ra cơ hội mới giúp công ty có thể bước chân vào cạnh tranh tại nhóm 1 và 2, với thị phần gấp đôi so với nhóm 3 – 4 – 5. Đáng chú ý đó là theo quy định đấu thầu nhà nước, Bidiphar sẽ được ưu tiên duyệt trúng thầu nhờ có dây chuyền sản xuất trong nước với cùng chất lượng sản phẩm. Không chỉ vậy, sản phẩm của Bidiphar cung ứng ra thị trường thường có mức giá thấp hơn thuốc châu Âu trung bình 40%, và thấp hơn thuốc châu Á 20%. Do đó, việc chiếm lĩnh thị trường tại nhóm 1 và 2 của Bidiphar là hoàn toàn nằm trong khả năng của công ty.

#### 2. Thuốc kháng sinh – Triển vọng dài hơi giúp doanh nghiệp tiến bước trong 5 năm sau

Không chỉ đặc biệt trú trọng tới nhóm sản phẩm điều trị ung thư, mới đây công ty đã công bố thông tin về việc được phê duyệt dự án nhà máy sản xuất thuốc vô trùng mới theo tiêu chuẩn GMP – EU để sản xuất thuốc Non-Betalactam, thuộc nhóm thuốc kháng sinh. Đây cũng là 1 trong 2 sản phẩm mũi nhọn của Bidiphar, chỉ sau thuốc điều trị ung thư.

### III. Triển vọng doanh nghiệp

Theo đó, dự án sẽ được xây dựng tại Lô A3.03, Khu công nghiệp Nhơn Hội thuộc Khu kinh tế Nhơn Hội (xã Nhơn Hội, TP. Quy Nhơn, Bình Định) trong cụm nhà máy dược phẩm công nghệ cao của Bidiphar với diện tích gần 25.000m<sup>2</sup>. Dự án này sẽ sản xuất các sản phẩm thuốc nhỏ mắt, các dạng thuốc tiêm vô trùng theo tiêu chuẩn GMP-EU với công suất 120 triệu sản phẩm/năm. Tổng vốn đầu tư của dự án là 840 tỷ đồng, trong đó vốn huy động là 140 tỉ đồng và Bidiphar góp vốn là 700 tỉ đồng, với tiến độ góp vốn từ năm 2023 đến năm 2026. Dự kiến nhà máy sẽ được khánh thành trong năm 2027.



*Nguồn: IPC Bình Định*

Tuy gặp phải một số hạn chế tại nhóm thuốc kháng sinh do một số quy định nhà nước như sau:

- Thuốc kháng sinh được quy định là thuốc có kê đơn theo bộ y tế, do đó để mua được thuốc kháng sinh tại hiệu thuốc sẽ gặp khó khăn hơn. Song tính đến thời điểm hiện tại, thực trạng mua thuốc kháng sinh không kê đơn tại các hiệu thuốc bán lẻ còn khá phổ biến.
- Thị trường thuốc kháng sinh trên kênh bán lẻ OTC sẽ còn gặp phải nhiều khó khăn do quy định ngày càng thắt chặt việc bán thuốc không kê đơn tại các nhà thuốc của bộ y tế, do tình trạng kháng kháng sinh tại Việt Nam đang ngày càng tăng cao

Những khó khăn trên sẽ phần nào hạn chế khiến thị trường thuốc kháng sinh tăng trưởng chậm lại trong những năm tới. Tuy nhiên, việc áp dụng 100% thuốc kê đơn được bán đúng tại các nhà thuốc tư nhân sẽ còn gặp phải nhiều khó khăn trong khâu triển khai và không thể xong trong một sớm một chiều. Đồng thời xét trong dài hạn, đây sẽ không phải mối lo lắng quá lớn của doanh nghiệp do Bidiphar đang đẩy mạnh tập trung vào dây chuyền sản xuất mới theo chuẩn GMP – EU cho

### III. Triển vọng doanh nghiệp

thuốc kháng sinh, từ đó thể mở rộng thị phần từ việc mở rộng thị trường cạnh tranh lên nhóm thuốc 1 và 2 trong 5 năm tới.

