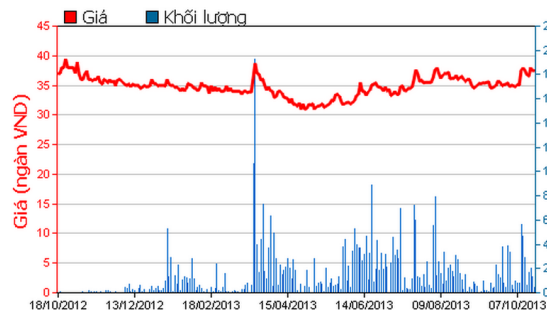


Ngành: Dược Phẩm Ngày 22 tháng 10 năm 2013
CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)

Hoàng Hiếu Tri Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	37.200	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> -15% 0% -15% </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> Bán Giảm Thêm Mua </div> <div style="text-align: center; margin-top: 5px;"> Ngăn hạn THÊM </div>
	Giá mục tiêu	38.600	
	Tăng/giảm	+3,8%	
	Tỷ suất cổ tức	5,9%	

Diễn biến giá cổ phiếu IMP

Tóm tắt nội dung

- **Doanh thu 9T/2013 đạt 612 tỷ đồng, hoàn thành 72% kế hoạch năm.** Lợi nhuận trước thuế 9T/2013 đạt 81.5 tỷ đồng, hoàn thành 78% kế hoạch. Theo dự phóng của tôi, kết quả kinh doanh năm 2013 sẽ vẫn duy trì ở mức xấp xỉ năm 2012 do ảnh hưởng không tốt từ chỉ thị 01 của Bộ Y tế đến kênh ETC. Doanh thu ước đạt trên 850 tỷ đồng, LNST ước đạt 79.2 tỷ (+2% so cùng kỳ 2012), tương ứng với mức **EPS 2013(F) đạt 4,824 đồng/cp.**
- **Thị trường dược phẩm Việt Nam đang cạnh tranh khốc liệt** giữa các doanh nghiệp nội và các tập đoàn đa quốc gia như Sanofi, GSK, Novartis... Giá cả đang là ưu thế cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước do không tốn chi phí đầu tư nghiên cứu ban đầu và linh hoạt về nguồn nguyên liệu với nhiều xuất xứ khác nhau.
- **Nhu cầu tiêu dùng thuốc trên đầu người của Việt Nam tăng trưởng bình quân 16.7%/năm** từ mức 9.9 USD năm 2004 lên mức 29.3 USD năm 2012 do biến đổi khí hậu, ô nhiễm môi trường, tác động con người... Dự kiến mức tiêu dùng năm 2013 sẽ ở mức bình quân 34.2 USD so với mức bình quân 160 USD của thế giới. (Nguồn: PriceWaterhouseCoopers)
- **IMP tạo ra sự khác biệt trong ngành dược nội địa Việt Nam** bằng cách đi theo hướng tập trung vào chất lượng sản phẩm, sử dụng nguyên liệu chất lượng tốt nhất có thể và chấp nhận giá bán cao hơn khá nhiều so với các đối thủ cạnh tranh với phương châm “Thuốc của IMP chỉ có 1 chất lượng, và là chất lượng tốt nhất mà IMP có thể làm được trong khả năng”.
- **Nhà máy sản xuất thuốc tiêm bột Penicillin đã được hoàn thành** và đang chờ Bộ Y tế cấp giấy phép sản xuất. Thời điểm nhà máy chính thức đi vào hoạt động hoàn toàn phụ thuộc vào tiến độ xử lý hồ sơ của Bộ Y tế. **Trụ sở chính của Imexpharm với tổng vốn đầu tư gần 30 tỷ đồng** đã được khánh thành và đưa vào sử dụng từ tháng 4/2013, tọa lạc trên khu đất rộng 2 ha nằm ngay trung tâm thành phố Cao Lãnh, Đồng Tháp.
- **IMP dự định sẽ tiến hành tăng vốn điều lệ lên mức 300 tỷ đồng vào năm 2015.** HĐQT đang cân nhắc phương án thưởng cổ phiếu từ nguồn thặng dư hoặc phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu/chiến lược trong trường hợp phát sinh các cơ hội hợp tác đầu tư mới. Bên cạnh đó, khoản cổ tức bằng tiền hàng năm

Thông tin giao dịch	22/10/2013
Giá hiện tại	37.200
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	41.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	31.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	16.705.810
Số lượng CP lưu hành (CP)	16.405.810
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	16.744
% sở hữu nước ngoài	48.35%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	167
Vốn hóa (tỷ đồng)	615

