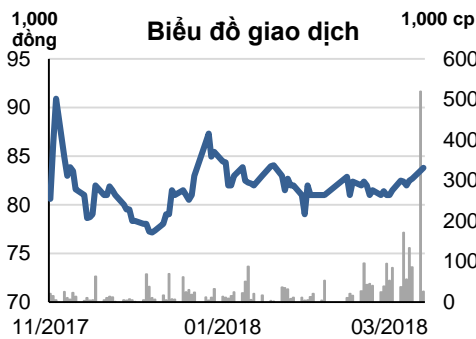


**PME (HOSE) CTCP Pymepharco – Bám sát kế hoạch tăng trưởng**

Đánh giá	TĂNG TỶ TRỌNG
	<b>Dược phẩm</b>
<b>Giá thị trường (VND):</b>	<b>83,800</b>
<b>Giá mục tiêu (VND) :</b>	<b>95,500</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	<i>14.0%</i>
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	<i>2.4%</i>
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>16.4%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
<b>Tuyệt đối</b>	1%	3%	6%	n.a
<b>Tương đối</b>	-17%	-6%	-16%	n.a

<b>Thông kê</b>	<b>20/03/2018</b>
SL lưu hành (triệu cp)	77.2k-90.9k
Vốn hóa (dự kiến)	65
Vốn hóa (triệu USD)	5,466
% khối ngoại sở hữu	240
SL cp tự do (triệu cp)	49%
KLGD TB 3 tháng (cp)	65
VND/USD	19,016
Index: VNIndex / HNX	22,776

<b>Cơ cấu sở hữu</b>	<b>20/03/2018</b>
Stada Service Holding B.V.	49.0%
Trương Viết Vũ	13.2%
Well Light Investment JSC	10.0%
Well Link Investment JSC	5.0%
Ban lãnh đạo PME	2.6%
Cổ đông khác	20.2%

Nguồn: PME, KISV research

**Thuận lợi:**

- Doanh số ngành Dược phẩm trong năm 2017 tăng trưởng xấp xỉ 10% so với cùng kỳ. Những hãng sản xuất nội địa tiêu chuẩn cao như EU-GMP hay PIC-S cần chờ thêm động lực từ Thông tư hướng dẫn dựa trên Luật Dược sửa đổi 2016.
- Phân xưởng kháng sinh bột pha tiêm Cephalosporin đã hoàn tất thanh tra cấp giấy chứng nhận EU-GMP vào tháng 1/2018, tối đa 6 tháng tới bắt đầu đóng góp doanh thu lợi nhuận.
- Công ty khởi công xây dựng nhà máy thuốc viên Non-Betalactam 700 tỷ trong cùng thời điểm trên, dự kiến sẽ đi vào vận hành 07/2019 – đóng góp tăng trưởng dài hạn.
- 2017, lợi nhuận sau thuế của PME tăng trưởng 20% so với cùng kỳ. ROE đạt 19.5%.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận 2018 của PME tăng trưởng lần lượt 14.5% và 13.4%. EPS 2018 forward đạt 5,248 đồng/cp.

**Bất lợi:**

- Với hiệp định CPTPP chính thức được ký kết – các sản phẩm dược nhập khẩu từ Canada, Mexico, Nhật sẽ cạnh tranh trực tiếp với công ty Dược phẩm nội địa.
- Khoản phải thu và tồn kho của PME chiếm tỷ trọng lớn và có vòng quay thu hồi không cao.
- Không có kế hoạch thoái vốn hay nới room, không hấp dẫn trong ngắn hạn.

