

## Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

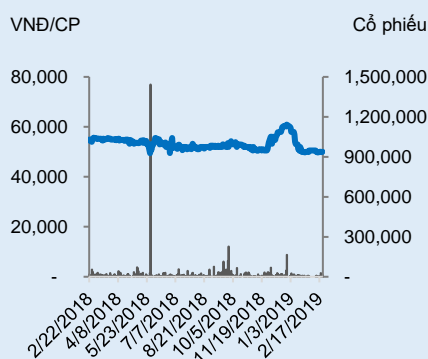
Tháng 02, 2019

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>55.000</b>
Giá thị trường (22/02/2019)	50.000
Lợi nhuận kỳ vọng	+10%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	49.440-60.900
Vốn hóa	2.4670 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	49.401.359
KLGD bình quân 10 ngày	8.854
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,6

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
IMP	-16,7%	0,2%	-1,8%	-3,8%
VN-Index	10,9%	8,5%	7,0%	0,1%

Chuyên viên phân tích

**Phạm Lê An Thuận**

(84 28) 3914.6888 ext 255

phamleanthuan@baoviet.com.vn

# CTCP Dược phẩm IMEXPARM

Mã giao dịch: IMP

Reuters: IMP.HM

Bloomberg: IMP VN

## Đón đầu cơ chế cho tăng trưởng tương lai.

### Ngành dược tăng trưởng chậm lại.

Ngành dược Việt Nam hiện nay đang gặp khó khăn sau thời gian dài tăng trưởng ổn định. Theo chúng tôi, hai rào cản chính đang hiện hữu là: (1) Giá nguyên liệu diễn biến phức tạp do ảnh hưởng từ chính sách cải tổ môi trường ở Trung Quốc; (2) Tình hình chậm trễ trong việc ban hành chính sách quản lý trên kênh đấu thầu (ETC) trong khi kênh bán lẻ (OTC) vẫn đang cạnh tranh khốc liệt.

### Triển vọng tăng trưởng từ kênh ETC.

Nhóm 1 và 2 chiếm tỷ trọng cao nhất về giá trị trong kênh đấu thầu ETC hiện là sân chơi riêng của thuốc ngoại, khi mà sản phẩm nội địa chỉ đáp ứng được gần 12% nhu cầu. Doanh nghiệp Việt Nam hiện nay dù đã đạt tiêu chuẩn về năng lực sản xuất, nhưng vẫn khó cạnh tranh vào kênh ETC do môi trường pháp lý chưa ổn định, chủ yếu vì thông tư đấu thầu tập trung mới chưa được hoàn thành. Sự chuyển dịch này nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục kéo dài do xung đột lợi ích của các bên. Tuy vẫn cần theo dõi thêm về các diễn biến pháp lý trong thời gian tới, nhưng chúng tôi đánh giá việc công bố thông tư đấu thầu tập trung sẽ thúc đẩy tăng trưởng của các doanh nghiệp có chiến lược phát triển về chất lượng, qua việc cạnh tranh và thay thế thuốc ngoại ở kênh ETC.

Imexparm hiện đang đi trước các doanh nghiệp khác khoảng 2 đến 3 năm, trong việc đầu tư và phát triển các dây chuyền nhà máy theo tiêu chuẩn EU-GMP.

### Triển khai thêm 2 dây chuyền sản xuất EU-GMP cùng với 2 nhà máy mới CNC tại Bình Dương và Vĩnh Lộc.

Động lực tăng trưởng dài hạn của IMP sẽ tiếp tục được dẫn dắt với việc triển khai xét duyệt thêm 2 dây chuyền EU-GMP tại nhà máy IMP 3, và đầu tư 2 nhà máy mới EU-GMP gồm: Nhà máy Công nghệ cao (CNC) Bình Dương và Nhà máy Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc. Hai nhà máy này đang được gấp rút xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào giai đoạn 2019-2020. Nhà máy CNC Vĩnh Lộc và 2 dây chuyền mới dự kiến sẽ là động lực chính cho tăng trưởng năm 2019.

Dự kiến toàn bộ nhà máy sẽ hoàn thành và đạt hiệu quả công suất cao nhất trong giai đoạn 2020-2021, tạo ra mức tăng trưởng bức phá thông qua nguồn thu từ kênh đấu thầu ETC và thị trường xuất khẩu. Sản phẩm của IMP trong nước khi đó chủ yếu chỉ phải cạnh tranh với các sản phẩm chất lượng cao của các công ty nước ngoài. Các nhà máy EU-GMP của IMP hiện tại vẫn đang hoạt động ở công suất thấp do công tác đấu thầu chưa thật sự thuận lợi.