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCPDược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 4, Đường 30/4, P.1, Thị xã Cao Lãnh, Tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất, thuốc sản xuất theo nhượng quyền
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm thuốc chất lượng cao, ít tác dụng phụ
Rủi ro chính	Biến động nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Tổng công ty Dược Việt Nam	27,93
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	9,98
KWE Beteiligungen AG	9,42
Balestrand Limited	7,1
Cổ đông nước ngoài khác	21,74
Cổ đông trong nước khác	17,91

vẫn sẽ được duy trì ổn định ổn định ở mức 22%.

- **Giá thành nguyên liệu đầu vào cao, đầu tư lớn cho dây chuyền công nghệ và chi phí bán hàng lớn** do mở rộng hệ thống phân phối, quảng bá tiếp thị... là nguyên nhân chính khiến tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân giai đoạn 2007-2012 chỉ đạt 10%/năm.
- **Chống thâm tóm sáp nhập với các tập đoàn dược nước ngoài đang là vấn đề lớn nhất của IMP trong giai đoạn hiện nay.** IMP đang là mục tiêu khá lý tưởng cho việc mua lại tương tự như trường hợp của Domesco Đồng Tháp khi hầu hết **cổ đông nước ngoài nắm giữ 49% vốn cổ phần của IMP đều là các tổ chức đầu tư tài chính với mục tiêu cuối cùng là lợi nhuận.**

Khuyến nghị

Xét các công ty cùng ngành dược phẩm niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, sau khi điều chỉnh P/E dựa vào hiệu quả hoạt động (ROE) của các công ty này so với IMP, P/E bình quân là 8.x.IMP vừa hoàn thành xong giai đoạn đầu tư lớn trụ sở làm việc và nhà máy Penicillin nên chi phí khấu hao TSCĐ sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kết quả lợi nhuận trong các năm sắp tới. Tuy nhiên, việc cơ cấu sản phẩm theo hướng tập trung vào các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao, đẩy mạnh kênh thương mại với lợi thế vượt trội về chất lượng so với các đối thủ cạnh tranh sẽ là cơ sở cho việc tăng trưởng chậm nhưng ổn định và bền vững của IMP.

Về ngắn hạn, lợi nhuận sau thuế cả năm 2013 sẽ đạt khoảng 79.2 tỷ đồng (+2% so với năm 2012), tương ứng với EPS forward 2013 là 4.824 VND/cổ phiếu. Hiện tại giá cổ phiếu IMP thấp hơn giá mục tiêu 3,6% . Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể mua **THÊM** cổ phiếu này

EPS 2013 4.824 đồng/cp

P/E	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0
Giá IMP	33.769	36.181	38.593	41.005	43.417
Định giá P/E					

Tên Công ty	Sàn	Mã CK	DT 2012 (tỷ đồng)	ROE 2012	P/E trailing	DT 6T/2103
CTCP Dược phẩm Imexpharm	HOSE	IMP	820	10.9%	8.x	410
CTCP Dược phẩm Cửu Long	HOSE	IMP	637	8%	6.96	326
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	HOSE	DMC	1.371	15.8%	8.73	705
CTCP Traphaco	HOSE	TRA	1.409	27.3%	8.37	854
CTCP Dược phẩm OPC	HOSE	OPC	504	17.3%	11.66	277
CTCP S.P.M	HOSE	SPM	461	10.4%	7.88	230
Bình quân theo Doanh thu 6T/2013					7.86	

(Nguồn: EzSearch FPTs)

www.fpts.com.vn

Rủi ro đầu tư

Thông tư liên tịch 01/2012/TTLT-BYT-BTC hướng dẫn đấu thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế công lập theo trình tự như sau:

Bước 1: Thông tư này phân chia các gói thầu theo nhiều tiêu chuẩn kỹ thuật khác nhau: thuốc theo chuẩn của công ước quốc tế PIC/S (PIC/S-GMP) Châu Âu (EMEA), chuẩn của Mỹ (USFDA), chuẩn của WHO (WHO-GMP: chuẩn này do Cục quản lý dược Việt Nam kiểm tra và cấp giấy chứng nhận), thuốc nhượng quyền, thuốc tương đương sinh học, thuốc biệt dược, thuốc đông dược – dược liệu...

Bước 2: Đánh giá năng lực và kinh nghiệm của các nhà thầu theo từng gói tiêu chuẩn, các nhà thầu phải đáp ứng toàn bộ các nội dung theo chuẩn yêu cầu.