**Định giá:**

- Chúng tôi áp dụng mức P/E trung bình ngành 18.2x để **định giá mục tiêu của PME ở mức 95,500đ/cp cuối 2018**. Tổng mức sinh lời là 16.4% bao gồm cổ tức dự kiến 2,000đ/cp. Chúng tôi vẫn giữ khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Quý khách hàng vui lòng xem báo cáo lần đầu tại đây ([link tải báo cáo](#))

Tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>1,508</b>	<b>1,622</b>	<b>1,858</b>	<b>2,137</b>	<b>2,522</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>15%</i>	<i>8%</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>18%</i>
LN hoạt động (tỷ đồng)	284	330	394	454	535
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>239</b>	<b>286</b>	<b>344</b>	<b>387</b>	<b>450</b>
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	<i>16%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>	<i>18%</i>
SLCP lưu hành (triệu cp)	50	65	65	65	65
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>3,647</b>	<b>4,370</b>	<b>5,248</b>	<b>5,915</b>	<b>6,874</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>4%</i>	<i>-8%</i>	<i>20%</i>	<i>13%</i>	<i>16%</i>
ROE (%)	20%	20%	20%	20%	20%
Nợ ròng/VCSH (%)	-37%	-47%	-36%	-28%	-33%
PE (x)	22.9	19.1	15.9	14.1	12.1
Cổ tức (VND)	0	0	2000	2000	2000

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1457

[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

## Cập nhật kết quả kinh doanh cả năm 2017

Tỷ đồng	Riêng Q4-2016	Riêng Q4-2017	yoy	Lũy kế 2016	Lũy kế 2017	yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>406</b>	<b>424</b>	<b>4.4%</b>	<b>1,508</b>	<b>1,622</b>	<b>7.6%</b>
Giá vốn hàng bán	(212)	(217)	2.4%	(788)	(842)	6.9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>194</b>	<b>207</b>	<b>6.7%</b>	<b>720</b>	<b>781</b>	<b>8.5%</b>
Chi phí bán hàng	(107)	(115)	7.5%	(386)	(397)	2.8%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(12)	(19)	58.3%	(50)	(54)	8.0%
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>-2.7%</b>	<b>284</b>	<b>330</b>	<b>16.2%</b>
Lợi nhuận tài chính	8	16	100.0%	16	28	75.0%
Lợi nhuận khác	-	1	-	1	1	-
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(17)	(18)	5.9%	(61)	(73)	19.7%
<b>LNST cho cổ đông công ty Mẹ</b>	<b>65</b>	<b>71</b>	<b>9.2%</b>	<b>239</b>	<b>286</b>	<b>19.7%</b>

Nguồn: PME, KISV research

- Riêng Q4-2017, cả doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của PME lần lượt tăng nhẹ 4.4% và 9.2% so với cùng kỳ. Mức tăng này khá thấp so với các quý trước, chủ yếu do việc phân xưởng kháng sinh bột pha tiêm Cephalosporin phải tạm dừng hoạt động để thanh tra cấp chứng nhận EU-GMP. EBIT giảm 2.7% so với cùng kỳ.

- Lũy kế 2017, trong khi doanh thu thuần của PME chỉ tăng 7.6% (chủ yếu do tác động của Q4), lợi nhuận sau thuế tăng trưởng gần 20% do chi phí bán hàng được tiết giảm tốt cộng với lãi tiền gửi ngân hàng tăng vọt. ROE đạt 19.5%.

- Về tình hình tài chính, công ty hiện đã có gần 700 tỷ đồng tiền mặt, hoàn toàn không có nợ vay, có thể tự tài trợ toàn bộ dự án nhà máy Non-βlactam 500 tỷ. Tuy nhiên, khoản mục hàng tồn kho và phải thu khách hàng cũng tồn tại rủi ro: tăng mạnh 20%-30% so với cùng kỳ, vòng quay chỉ ở mức thấp từ 2-3 lần.

- Do xu hướng biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện do dòng thuốc đầu thầu ở cấp cao hơn (chẳng hạn như xưởng bột pha tiêm Cephalosporin), chúng tôi dự phóng lại biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ tăng lên 49% so với mức 48% trước đây và duy trì ở mức này.