### Định giá và quan điểm đầu tư.

Chúng tôi cho rằng IMP là một trong số ít doanh nghiệp dược trong ngành vẫn còn câu chuyện, và dự địa tăng trưởng trong tương lai. Tuy nhiên, do vẫn còn

trong giai đoạn đầu tư và phát triển nhà máy, cũng như cần sự hỗ trợ từ chính sách để giải quyết bài toán đầu ra cho các sản phẩm chất lượng cao của mình, chúng tôi tạm khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu là **55.000 VND/CP**, tương đương với P/E dự phóng năm 2019 là 17,6x lần, +10% so với giá đóng cửa ngày 22/02/2019.

Chúng tôi lưu ý đây là mức giá mục tiêu ngắn hạn trong năm 2019, do vẫn phải theo dõi thêm về các diễn biến pháp lý trong giai đoạn tới.

Về dài hạn, với các nhà máy hiện đại theo tiêu chuẩn EU-GMP, và xu hướng tăng trưởng tất yếu của kênh ETC, chúng tôi vẫn đánh giá IMP là một cơ hội đầu tư giá trị, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn.

## Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2018.

Công ty Cổ phần Imexpharm (IMP) đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất chưa soát xét cho năm 2018, với doanh thu thuần cả năm đạt 1.207 tỷ đồng (+1,8% yoy) và LNTT đạt 173,8 tỷ đồng (+18,6% yoy).

Doanh thu chỉ hoàn thành 87% kế hoạch đã đề ra, chủ yếu do mảng hàng sản xuất chỉ tăng trưởng 6% so với cùng kỳ năm ngoái, tỷ trọng ETC/OTC ở mức 20/80. Về lợi nhuận, công ty đã đạt 101% kế hoạch LNTT cả năm (trước khi trích Quỹ Phát triển Khoa học và Công nghệ), nhờ hoạt động hiệu quả và tiết giảm chi phí. Cụ thể, tỷ suất chi phí bán hàng/doanh thu thuần của Q4/2018 đạt 14,5%, so với 18% của cùng kỳ năm ngoái. Công ty cũng đồng thời ghi nhận 3 tỷ đồng thu nhập khác từ việc thanh lý tài sản, và 8 tỷ đồng doanh thu tài chính, từ việc thoái vốn tại Dapharco và S.Pharm vào tháng 11 vừa qua.

### Kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	Q4/2018	%yoy	2018	%yoy
Doanh thu thuần	409	-1,4%	1.207	+1,8%
Giá vốn hàng bán	268	-3,1%	750	+2,8%
Lợi nhuận gộp	141	+2,3%	470	+7,5%
Lợi nhuận trước thuế	48	+39,4%	174	18,6%

Nguồn: IMP, BVSC

Mức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận trong giai đoạn cuối năm đã bù đắp lại phần nào kết quả kinh doanh có phần thất vọng trong nửa đầu năm 2018. Điểm sáng là kênh ETC đã bắt đầu ghi nhận sự tăng trưởng trở lại với mức tăng khoảng 22% trong khi kênh OTC chỉ tăng 3% theo xu hướng chung của ngành.

## Ngành dược tăng trưởng chậm lại trong năm 2018.

Ngành dược vốn được xem là một ngành tiêu dùng mang tính phòng thủ với mức tăng trưởng ổn định hàng năm, lại đang gặp khó khăn trong những năm gần đây. Theo chúng tôi, hai nguyên nhân chính hiện nay là: (1) Giá nguyên liệu diễn biến phức tạp do ảnh hưởng từ chính sách cải tổ môi trường ở Trung Quốc; (2) Tình hình chậm trễ trong việc ban hành chính sách quản lý trên kênh đấu thầu (ETC) trong khi kênh bán lẻ (OTC) vẫn đang cạnh tranh khốc liệt.

### Giá nguyên liệu diễn biến phức tạp.

Hơn 90% nguyên liệu sản xuất tân dược (API) hiện nay ở Việt Nam đều phải nhập khẩu, trong đó chiếm tỷ trọng cao nhất là Trung Quốc và Ấn Độ.