Bước 3: Đánh giá về mặt kỹ thuật, tức đánh giá về chất lượng và hiệu quả sử dụng của thuốc. Thuốc được đánh giá trên thang điểm 100, đạt 70/100 điểm là đạt yêu cầu.

Bước 4: Đánh giá về giá thành sản phẩm theo nguyên tắc chọn thuốc có giá thấp nhất. Ví dụ: cùng một dòng sản phẩm như nhau, thuốc của Trung Quốc nếu rẻ hơn thuốc của Mỹ chỉ 100 đồng cũng sẽ được chọn.

Rủi ro biến động giá nguyên liệu

Do Việt Nam chưa phát triển được ngành công nghiệp hóa dược nên các doanh nghiệp dược vẫn phải nhập khẩu hầu hết các nguyên liệu đầu vào. Đây là rủi ro chung của toàn ngành và của cả Imexpharm khi giá nguyên liệu thế giới biến động khó lường vì nguyên vật liệu chiếm đến 50 – 80% giá vốn. Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá cũng là một gánh nặng cho doanh nghiệp khi đồng nội tệ chưa thực sự ổn định.

Rủi ro chính sách

Đây là rủi ro lớn nhất mà ngành dược phẩm Việt Nam đang đối mặt, khi các chính sách của cơ quan quản lý (Bộ Y tế) còn nhiều mâu thuẫn. Nổi trội là: 1) Việc quản lý giá bán thuốc của các doanh nghiệp (do thuốc được xếp vào nhóm mặt hàng thiết yếu) khiến các doanh nghiệp không thể linh động điều chỉnh giá bán khi giá nguyên liệu đầu vào biến động mạnh. 2) Chỉ thị 01 Bộ Y tế đẩy các doanh nghiệp dược trong nước vào thế tiến thoái lưỡng nan khi vừa phải cạnh tranh với thuốc giá rẻ của Trung Quốc, Ấn Độ... vừa cạnh tranh với thuốc chất lượng cao của Mỹ - Châu Âu.

Phân tích hoạt động kinh doanh

Vị thế Dược phẩm Imexpharm

CTCP Dược phẩm Imexpharm là doanh nghiệp dược đầu tiên của Việt Nam sản xuất thuốc theo hình thức nhượng quyền của các tập đoàn dược phẩm lớn của thế giới như Sandoz (Áo), Novartis (Thụy Sĩ), Sanofi-Aventis (Pháp), Pharma Science (Canada)... do đáp ứng được các tiêu chuẩn về nguyên liệu, dây chuyền sản xuất và yêu cầu công nghệ khắt khe từ các đối tác.

Khác với các doanh nghiệp nội địa ngành dược khác, IMP chọn hướng đi riêng bằng cách tập trung vào chất lượng sản phẩm với nguồn nguyên liệu chất lượng cao được nhập hầu hết từ các nước Châu Âu - Bắc Mỹ kết hợp đầu tư lớn cho dây chuyền sản xuất theo công nghệ Châu Âu (chủ yếu nhập từ Đức), chấp nhận giá bán cao hơn các đối thủ cạnh tranh do không dùng các nguyên liệu giá rẻ từ các nước như Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan..., từ đó đảm bảo tính sinh khả dụng cao (hiệu quả của thuốc sau khi uống) và hạn chế tối đa các tác dụng phụ lên cơ thể bệnh nhân.

Nguồn cung ứng nguyên liệu của IMP

Stt	Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Quốc gia
1	Amoxycillin trihydrate compacted	Sandoz	Tây Ban Nha
2	Amoxycillin powder	Sandoz	Tây Ban Nha
3	Ampicillin trihydrate compacted	Sandoz	Tây Ban Nha
4	Azithromycin dihydrate	Fyse	Tây Ban Nha
5	Cephadroxil granules	Sandoz	Áo
6	Cephalexin monohydrate compacted	ACS Dobfar SPA	Ý
7	Cefaclor	ACS Dobfar SPA	Ý
8	Cefuroxim axetil	ACS Dobfar SPA	Ý

