

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2018

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **61.500**

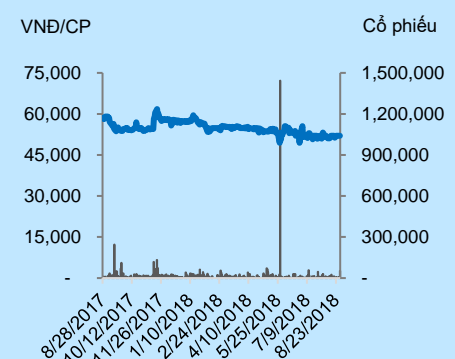
Giá thị trường (29/8/2018) 52.000

Lợi nhuận kỳ vọng 18%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------|---------------|
| Sàn giao dịch | HSX |
| Khoảng giá 52 tuần | 49.440-61.770 |
| Vốn hóa | 2.569 Tỷ VNĐ |
| SL cổ phiếu lưu hành | 49.401.359 |
| KLGD bình quân 10 ngày | 12.050 |
| % sở hữu nước ngoài | 48,5% |
| Room nước ngoài | 49% |
| Giá trị cổ tức/cổ phần | N/a |
| Tỷ lệ cổ tức/thị giá | N/a |
| Beta | 0,39 |

BIẾN ĐỘNG GIÁ



| | YTD | 1T | 3T | 6T |
|----------|-------|-------|-------|--------|
| IMP | -6,3% | -1,0% | -5,6% | -5,9% |
| VN-Index | -3,4% | 3,6% | -4,7% | -12,3% |

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext 255

hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP Dược phẩm IMEXPHARM

Mã giao dịch: IMP

Reuters: IMP.HM

Bloomberg: IMP VN

Cổ phiếu phù hợp với nhà đầu tư giá trị

Tình hình kinh doanh kém khả quan trong Q2/2018. Doanh thu giảm sút, biên lợi nhuận gộp thu hẹp khiến kết quả kinh doanh của IMP kém khả quan trong Q2/2018. Công ty đã cố gắng cắt giảm chi phí để bù đắp lợi nhuận. Tuy nhiên, nhờ thành tựu từ quý trước, lũy kế 1H2018, IMP vẫn đạt 513 tỷ đồng doanh thu (+3% yoy) và 64 tỷ đồng LNST (+7% yoy).

Điểm sáng mới: Doanh thu kênh ETC phục hồi rõ rệt. Theo kênh phân phối, tính trong nửa đầu năm, tỷ trọng doanh thu kênh ETC chiếm 18,7%, tăng trưởng 13% yoy. Thuốc bán qua kênh OTC, chiếm tỷ trọng 82,7%, dường như bão hòa về tăng trưởng. Đáng lưu ý, IMP đã ghi nhận doanh thu trúng thầu thuốc nhóm 1 và 2 với tỷ trọng 60% tổng giá trị trúng thầu. Đây là cơ sở cho thấy doanh thu kênh ETC đã có sự hồi phục rõ rệt và ngày càng nâng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu.

Dự báo KQKD 2018.

- Doanh thu thuần tăng 3% yoy, đạt 1.200 tỷ đồng được dẫn dắt từ kênh ETC
- Biên gộp trong Q2/2018 giảm so với cùng kỳ nhưng vẫn cao hơn mức biên gộp ở Q1/2018 nhờ tỷ trọng thuốc tự sản xuất có biên lợi nhuận cao tăng lên. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp cả năm cải thiện nhẹ lên 40,4%. Lãi gộp ước đạt 484 tỷ đồng, + 6% yoy.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý giả định ~20.5% và 7% doanh thu
- EPS dự phóng 2018~ 2.963 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng là 17,3 lần.

Khuyến nghị đầu tư.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu IMP dựa trên giá mục tiêu **61.500 đồng**, +18,3% so với giá đóng cửa ngày 29/8/2018. IMP là một trong số ít doanh nghiệp đã thành công trong việc nâng cấp nhà máy sản xuất dược phẩm đạt chuẩn EU-GPM đáp ứng nhu cầu thay thế thuốc nhập khẩu và xuất khẩu sang thị trường cao cấp hơn. Doanh thu kênh ETC đã có sự hồi phục rõ rệt và ngày càng nâng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu. Đây là cổ phiếu phù hợp cho những nhà đầu tư giá trị nhờ chất lượng tăng trưởng bền vững và triển vọng dài hạn tích cực. Tuy nhiên thanh khoản giao dịch thấp với KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên chỉ đạt 6.944 cổ phiếu là điểm bất lợi.