#### 3. Lịch sử chi trả cổ tức đều đặn

Kết quả kinh doanh ổn định với biên lợi nhuận cao giúp doanh nghiệp luôn duy trì tốt việc chi trả cổ tức cho các cổ đông của công ty.



Nguồn: FireAnt, Kirin Capital

## IV. Tổng hợp định giá

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	1,256.95	1,558.50	1,554.82	1,571.45	1,674.65
Tăng trưởng doanh thu	-0.38%	23.99%	-0.24%	1.07%	6.57%
Biên lợi nhuận gộp	39.07%	39.95%	49.37%	46.06%	46.14%
Lợi nhuận sau thuế	157.86	189.12	243.56	253.21	270.98
Tăng trưởng LNST	10.99%	19.80%	28.78%	3.96%	7.02%

Nguồn: Kirin Capital Research

Tiến hành định giá DBD sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền:

WACC model		FCFF calculation	
Cost of equity	7.80%	FCFF năm cuối	260
Risk premium	10.36%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Beta	0.27	<b>Terminal value</b>	<b>5,870</b>
Risk free rate	3.05%		<b>4,282</b>
Cost of debt	2.58%	Giá trị hiện tại của các dòng FCFF	
Targeted D/(D+E)	22.6%	trong tương lai	5,144
Effective tax rate	18.42%	<b>EV của DN</b>	<b>5,144</b>
<b>WACC</b>	<b>6.51%</b>	+Cash	87
		-Debt	81
		<b>Giá trị vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp</b>	<b>5,150,821,317,470</b>
		Số cổ phiếu đang lưu hành	74,883,559
		Giá trị hợp lý mỗi cổ phiếu	<b>68,784.41</b>

Giá trị cổ phiếu DBD theo phương pháp chiết khấu dòng tiền có mức giá là 68,784 đồng/cổ phiếu, cao hơn 26.9% so với giá đóng cửa ngày 29/12/2023. Với những triển vọng lạc quan đến từ việc nâng chuẩn dây chuyền sản xuất thuốc điều trị ung thư lên GMP – EU giúp doanh nghiệp mở rộng thị phần chiếm lĩnh tại thị trường ETC, chúng tôi cho rằng năm 2024 – 2025 tới sẽ là năm bùng nổ doanh thu đối với cổ phiếu DBD.

## Về Kirin Capital

**Kirin Capital** (dưới đây gọi tắt là Kirin) được chuẩn bị và lập kế hoạch vào năm 2021 và chính thức được thành lập vào tháng 06 năm 2022. Đây là một tổ chức đầu tư vốn cổ phần tư nhân bất nguồn và nghiên cứu chuyên sâu tại thị trường Việt Nam với tôn chỉ “Know Vietnam, Long Vietnam”. Là công ty đầu tư vốn cổ phần tư nhân hiểu rõ Việt Nam nhất, dựa trên tầm nhìn “trao quyền cho doanh nhân, đồng hành cùng người thành công”, công ty tìm kiếm các dự án có giá trị đầu tư dài hạn và tăng trưởng cao tại Việt Nam. Từ đó tạo cơ hội cho các nhà đầu tư từ khắp nơi trên thế giới đầu tư vào Việt Nam và chia sẻ lợi nhuận từ sự phát triển nhanh chóng của Việt Nam mang lại.

Nội dung trên là một phần tóm tắt báo cáo của Bộ phận nghiên cứu Ngành Y Dược của Kirin Capital. Cảm ơn vì sự quan tâm của quý nhà đầu tư! Nếu quý nhà đầu tư có bất kỳ nhu cầu hợp tác, đầu tư tài chính, nghiên cứu chuyên sâu nào, vui lòng liên hệ với Kirin Capital:

Mr Lâm Phúc Thành - Investment Analyst

Email: [thanh.lamphuc@kirincapital.vn](mailto:thanh.lamphuc@kirincapital.vn)

Phone: +84 866 012 261