KHANG SINH

9	Codeine base	Macfarlan Smith, Ltd	Anh	HÀ SƠT
10	Paracetamol	Mallinckrodt INC	Mỹ	
11	Dextromethorphan HBr	F Hoffmann-La Roche, Ltd	Thụy Sĩ	HO
12	Dexamethason acetat	Pharmacia & Upjohn Company	Mỹ	DỊ ỨNG
13	Phenylpropanolamin HCL	Cheng Fong Chemical Co, Ltd	Đài Loan (*)	TÀI MŨI HỒNG
14	Ascorbic acid	Roche (DSM)	Anh	VITAMIN
15	Ascorbic acid 90% granules	Roche	Mỹ	
16	Pyridoxin HCL	Roche	Đức	
17	Thiamin nitrate	Roche	Đức	

(nguồn: IMP, FPTTS tổng hợp)

(*) Nguyên liệu Phenylpropanolamin HCL dùng cho sản xuất các thuốc điều trị bệnh về mắt, tai – mũi – họng được sản xuất bởi tập đoàn Cheng Fong Chemical Co, Ltd (Đài Loan) từ năm 1988. Với 25 năm kinh nghiệm sản xuất dòng nguyên liệu này, Cheng Fong Chemical hiện là một trong số nhà sản xuất Phenylpropanolamin HCL uy tín và lớn nhất thế giới. Năm 2010, tập đoàn này đã vượt qua cuộc kiểm tra chứng nhận chất lượng khắt khe của FDA (Cục quản lý thực phẩm và dược phẩm Hoa Kỳ).

Theo chia sẻ của ông Nguyễn Quốc Định, chủ tịch HĐQT kiêm phó TGD IMP, chênh lệch các dòng nguyên liệu sản xuất tại Châu Âu, Mỹ và sản xuất tại Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan mà Việt Nam đang nhập khẩu là rất lớn, cụ thể:

Nguyên liệu	Chênh lệch
Thuốc chích (chích thẳng vào mạch máu)	400%-500%
Kháng sinh	200%-300%
Paracetamol/Acetaminophen (Thuốc giảm đau, được hầu hết các doanh nghiệp dược trong nước sử dụng)	50% - 60%

Nguồn nguyên liệu đầu vào

Trong ngành công nghiệp dược phẩm, nguồn nguyên liệu đầu vào chiếm từ 50-80% giá vốn. Do đó, giá thành nguyên liệu đầu vào (hoạt chất – tá dược) là nhân tố chính quyết định giá thành của sản phẩm. **Đặc biệt**, giá thành nguyên liệu sản xuất tại các nước châu Âu, Mỹ cao hơn đến 200% - 500% so với các nguyên liệu cùng loại sản xuất tại Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan... **Nguyên nhân:** Các nhà sản xuất lớn, uy tín ở Châu Âu và Mỹ sử dụng công nghệ nuôi cấy lên men tự nhiên, tạo ra các hoạt chất “sạch” thân thiện với sức khỏe con người, ít gây tác dụng phụ. Các nhà sản xuất tại Trung Quốc, Ấn Độ... lại chọn hướng sản xuất công nghiệp bằng phương pháp tổng hợp hóa học, tốn ít thời gian hơn - giá thành giảm đáng kể và đem lại lợi nhuận cao hơn nhiều lần so với phương pháp lên men. Tuy nhiên, do các nguyên liệu được tổng hợp từ nhiều loại hóa chất đặc thù, nên luôn tồn tại một lượng tồn dư các hóa chất này trong nguyên liệu thành phẩm, người bệnh khi sử dụng thuốc tổng hợp từ các nguyên liệu này sẽ gặp một số tác dụng phụ không mong muốn (nổi mụn, tiêu chảy, chóng mặt, nhức đầu, dị ứng...).

IMP là một trong số ít các doanh nghiệp dược chọn chiến lược phát triển trên nền tảng chất lượng sản phẩm. Các nguyên liệu chính yếu dùng trong sản xuất dược phẩm của IMP toàn bộ được nhập khẩu từ các nhà sản xuất lớn uy tín trên thế giới, đã được chứng nhận bởi các cơ quan kiểm tra hàng đầu như FDA (Cục Quản lý Thực Phẩm và Dược phẩm Hoa Kỳ), EMA (Cơ quan Quản lý Dược châu Âu)..., đảm bảo được độ tinh khiết và thân thiện với sức khỏe người bệnh.

Theo đánh giá của tôi, **chiến lược “Chỉ 1 chất lượng, và là chất lượng tốt nhất có thể” này sẽ đảm bảo cho tốc độ phát triển ổn định của IMP trong dài hạn** khi yêu cầu về chất lượng dược phẩm cũng như ý thức chăm sóc sức khỏe của người Việt Nam ngày càng tăng cao. Các sản phẩm thuốc có nguồn gốc không minh bạch, kém chất lượng, hiệu quả điều trị không cao, tính sinh khả dụng kém dần dần sẽ bị đào thải.