## Tăng trưởng ngành và chờ đợi chính sách

- Theo Business Monitor International, thị trường dược phẩm Việt Nam đang trên đà tăng trưởng khá lạc quan, với doanh thu năm 2017 thị trường dược trong nước ước đạt 5,2 tỷ USD, tăng khoảng 10% so với năm trước và được dự đoán sẽ tiếp tục tăng trưởng xấp xỉ mức này trong vòng 5 năm tới.

- Ngành Dược đang chờ đợi cú bức phá từ Thông tư quy định việc đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập dựa trên Luật Dược sửa đổi số 105/2016/QH13. Thông tư này sẽ quy định rõ tiêu chuẩn kỹ thuật cao cấp trong nhóm EU-GMP và PIC-S nào (tức chỉ những chứng nhận từ các quốc gia thực sự chất lượng) được đấu thầu vào nhóm thuốc cấp 1 và 2. Dự kiến Thông tư này có thể được ký trong năm 2018 nếu Quốc hội bàn luận và thông qua sớm.

## Kế hoạch phát triển của công ty

- 31/01/2018, phân xưởng bột pha tiêm Cephalosporin đã được thanh tra và cấp chứng nhận EU-GMP thành công sau suốt 4 năm chuẩn bị. Ban lãnh đạo PME dự phóng rằng doanh thu và lợi nhuận từ phân xưởng này sẽ bắt đầu được đóng góp sau tối đa 6 tháng tới, chủ yếu do việc chuẩn bị khâu bán hàng cho dòng thuốc kháng sinh bột pha tiêm mới này.

- Cùng thời điểm trên, PME bắt đầu khởi công dự án Nhà máy thuốc viên Non- $\beta$ lactam công suất 1.2 tỷ viên/năm công nghệ EU-GMP. Tổng vốn đầu tư nhà máy khoảng 700 tỷ đồng. Dự kiến, nhà máy sẽ hoàn tất và đưa vào sản xuất trong tháng 7/2019, đóng góp đáng kể cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn.

## Định giá

Chúng tôi lựa chọn 7 công ty có quy mô lớn nhất trong ngành Dược để so sánh và tính toán mức P/E trung bình ngành theo tỷ trọng vốn hóa như sau:

Mã cổ phiếu	Vốn hóa (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST CAGR 2012 – 2017 (%)	P/E trailing
DHG	12,538	6.4%	17.0
DVN	4,929	-5.7%	21.1
TRA	4,394	18.2%	18.2
DMC	3,410	16.2%	16.4
IMP	2,724	11.0%	23.1
DBD	2,629	46.0%	16.1
OPC	1,481	9.8%	17.1
Trung bình ngành <sup>(1)</sup>			18.2x

Nguồn: KISVN research, cập nhật 20/03/2018

(1) Bình quân gia quyền theo tỷ trọng vốn hóa

Dựa trên **phương pháp so sánh PE trung bình ngành<sup>(1)</sup>** (dùng tỷ lệ P/E hợp lý của trung bình ngành), chúng tôi định giá lại PME giảm còn 95.5k đồng/cp tại thời điểm cuối 2018. Tổng mức sinh lời 16.3% (bao gồm cổ tức tiền mặt 2k đồng/cp). Giữ khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Với trường hợp của Pymepharco, từ dự phóng của ban lãnh đạo thận trọng ở mức tăng trưởng đều 15%, chúng tôi áp dụng mức P/E trung bình ngành trong điều kiện định giá ngành Dược tiếp tục giữ được ở mức cao đến cuối 2018:

Cổ phiếu	P/E hợp lý	EPS forward 2018	Định giá
PYMEPHARCO	18.2x	VND5,248	VND95,500