IMP ghi nhận kết quả kinh doanh kém khả quan trong Q2/2018

Công ty công bố BCTC quý 2/2018 với kết quả kinh doanh giảm sút so với cùng kỳ trong bối cảnh thị trường được phẩm cạnh tranh khốc liệt. Cụ thể:

| ĐVT: Tỷ đồng | Q2/2018 | % YoY | 1H2018 | % YoY |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 260 | -5.6% | 514 | 2.7% |
| Lợi nhuận gộp | 110 | -9.4% | 215 | 0.6% |
| Hoạt động tài chính | 1 | -78.5% | (2) | -49.0% |
| Chi phí bán hàng | (55) | -12.9% | (102) | -3.6% |
| Chi phí quản lý | (18) | -18.2% | (33) | -7.4% |
| LNTT | 39 | -7.7% | 80 | 7.3% |
| Thuế TNDN | (8) | -4.9% | (16) | 9.0% |
| LNST | 31 | -8.3% | 64 | 6.9% |
| % Biên gộp | 42.3% | | 41.8% | |
| % Tỷ lệ CPBH/DTT | 21.1% | | 19.8% | |
| % Tỷ lệ CPQL/DTT | 6.8% | | 6.5% | |
| % Biên ròng | 11.9% | | 12.5% | |

(Nguồn: BCTC IMP)

- Doanh thu thuần giảm 6% yoy do doanh thu thuốc nhượng quyền giảm mạnh 66% yoy (đối tác nhượng quyền có kế hoạch giảm 20% trong cả năm). Doanh thu thuốc tự sản xuất chiếm 91 (+1% yoy).

- Lãi gộp giảm 9,4% yoy do biên gộp giảm 2,3% so với Q2/2017. Biên gộp nhóm hàng tự sản xuất giảm từ 57,3% xuống 50% vì chi phí nguyên vật liệu dược phẩm gia tăng nhưng công ty khó tăng giá bán. Thuốc trúng thầu chủ yếu thông qua hình thức bán cho đối tác mang đi đấu thầu nên khó giữ được mức biên gộp cao.

- IMP tích cực cắt giảm chi phí hoạt động để bù đắp lợi nhuận

- LNST đạt 31 tỷ đồng, -8% yoy.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, IMP vẫn đạt 513 tỷ đồng doanh thu (+3% yoy) và 64 tỷ đồng LNST (+7% yoy).

Điểm sáng mới: Doanh thu kênh ETC phục hồi rõ rệt.

Theo kênh phân phối, tính trong nửa đầu năm, tỷ trọng doanh thu kênh ETC chiếm 18,7%, tăng trưởng 13% yoy. Thuốc bán qua kênh OTC, chiếm tỷ trọng 82,7%, dường như bão hòa về tăng trưởng. Đáng lưu ý, IMP đã ghi nhận doanh thu trúng thầu thuốc nhóm 1 và 2 thông qua hình thức bán hàng cho đối tác đi đấu thầu. Theo tổng hợp của chúng tôi từ dữ liệu thuốc trúng thầu tính đến ngày 30/6/2018, tổng giá trị thuốc trúng thầu do IMP sản xuất trong năm 2017-2018 đạt 558 tỷ đồng. Trong đó thuốc nhóm 1+2 chiếm tỷ trọng 60%. Về cơ bản, IMP là doanh nghiệp

sở hữu năng lực sản xuất tốt, đáp ứng yêu cầu về thuốc chất lượng cao. Do đó, công ty có thể cạnh tranh trực tiếp thuốc nhập khẩu. Với chủ trương giảm dần chi phí thuốc chữa bệnh cũng như thay thế thuốc biệt dược gốc đã hết bản quyền bằng thuốc sản xuất nội địa của bộ y tế, chúng tôi cho rằng sản phẩm của IMP có đủ điều kiện để được lựa chọn. Đây là cơ sở cho thấy doanh thu kênh ETC đã có sự hồi phục rõ rệt và ngày càng nâng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu.

Dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2018

Với kết quả khiêm tốn đã đạt được trong nửa đầu năm, BVSC cho rằng IMP rất khó hoàn thành kế hoạch đặt ra cho cả năm. Chúng tôi dự báo như sau:

| ĐVT: Tỷ đồng | 2018E | YoY | % Kế hoạch |
|------------------|-------|-------|------------|
| Doanh thu | 1,200 | 2.9% | 83% |
| Lãi gộp | 484 | 5.7% | |
| Chi phí bán hàng | 246 | 6.3% | |
| Chi phí quản lý | 80 | -6.0% | |
| LNTT | 159 | 8.6% | 83% |
| LNST | 127 | 8.5% | |

(Nguồn: IMP, BVSC dự báo)

- Doanh thu thuần tăng trưởng 3% yoy, đạt 1.200 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu kênh ETC đạt 263 tỷ đồng, +26% yoy và doanh thu kênh OTC đạt 963 tỷ đồng, giảm nhẹ 2% yoy.
- Biên gộp trong Q2/2018 giảm so với cùng kỳ nhưng vẫn cao hơn mức biên gộp ở Q1/2018 nhờ tỷ trọng thuốc tự sản xuất có biên lợi nhuận cao tăng lên. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp cả năm cải thiện nhẹ lên 40,4%. Lãi gộp ước đạt 484 tỷ đồng, + 6% yoy.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý giả định khoảng 20.5% và 7% doanh thu thuần
- EPS dự phóng 2018~ 2.963 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E dự phóng là 17,3 lần.

Khuyến nghị đầu tư

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu IMP dựa trên giá mục tiêu **61.500 đồng**, +18,3% so với giá đóng cửa ngày 29/8/2018. IMP là một trong số ít doanh nghiệp đã thành công trong việc nâng cấp nhà máy sản xuất dược phẩm đạt chuẩn EU-GPM đáp ứng nhu cầu thay thế thuốc nhập khẩu và xuất khẩu sang thị trường cao cấp hơn. Doanh thu kênh ETC đã có sự hồi phục rõ rệt và ngày càng nâng tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu. Đây là cổ phiếu phù hợp cho những nhà đầu tư giá trị nhờ chất lượng tăng trưởng bền vững và triển vọng dài hạn tích cực. Tuy nhiên thanh khoản giao dịch thấp với KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên chỉ đạt 6.944 cổ phiếu là điểm bất lợi.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

| Kết quả kinh doanh | | | | |
|---------------------|------|------|-------|-------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Doanh thu | 897 | 964 | 1.010 | 1.165 |
| Giá vốn | 478 | 581 | 605 | 707 |
| Lợi nhuận gộp | 419 | 383 | 405 | 458 |
| Doanh thu tài chính | 10 | 18 | 9 | 18 |
| Chi phí tài chính | 8 | 15 | 12 | 14 |
| Lợi nhuận sau thuế | 86 | 93 | 101 | 117 |

| Bảng cân đối kế toán | | | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị (tỷ VND) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Tiền & khoản tương đương tiền | 179 | 88 | 100 | 106 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 207 | 229 | 226 | 231 |
| Hàng tồn kho | 295 | 246 | 235 | 282 |
| Tài sản cố định hữu hình | 173 | 192 | 199 | 195 |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn | 46 | 49 | 61 | 66 |
| Tổng tài sản | 1.030 | 1.093 | 1.156 | 1.774 |
| Nợ ngắn hạn | 200 | 156 | 198 | 344 |
| Nợ dài hạn | 33 | 29 | 22 | 34 |
| Vốn chủ sở hữu | 797 | 907 | 936 | 1.395 |
| Tổng nguồn vốn | 1.030 | 1.093 | 1.156 | 1.774 |

| Chỉ số tài chính | | | | |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Chỉ tiêu | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Chỉ tiêu tăng trưởng | | | | |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 6,6% | 7,5% | 4,8% | 15,4% |
| Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%) | 41,5% | 8,3% | 8,9% | 16,0% |
| Chỉ tiêu sinh lời | | | | |
| Lợi nhuận gộp biên (%) | 46,7% | 39,7% | 40,1% | 39,3% |
| Lợi nhuận thuần biên (%) | 9,6% | 9,6% | 10,0% | 10,1% |
| ROA (%) | 9,0% | 8,8% | 9,0% | 8,0% |
| ROE (%) | 11,3% | 10,9% | 11,0% | 10,1% |
| Chỉ tiêu cơ cấu vốn | | | | |
| Tổng nợ/Tổng tài sản (%) | 0,23 | 0,17 | 0,19 | 0,21 |
| Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%) | 0,29 | 0,20 | 0,23 | 0,27 |
| Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần | | | | |
| EPS (đồng/cổ phần) | 3.260 | 3.210 | 3.495 | 2.731 |
| Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần) | 30.277 | 31.332 | 32.337 | 32.466 |

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được tôi xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược, Vận tải

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888