Nguồn nguyên liệu đầu vào đang chiếm bình quân khoảng 60% - 70% giá vốn, là một trong các nguyên nhân chính khiến giá thành sản phẩm của IMP cao hơn khoản 30-40% so với các sản phẩm cùng loại của các doanh nghiệp nội khác nhưng vẫn thấp hơn các sản phẩm ngoại nhập khoảng 30-35%. Việc biến động giá thành nguyên liệu đầu vào trong các năm tới chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của IMP do chịu sự quản lý về giá thuốc của Bộ Y tế.

Trình độ công nghệ

Trong quá trình sản xuất nhượng quyền cho các hãng dược lớn trên thế giới như: Sandoz (Áo), Novartis (Thụy Sĩ), Sanofi-Aventis (Pháp), Pharma Science (Canada), DP Pharma (Pháp), IMP được các đối tác này chuyển giao toàn bộ công thức sản phẩm, thành phần tá dược, tỷ lệ pha trộn, quy trình sản xuất và bảo quản để tạo ra sản phẩm hoàn toàn tương tự như các sản phẩm gốc. Từ đó, IMP học hỏi và áp dụng trực tiếp các kinh nghiệm này lên các sản phẩm tự sản xuất.

Đóng góp của mảng hoạt động sản xuất nhượng quyền vào doanh thu không cao (13%), biên lãi gộp cũng chỉ ở mức 23% (năm 2012) nhưng các giá trị vô hình mang lại từ mảng này là rất lớn.

Nhà máy Cephalosporin với tổng giá trị đầu tư 113 tỷ đồng được đầu tư theo tiêu chuẩn và công nghệ Châu Âu, sản xuất các loại thuốc uống và thuốc tiêm bột thuộc nhóm Cephalosporin thế hệ mới. Hệ thống máy móc thiết bị chính được nhập hoàn toàn từ tập đoàn Bosch (Đức). Năm 2011, tập đoàn Novartis (Thụy Sĩ) đã đánh giá nhà máy Cephalosporin Bình Dương đạt các tiêu chuẩn sản xuất theo yêu cầu nghiêm ngặt để đáp ứng việc sản xuất nhượng quyền các sản phẩm của tập đoàn này, đảm bảo các sản phẩm do IMP sản xuất hoàn toàn giống 100% sản phẩm của Novartis sản xuất tại các nước khác cả về nguyên liệu, chất lượng, sinh khả dụng... nhưng giá thành rẻ hơn khoảng 30%.

Nhà máy thuốc tiêm Penicillin đã hoàn thành xong khâu đầu tư xây dựng và mua sắm thiết bị trong quý II/2013 với tổng giá trị đầu tư hơn 50 tỷ đồng và đang chờ giấy phép sản xuất của Bộ Y tế. Đây là nhà máy được đầu tư theo tiêu chuẩn và công nghệ châu Âu, sản xuất các sản phẩm thuốc bột, thuốc tiêm thuộc nhóm Penicillin. Dây chuyền máy móc chính của nhà máy này cũng được nhập toàn bộ từ Bosch (CHLB Đức).

Việc đầu tư lớn cho hệ thống dây chuyền công nghệ của IMP sẽ ảnh hưởng đến dòng tiền và lợi nhuận của IMP do chi phí đầu tư và khấu hao trong các năm đầu khá lớn. Trữ sở chính sẽ được khấu hao trong 20 năm, 2 nhà máy có thời gian khấu hao bình quân 8-10 năm theo phương pháp đường thẳng. Tuy nhiên, theo đánh giá của tôi, **đây là bước đi chiến lược mang tính dài hơi và bền vững** giúp IMP thuận lợi trong việc nâng tiêu chuẩn WHO-GMP hiện hành (do Cục quản lý dược Việt Nam kiểm định và chứng nhận) lên các mức tiêu chuẩn cao hơn như EU-GMP, PIC/S GMP, Japan – GMP, ICH, EMEA (do các tổ chức quốc tế uy tín kiểm định và chứng nhận), từ đó mở ra cơ hội lớn cho thị trường xuất khẩu dược phẩm, đồng thời gia tăng đáng kể mức độ tin tưởng của người tiêu dùng trong nước, của các cơ sở điều trị về chất lượng dược phẩm của IMP... điều mà rất ít doanh nghiệp dược trong nước có thể làm được trong 2-3 năm sắp tới (trừ một số doanh nghiệp dược FDI của các tập đoàn lớn nước ngoài).