Kể từ năm 2018, giá API nhập khẩu đã tăng lên đáng kể, do chính phủ Trung Quốc đang thực hiện những chính sách cải thiện môi trường khắc khe. Cụ thể, trên 1500 nhà máy đã bị buộc phải đóng cửa hoặc chuyển đến vùng ít dân cư hơn, tác động xấu đến nguồn cung nguyên liệu trên thị trường. Ngoài ra, các biện pháp bảo vệ môi trường áp dụng trong sản xuất cũng

sẽ ảnh hưởng trực tiếp lên giá bán. Dự kiến tình hình nguyên liệu dược nhiều khả năng sẽ còn diễn biến phức tạp trong thời gian dài.

**Một số hoạt chất nhập khẩu từ Trung Quốc**

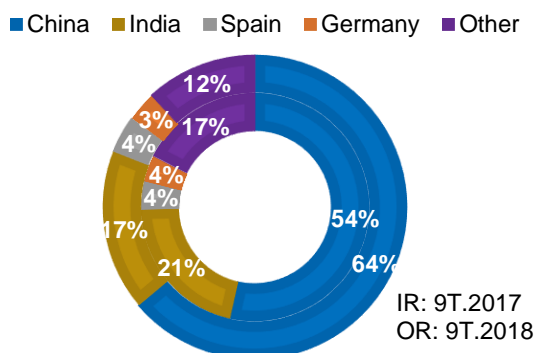
API	Giá 12/2017	Giá 12/2018	%Tăng	Nhóm thuốc
Captopril	54 USD	69 USD	+27,8%	Huyết áp
Cefuroxime Axetil	89 USD	99 USD	+11,2%	Kháng sinh
Amoxicillin	23 USD	30 USD	+30,4%	Kháng sinh
Spiramycin	143 USD	165 USD	+15,4%	Nhiễm trùng
Sulbactam Pivoxil	118 USD	146 USD	+23,7%	Nhiễm trùng
Berberine Hydrochloride	79 USD	99 USD	+25,2%	Tiêu hóa

*Nguồn: TCHQ, BVSC*

Diễn biến này cũng ảnh hưởng đến giá API trên thế giới, khi các công ty sản xuất nước ngoài vẫn phần nào nhập khẩu nguyên liệu từ Trung Quốc trước khi điều chế lại và bán ra thị trường. Cơ sở hạ tầng của Việt Nam hiện nay vẫn chưa thể đáp ứng được nhu cầu sản xuất API tân dược trong nước, vì vậy, ngành dược nói chung sẽ còn tiếp tục phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu trong thời gian dài.

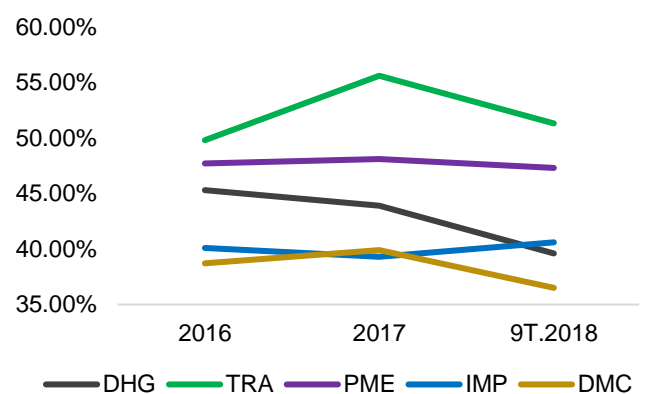
Nguyên liệu đầu vào tăng cao, trong khi giá đầu ra ở cả 2 kênh ETC và OTC đều có xu hướng giảm, làm ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh và biên lợi nhuận của các công ty trong ngành dược.