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PYMEPHARCO (PME)				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	1508	1622	1858	2137
Tăng trưởng (%)	15.2%	7.6%	14.5%	15.0%
GVHB	788	842	948	1090
Biên LN gộp (%)	47.7%	48.1%	49.0%	49.0%
Chi phí BH & QLDN	436	451	516	594
EBITDA	332	380	444	504
Biên lợi nhuận (%)	22.0%	23.4%	23.9%	23.6%
Khấu hao	49	50	50	50
Lợi nhuận từ HĐKD	284	330	394	454
Biên LN HĐKD (%)	18.8%	20.3%	21.2%	21.2%
Chi phí lãi vay ròng	-19	-36	-35	-30
Lãi/lỗ khác	-2	-7	0	0
Thuế	61	72	86	97
Thuế suất hiệu dụng (%)	20.2%	20.2%	20.0%	20.0%
Lợi nhuận ròng	239	286	344	387
Biên lợi nhuận (%)	15.9%	17.7%	18.5%	18.1%
Lợi nhuận bằng tiền	288	336	394	437
LN cho công ty mẹ	239	286	344	387
Số lượng CP (triệu)	50.2	65.2	65.2	65.2
EPS hiệu chỉnh (VND)	4739	4368	5248	5915
Tăng EPS (%)	30.5%	19.8%	20.1%	12.7%
Cổ tức (VND)	0	0	2000	2000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	0.0%	0.0%	38.1%	33.8%

$EBITDA = DT\ thuần - (GVHB - Khấu\ hao) - Chi\ phí\ BH\ \&\ QLDN$

$EBIT = EBITDA - Khấu\ hao$

$Chi\ phí\ lãi\ vay\ ròng = Chi\ phí\ lãi\ vay - lãi\ tiền\ gửi$

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

$Tỷ\ lệ\ trả\ cổ\ tức = Cổ\ tức\ đã\ trả / LN\ ròng\ cho\ công\ ty\ mẹ$

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	3.6	3.6	3.6	3.6
Vòng quay HTK (x)	2.5	2.5	2.5	2.5
Vòng quay phải trả (x)	2.7	2.7	2.7	2.7
Thay đổi vốn lưu động	78	6	69	82
Capex	53	53	300	300
Dòng tiền khác	-5	0	0	0
Dòng tiền tự do	163	277	25	55
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	130	130
Thay đổi nợ ròng	-163	-277	106	75
Nợ ròng cuối năm	-487	-764	-659	-583
Giá trị doanh nghiệp (EV)	5,934	6,211	6,105	6,030
Tổng VCSH	1,326	1,611	1,823	2,078
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
VCSH	1,326	1,611	1,823	2,078
Giá trị sổ sách/cp (VND)	26,431	24,700	27,958	31,874
Nợ ròng / VCSH (%)	-37%	-47%	-36%	-28%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.5	-2.0	-1.5	-1.2
Tổng tài sản	1621	1908	2121	2453
$Nợ\ ròng = Nợ - Tiền\ \&\ tương\ đương\ tiền$				

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	19.8%	19.5%	20.0%	19.8%
ROA (%)	14.8%	15.0%	16.2%	15.8%
ROIC (%)	28%	31%	31%	27%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	22.9	19.1	15.9	14.1
PBR (x)	3.2	3.4	3.0	2.6
PSR (x)	3.6	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA (x)	17.9	16.3	13.7	12.0
EV/sales (x)	3.9	3.8	3.3	2.8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%

## Liên hệ:

**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

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

## Phòng Phân tích Doanh nghiệp

**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Trần Nguyên Dương**

Chuyên viên Phân tích cao cấp –  
Vật liệu xây dựng & ICT  
(+84 28) 3914 8585 (x1462)  
duong.tn@kisvn.vn

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng Không, Xe hơi  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Trần Thị Ngọc Mai**

Chuyên viên Phân tích –  
Bất Động Sản & Xây dựng  
(+84 28) 3914 8585 (x1461)  
mai.tt@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích –  
Tiêu dùng, Hóa chất  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

## Phòng Phân tích Vĩ mô

**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

## Phòng Khách hàng Định chế

**Lâm Hạnh Uyên**

Giám đốc Quan hệ Khách hàng định  
chế  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

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

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

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

## Khuyến cáo

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

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

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

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

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

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