Năng lực sản xuất

Năng lực sản xuất phân khúc Dược phẩm chất lượng cao với giá thành cạnh tranh hơn các dòng sản phẩm ngoại đang là thế mạnh của IMP so với các đối thủ cạnh tranh cùng ngành trong nước.

Nhà máy thuốc tiêm Cephalosporin với tổng sản lượng 10 triệu lọ/năm, đang chạy khoảng 30% công suất thiết kế tối đa do phụ thuộc nhiều vào các dây chuyền sản xuất phụ khác. **Nhà máy thuốc tiêm Penicillin** mới hoàn thành cũng có công suất 10 triệu

lộ, dự kiến nhà máy này sẽ chạy thử nghiệm 5% trong năm 2014 sau khi nhận được giấy phép sản xuất của Bộ Y tế, song song với công tác quảng bá, giới thiệu sản phẩm và đấu thầu vào bệnh viện. Đặc thù của các sản phẩm thuốc tiêm là nhóm dược phẩm thuộc danh mục thuốc kê đơn và chủ yếu được dùng trong kênh điều trị. Do đó, dù có biên lợi nhuận cao nhưng công suất sản xuất lại phụ thuộc nhiều vào các hợp đồng đấu thầu vào kênh ETC (kênh điều trị). Hiện kênh này đang vướng chỉ thị 01 của Bộ Y tế nên ngoài nhà máy Cephalosporin đã đi vào hoạt động, đóng góp của nhà máy Penicillin vào lợi nhuận trong ngắn hạn là chưa rõ ràng.

Nhà máy Non-Betalactam đặt tại trụ sở ở Đồng Tháp của IMP đang chạy với 100% công suất sau khi được đầu tư mở rộng nâng cấp quy mô nhà xưởng và hệ thống thiết bị, nâng sản lượng sản xuất từ 300 triệu lên 500 triệu sp/năm.

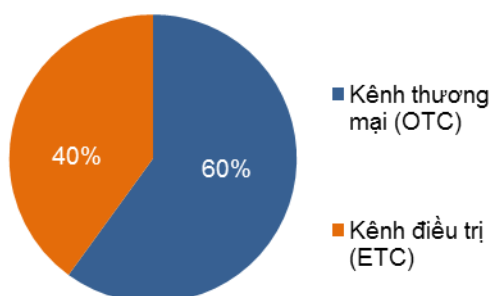
Nhà máy sữa Imexmilk được xây dựng với mục tiêu ban đầu là sản xuất các loại sữa tổng hợp các thành phần tự nhiên, được chiết xuất từ Trung tâm dược liệu Đồng Tháp Mười của IMP, dưới dạng thực phẩm chức năng nhằm bổ sung dưỡng chất cho cơ thể. Tuy nhiên, do diễn biến thị trường không phù hợp nên nhà máy này đã được IMP chuyển chức năng sang gia công hàng hóa cho các đơn vị khác.

(Nguồn: FPTS tổng hợp)

Các nhà máy sản xuất chính	Sản phẩm sản xuất	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Nhà máy Non Betalactam	Dược phẩm	500 triệu sp	100%
Nhà máy Cephalosporin	Kháng sinh dạng tiêm bột, thuốc uống	10 triệu lọ	30%
Nhà máy Penicillin	Kháng sinh dạng tiêm bột, thuốc uống	10 triệu lọ	n/a
Nhà máy sữa Imexmilk	Thực phẩm chức năng	n/a	n/a
Tổng sản lượng		520 triệu đơn vị	

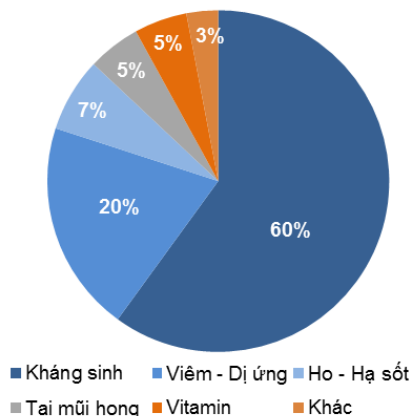
Thị trường tiêu thụ và các kênh bán hàng

Doanh thu theo kênh bán hàng



Ngoài trụ sở chính tại tỉnh Đồng Tháp, IMP hiện đang có 18 chi nhánh cùng 40 nhà phân phối trung gian (là các công ty dược tại địa phương). Tuy nhiên, địa bàn trọng điểm của IMP vẫn là khu vực Tp.HCM và vùng Đồng bằng Sông Cửu Long. IMP cũng đang triển khai mở rộng ra kênh thương mại ra thị trường Miền Trung và Miền Bắc, vốn trước đây chỉ được biết đến qua kênh ETC vào bệnh viện. Ngoài ra còn IMP còn 1 số thị trường xuất khẩu nhỏ như Moldova, Pháp (để xuất khẩu sang Châu Phi) và Campuchia.