**Hình 2: Cơ cấu thị trường nhập khẩu API**



*Nguồn: TCHQ, BVSC*

**Hình 3: So sánh biên lợi nhuận gộp một số công ty trong ngành.**



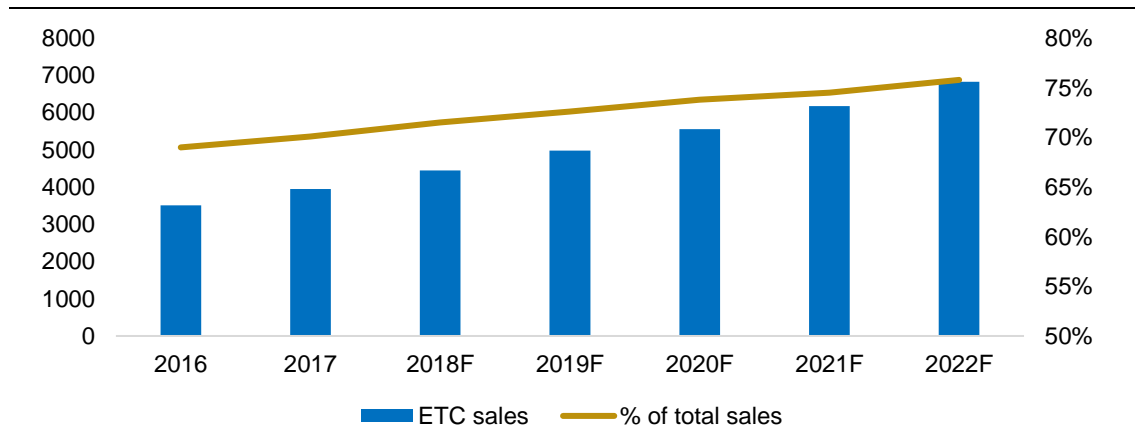
*Nguồn: BVSC*

**Bước đầu thay đổi nhưng còn trì trệ.**

Hiện nay, ngành dược Việt Nam đang thay đổi theo xu hướng ưu tiên thuốc nội thay cho thuốc ngoại, đặc biệt là trong kênh bệnh viện (ETC). Tuy nhiên, sự khó khăn của các công ty dược trong nước cho thấy quá trình chuyển đổi này sẽ còn mất nhiều thời gian.

Thị trường hiện nay vẫn tập trung vào kênh bán lẻ (OTC), do đa số các doanh nghiệp dược Việt Nam vẫn chưa đủ năng lực đáp ứng các tiêu chuẩn đấu thầu, để cạnh tranh với thuốc ngoại nhập ở kênh ETC. Trong khi đó, theo số liệu thống kê từ BMI, kênh ETC chiếm 70% về giá trị doanh thu ngành dược ở Việt Nam và được dự báo tăng trưởng mạnh 10,6% CAGR từ đây cho đến 2022.

**Hình 4: Dự báo doanh thu và thị phần của kênh ETC so với OTC**

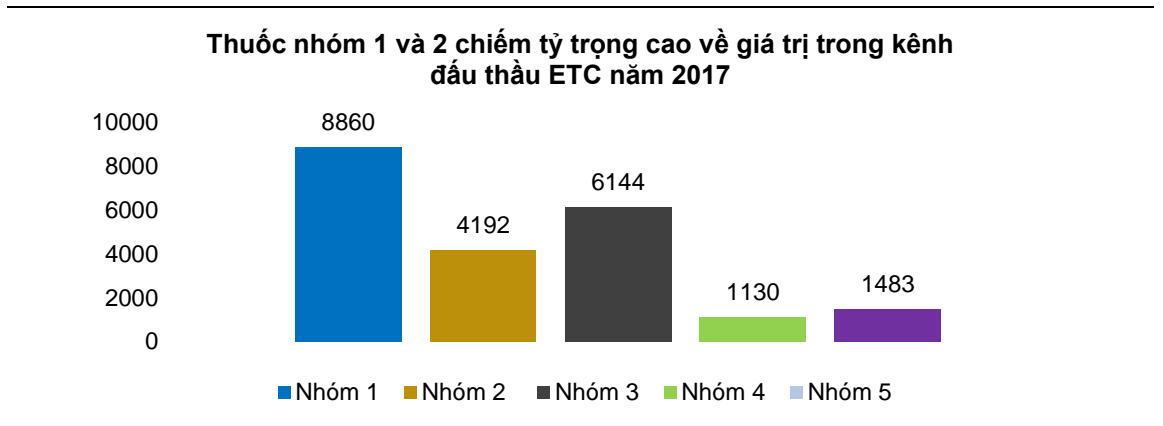


Nguồn: BMI

Các sản phẩm của các công ty dược trong nước đa phần đều là thuốc generic, danh mục còn trùng lặp nhau khiến cho kênh OTC, vốn nhỏ hẹp lại càng trở nên cạnh tranh khốc liệt hơn về giá và kênh phân phối. Các công tác quản lý và siết chặt việc bán lẻ thuốc không kê đơn, đặc biệt là các loại kháng sinh, cũng phần nào gây khó khăn hơn cho sự tăng trưởng của các công ty Việt Nam trong ngành. Trên thực tế, mức tăng trưởng kênh OTC của các công ty dược niêm yết là không cao trong năm 2018.