Khác với các doanh nghiệp dược lớn khác tại Việt Nam, kênh chủ lực trong các năm qua của IMP lại là kênh điều trị (ETC) với các

Tỷ trọng doanh thu theo nhóm


dòng sản phẩm đòi hỏi công nghệ sản xuất và chất lượng sản phẩm cao. Tại thời điểm đỉnh cao, tỷ trọng kênh ETC của IMP đã có lúc lên đến mức 60%. Tuy nhiên, chỉ thị 01 của Bộ Y tế về quy chế đấu thầu tập trung (ưu tiên giá thấp) đang đẩy IMP vào tình trạng khó khăn, đặc biệt là giai đoạn năm 2012 – 2013 khi tỷ trọng kênh ETC giảm mạnh xuống chỉ còn 40-45%. Định hướng dài hạn của IMP sẽ là duy trì tỷ trọng hai kênh OTC – ETC ở mức ổn định 60% - 40%. Theo đánh giá của tôi, chỉ thị 01 của BYT chắc chắn sẽ phải điều chỉnh hợp lý hơn trong các năm sắp tới do chỉ thị này đi ngược lại với quyền lợi người bệnh (đặc biệt là người khám bảo hiểm y tế) và định hướng ưu tiên “người Việt sử dụng hàng Việt” của chính phủ. Vì vậy, dư địa tăng trưởng cho mảng ETC của IMP trong tương lai còn rất lớn.

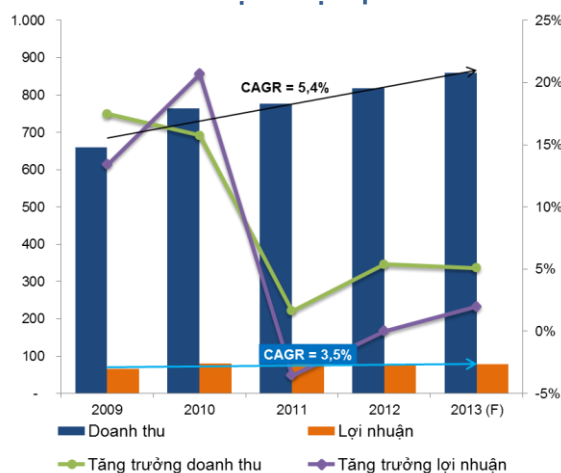
Các dự án đang đầu tư

Kết thúc năm 2013, IMP đã hoàn thành xong quá trình chuyển đổi, tái cấu trúc toàn diện mạnh mẽ, đầu tư chiến lược dài hạn trong suốt giai đoạn 2008 – 2013. Các dự án đầu tư xây dựng lớn của IMP cho nhà máy, trụ sở, hệ thống quản trị doanh nghiệp ERP – SAP về cơ bản đã hoàn thành 100%. Từ năm 2014 trở đi, IMP chính thức bước sang giai đoạn đẩy mạnh tăng trưởng dựa trên nền tảng vững chắc được xây dựng suốt 5 năm vừa qua. Do đó, trong 5 năm sắp tới, IMP dự kiến sẽ không phát sinh thêm khoản đầu tư lớn vào tài sản cố định nào, trừ trường hợp xuất hiện cơ hội hợp tác đầu tư kinh doanh với các đối tác nước ngoài tiềm năng. Vì vậy, tôi đánh giá dòng tiền sắp tới của IMP sẽ khá ổn định.