### Triển vọng tăng trưởng từ kênh ETC.

Nhóm 1 và 2 chiếm tỷ trọng cao nhất về giá trị trong kênh đấu thầu ETC hiện là sân chơi riêng của thuốc ngoại, khi mà sản phẩm nội địa chỉ đáp ứng được gần 12% nhu cầu. Điều này cho thấy, các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa có định hướng phát triển kênh ETC sẽ còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn, đặc biệt là các những công ty có các dây chuyền đạt tiêu chuẩn quốc tế như **EU-GMP**, **PIC/S-GMP**, đáp ứng được những yêu cầu khắt khe để đấu thầu vào nhóm 1 và 2 hiện nay.

**Hình 5: Thuốc nhóm 1 và nhóm 2 chiếm tỷ trọng cao về giá trị trong kênh ETC**


Nguồn: DAV

Tuy nhiên, dù trên lý thuyết được **Luật Dược số 105/2016/QH13** với chính sách ưu tiên sử dụng thuốc trong nước ủng hộ, nhưng chúng tôi nhận thấy số lượng trúng thầu của các công ty dược nội địa đạt tiêu chuẩn vào nhóm 1, nhóm 2 như Pymepharco (PME) và Imexpharm (IMP) vẫn chưa được như kỳ vọng. Chủ yếu là do công tác đấu thầu tập trung vẫn còn đợi thông tư mới vẫn chưa được hoàn thành, dù đã hơn một năm trôi qua.

Tính đến tháng 10/2018, cả nước có 219 cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP, tuy nhiên chỉ có IMP và PME là 2 doanh nghiệp niêm yết trên sàn sở hữu dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP. Các doanh nghiệp Việt Nam khác cũng đang tiến hành nâng cấp và xây dựng các dây chuyền theo các tiêu chuẩn quốc tế này. Trên thực tế, để phát triển và khai thác các nhà máy EU-GMP cần rất nhiều sự chuẩn bị, không chỉ về năng lực tài chính, mà còn ở khâu đào tạo nhân sự. Ước tính, IMP hiện đang đi trước khoảng từ 2 đến 3 năm, so với các công ty khác, trong việc đầu tư và phát triển các dây chuyền nhà máy theo tiêu chuẩn EU-GMP.

Dù đã đạt tiêu chuẩn về năng lực sản xuất, nhưng do môi trường pháp lý vẫn chưa ổn định, các doanh nghiệp dược Việt Nam vẫn chưa thể trở lại kênh ETC như kỳ vọng. Sự chuyển dịch này nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục kéo dài do liên quan đến vấn đề lợi ích của các bên.

Tuy vẫn cần phải quan sát thêm về các diễn biến pháp lý, nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng việc công bố thông tư đấu thầu tập trung sẽ thúc đẩy tăng trưởng của các doanh nghiệp có chiến lược phát triển thuốc chất lượng cao. Có thể thấy, dư địa tăng trưởng của IMP vẫn còn lớn, qua triển vọng đấu thầu vào nhóm 1 và 2, cạnh tranh trực tiếp và thay thế thuốc ngoại nhập ở kênh ETC.

### **Triển khai thêm 2 dây chuyền sản xuất EU-GMP cùng với 2 nhà máy mới CNC tại Bình Dương và Vĩnh Lộc.**

Động lực tăng trưởng dài hạn của IMP sẽ tiếp tục được dẫn dắt với việc đầu tư thêm 2 dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP tại nhà máy IMP3, và 2 nhà máy mới EU-GMP gồm: Nhà máy Công nghệ cao (CNC) Bình Dương và Nhà máy Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc. Hai nhà máy này đang được gấp rút xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào giai đoạn 2019-2020:

- Nhà máy CNC tại khu công nghiệp Bình Dương (497,2 tỷ) sẽ giúp giảm tình trạng quá tải nhà máy Non-Betalactam tại Đồng Tháp và tập trung sản xuất một số sản phẩm đặc trị đón đầu thị trường có giá trị cao. Dự kiến sẽ hoàn thành xét duyệt EU-GMP vào cuối năm 2019 và bắt đầu hoạt động vào đầu năm 2020.
- Nhà máy kháng sinh CNC tại khu công nghiệp Vĩnh Lộc (189,2 tỷ) với công suất thiết kế 250tr viên/năm sẽ cung ứng kháng sinh Penicillin theo tiêu chuẩn EU-GMP cho kênh ETC và thị trường xuất khẩu. Nhà máy hiện đã hoàn thành các thủ tục xét duyệt EU-GMP vào tháng 01/2019 và dự kiến sẽ cho ra sản phẩm vào Q2/2019. Rút kinh nghiệm từ nhà máy IMP 3, ban lãnh đạo đã thăm dò thị trường về nhu cầu đầu ra của các sản phẩm. Chúng tôi đánh giá nhà máy kháng sinh CNC Vĩnh Lộc sẽ là một trong những động lực tăng trưởng chính trong năm 2019.
- Xét duyệt thêm 2 dây chuyền thuốc gói và viên nén bao phim tại nhà máy IMP 3, nhà máy đầu tiên của Imexpharm đạt tiêu chuẩn EU-GMP, nâng tổng số dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP lên 5 dây chuyền. Tuy nhiên, 3 dây chuyền đầu tiên khai thác thật sự không hiệu quả do bị trùng các sản phẩm kháng sinh dòng cephalosporin với một số doanh nghiệp nội địa khác, cụ thể là Pymepharco và Tenamyl. Imexpharm hiện đang xây dựng chiến lược mới cho 5 dây chuyền này, một trong số đó chúng tôi cho rằng có thể áp dụng thông tư đấu thầu quốc gia, quy định ưu tiên không chào thầu nhập khẩu cho các sản phẩm đã có 3 nhà máy khác nhau trong nước sản xuất.

Dự kiến toàn bộ nhà máy sẽ hoàn thành và đạt hiệu quả công suất cao nhất trong giai đoạn 2020-2021, tạo ra mức tăng trưởng bức phá thông qua nguồn thu từ kênh đấu thầu ETC và thị trường xuất khẩu. Sản phẩm của IMP trong nước khi đó chủ yếu chỉ phải cạnh tranh với các sản phẩm chất lượng cao của các công ty nước ngoài. Các nhà máy EU-GMP của IMP hiện tại vẫn đang hoạt động ở công suất thấp do công tác đấu thầu chưa thật sự thuận lợi.

Với ưu thế sản xuất trong nước nên IMP được lợi thế cạnh tranh về giá, cũng như các chính sách ưu tiên sản phẩm nội địa thông tư đấu thầu tập trung chính thức được ban hành.

#### **Danh sách các dây chuyền và nhà máy của IMP**

<b>Nhà máy</b>	<b>Tiêu chuẩn</b>	<b>Sản phẩm chính</b>	<b>Hoàn thành</b>	<b>Công suất thực chạy</b>
Uống – Peni, Đồng Tháp (IMP 1)	WHO-GMP	Claminat	Đã hoàn thành	55% (500 tr. đơn vị/năm)
Non Betalactam, Đồng Tháp (IMP 1)	WHO-GMP	Probio	Đã hoàn thành	90% (1200 tr. đơn vị/năm)
Tiêm – Peni, Bình Dương (IMP 3)	EU-GMP	Zobacta	Đã hoàn thành	5% (4 tr. đơn vị/năm)
Tiêm – Cefa, Bình Dương (IMP 3)	EU-GMP	Imezidim Imetoxim	Đã hoàn thành	5% (8 tr. đơn vị/năm)
Uống – Cefa, Bình Dương (IMP 3)	EU-GMP	Opxil	Đã hoàn thành	15% (500 tr. đơn vị/năm)
Nhà máy CNC Vĩnh Lộc (IMP 2)	EU-GMP	Kháng sinh	Q2/2019	250 tr. đơn vị/năm
Nhà máy CNC Bình Dương (IMP 4)	EU-GMP	Thuốc đặc trị	Q1/2020	59,3 tr. đơn vị/năm

Nguồn: BVSC



### Dự báo kết quả kinh doanh.

Nhiều khả năng thông tư đấu thầu tập trung vẫn tiếp tục trì trệ trong năm nay, đồng thời IMP vẫn đang trong giai đoạn đầu tư và phát triển các nhà máy, nên khó có thể ghi nhận mức tăng trưởng đột biến từ kênh ETC trong năm 2019. Chúng tôi tạm thời dự báo doanh thu của IMP năm 2019 đạt 1.323 tỷ đồng (+10,4% yoy), và LNST đạt 149 tỷ đồng (+7,6% yoy), tương đương với EPS là 3.055 VND/CP, dựa trên một số giả định như sau: (1) Thông tư đấu thầu tập trung vẫn chưa kịp hoàn thành trong năm 2019; (2) Doanh thu từ kênh ETC tăng trưởng 50% so với năm 2018, nhờ đóng góp từ nhà máy mới Vĩnh Lộc và các dây chuyền xét duyệt, đạt tỷ trọng 28% trên tổng doanh thu (năm 2018 tỷ lệ 20/80); (3) Doanh thu kênh OTC tăng nhẹ 2,4% yoy, theo xu hướng chung của ngành.

IMP cũng đang kỳ vọng sẽ đưa tỷ trọng doanh thu hàng xuất khẩu lên mức 10% trong năm 2022. Hiện tại công ty đang tiến hành xin visa EU cho 2 sản phẩm mới nữa, dự kiến thủ tục sẽ hoàn thành trong khoảng cuối năm 2019.

Như đã phân tích ở trên, nếu thông tư đấu thầu tập trung có hiệu lực sớm, doanh thu và lợi nhuận của IMP nhiều khả năng sẽ tăng trưởng tốt hơn rất nhiều so với mức dự báo, triển vọng từ các nhà máy mới cũng sẽ trở nên rõ ràng hơn.

Trong kịch bản thận trọng nhất, chúng tôi cho rằng Imexpharm sẽ thật sự có mức tăng trưởng bức phá từ năm 2021. Khả năng cao vào thời điểm này thông tư đấu thầu tập trung đã được công bố, đồng thời các nhà máy EU-GMP cũng sẽ đồng loạt hoàn thành và chạy ở công suất cao, dự kiến giúp Imexpharm đạt mức tăng trưởng doanh thu 18-20%.

Chỉ số (bn VND)	2017	2018	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.165</b>	<b>1.207</b>	<b>1.333</b>
Tăng trưởng (%)	+15%	+1,8%	+10%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>117</b>	<b>138</b>	<b>149</b>
Tăng trưởng (%)	+16%	+18%	+8%
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
P/E (x)	20,3x	18,3x	16,4x
<b>EPS (VND/cp)</b>	<b>2.403</b>	<b>2.840</b>	<b>3.115</b>

### Định giá và quan điểm đầu tư.

Kết quả kinh doanh của IMP tuy không đạt mức tăng trưởng tương xứng với các nhà máy EU-GMP đã đầu tư, nhưng nhìn chung còn khá tốt trong ngành. Tuy nhiên, do triển vọng ngành vẫn còn phải trông chờ nhiều vào việc công bố thông tư đấu thầu tập trung mới, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn. Hiện tại IMP đang giao dịch ở mức P/E trượt năm 2018 là 17,8x lần, mức P/E này đang cao hơn so với trung bình ngành, phản ánh kỳ vọng của thị trường vào tiềm năng mà các nhà máy theo tiêu chuẩn EU-GMP có thể mang lại.

Chúng tôi cho rằng IMP là một trong số ít doanh nghiệp được trong ngành vẫn còn câu chuyện, và dư địa tăng trưởng trong tương lai. Tuy nhiên, do vẫn còn trong giai đoạn đầu tư và cần sự



hỗ trợ từ chính sách để giải quyết bài toán đầu ra cho các sản phẩm chất lượng cao của mình, chúng tôi tạm khuyến nghị **NEUTRAL** với mức giá mục tiêu là **55.000 VND/CP**, tương đương với P/E dự phóng năm 2019 là 17,6x lần, +10% so với giá đóng cửa ngày 22/02/2019.

Chúng tôi lưu ý đây là mức giá mục tiêu ngắn hạn, do vẫn phải theo dõi thêm về các diễn biến pháp lý trong giai đoạn tới. Về dài hạn, với các nhà máy hiện đại sản xuất theo tiêu chuẩn EU-GMP, và xu hướng tăng trưởng tất yếu của kênh ETC, chúng tôi vẫn đánh giá IMP là một cơ hội đầu tư giá trị.

Thanh khoản giao dịch thấp với KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên chỉ đạt 7.687 cổ phiếu cũng là điểm cần lưu ý khi đầu tư.

#### Chỉ số tài chính các doanh nghiệp cùng ngành vào ngày 22/02

STT	Mã CK	P/E	P/B	ROE	ROA	Vốn hóa (tỷ đồng)
1	DHG	20,4	4,3	22,1%	15,8%	13.336,1
2	PME	13,3	2,3	18,2%	15,1%	4.125,64
3	TRA	18,4	2,8	14,0%	10,1%	2.876,67
4	DMC	11,23	2,3	21,9%	16,5%	2.559,41
5	DBD	12,92	2,36	18,91%	10,95%	2.105,63
6	OPC	12,54	2,28	16,52%	8,79%	1.275,71
7	MKP	10,02	0,84	8,13%	6,66%	1.022,98
	<b>Average</b>	<b>14,13</b>	<b>2,45</b>	<b>17,12%</b>	<b>11,97%</b>	<b>3.900,30</b>
8	<b>IMP</b>	17,8	1,64	9,56%	7,82%	2.470,00

## Rủi ro

### Rủi ro chính sách.

Đây là rủi ro lớn nhất và ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng tăng trưởng trong tương lai của Imexpharm, khi mà công ty hiện đang dồn gần như toàn lực vào việc nâng cao năng lực sản xuất của mình, xây dựng thêm nhà máy EU-GMP mới, trong khi đầu ra là triển vọng ở kênh ETC vẫn chưa thật sự được đảm bảo. Chúng tôi kỳ vọng thông tư đấu thầu tập trung sẽ sớm được thông qua trong tương lai gần, qua đó mở ra khả năng tăng trưởng của IMP bằng việc quay lại kênh ETC.

### Rủi ro cạnh tranh.

Kênh OTC hiện tại đang là môi trường cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong và ngoài nước, đồng thời khó tăng trưởng do thị trường dần trở nên bão hòa. Các chính sách kiểm soát

ngày càng chặt chẽ trong việc phân phối lẻ thuốc, đặc biệt là kháng sinh, cũng gây không ít khó khăn cho hoạt động kinh doanh của các công ty trong ngành.

Kênh ETC từ lâu đã là miếng bánh ngon của các công ty dược đa quốc gia, khi phần lớn các doanh nghiệp dược Việt Nam vẫn chưa đủ năng lực sản xuất. Mức độ cạnh tranh và xung đột lợi ích này phần nào cũng thể hiện qua sự trì trệ trong khâu xét duyệt thông tư đấu thầu tập trung hiện hành.

#### **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu.**

Giá nguyên vật liệu duy trì ở mức cao trong thời gian dài sẽ tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của các công ty trong ngành. Ngoài ra, các yếu tố vĩ mô như biến động tỷ giá ngoại tệ cũng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá đầu vào của các công ty. Tuy nhiên, những công ty lớn như Imexpharm hay Dược Hậu Giang sẽ chịu tác động ít hơn các công ty dược nhỏ khác trong ngành do có tiềm lực tài chính cũng như các mối quan hệ làm ăn lâu dài với đối tác. Được biết, các công ty dược nhỏ hơn thường phải đi liên hệ đề nghị chia lại nguyên liệu từ các công ty lớn.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doanh thu thuần	964	1.010	1.165	1.207
Giá vốn	581	605	707	750
Lợi nhuận gộp	383	405	458	458
Doanh thu tài chính	18	9	18	19
Chi phí tài chính	15	12	14	18
Lợi nhuận sau thuế	93	101	117	139

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	88	100	106	190
Các khoản phải thu ngắn hạn	229	226	231	220
Hàng tồn kho	246	236	283	293
Tài sản cố định hữu hình	192	199	195	243
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	49	61	66	41
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.093</b>	<b>1.156</b>	<b>1.774</b>	<b>1.774</b>
Nợ ngắn hạn	156	198	344	236
Nợ dài hạn	29	22	34	33
Vốn chủ sở hữu	907	936	1.395	1.505
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.093</b>	<b>1.156</b>	<b>1.774</b>	<b>1.774</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	7,5%	4,8%	15,4%	1,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8,3%	8,9%	16,0%	18,1%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,7%	40,1%	39,3%	38,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,6%	10,0%	10,1%	11,4%
ROA (%)	8,8%	9,0%	8,0%	7,8%
ROE (%)	10,9%	11,0%	10,1%	9,6%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,17	19,0%	21,3%	15,2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,20	23,5%	27,1%	17,9%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	3.210	3.495	2.731	2.806
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	31.332	32.337	32.466	30.457

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Phạm Lê An Thuận**, 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

**Phạm Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimai trang@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@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 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