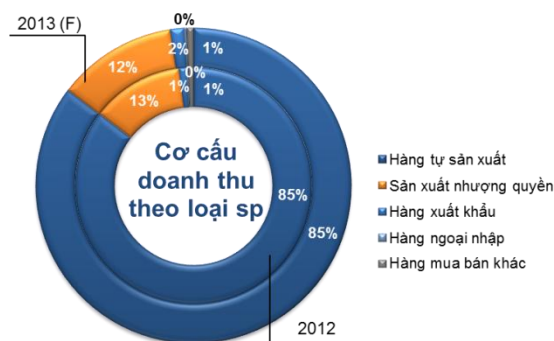
Phân tích tài chính

Tình hình hoạt động

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013 (F)
Doanh thu thuần	764	776	818	860
Hàng bán bị trả lại	1,7	1,8	2,0	2,1
Giá vốn hàng bán	411	388	441	470
Lợi nhuận gộp	353	388	378	389
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	46,2%	50,0%	46,2%	45,3%
<i>Chi phí tài chính</i>	1,1%	0,9%	0,9%	0,9%
<i>Chi phí bán hàng</i>	28,8%	30,2%	26,3%	26,0%
<i>Chi phí quản lý DN</i>	4,6%	6,2%	7,5%	7,5%
Lợi nhuận sau thuế	80,5	77,6	77,6	79,1
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	10,5%	10,0%	9,5%	9,2%
EPS	6.934	5.333	5.016	4.824

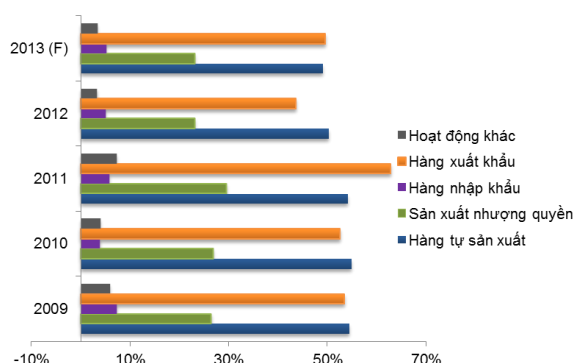
Doanh thu và lợi nhuận qua các năm


ROA	10,7%	9,4%	9,0%	8,6%
ROE	13,7%	10,9%	10,9%	10,5%



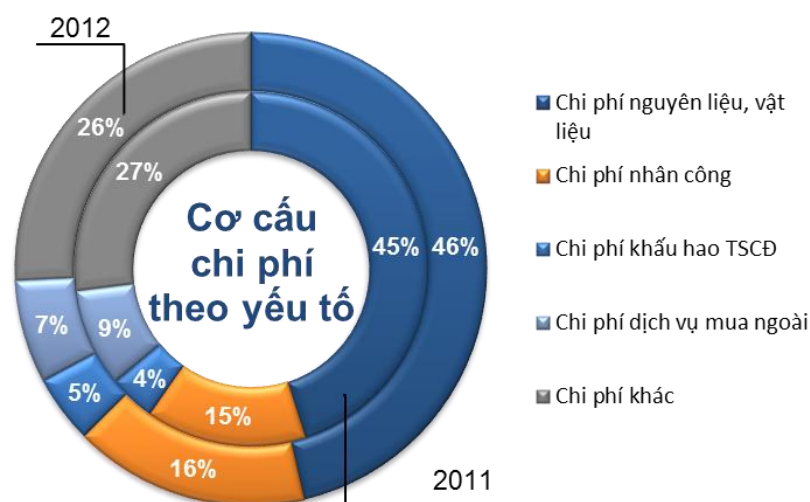
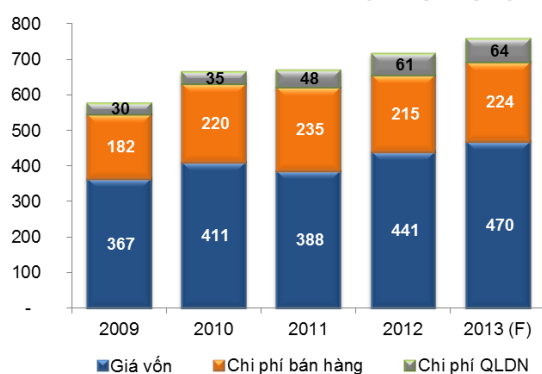
Doanh thu và lợi nhuận: Trong giai đoạn 2009 – 2013F, doanh thu của IMP đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 5,4%/năm. Đây là mức tăng trưởng khá thận trọng so với các doanh nghiệp ngành dược khác. Nhóm sản phẩm tự sản xuất và nhóm sản phẩm xuất khẩu có biên lãi gộp cao nhất (45-55%), nhóm sản xuất nhượng quyền ổn định ở mức 23% - 25%, nhóm hàng nhập khẩu và hàng mua bán khác có biên lãi gộp khá thấp (3% - 5%) nhưng IMP vẫn phải duy trì nhằm đảm bảo các yêu cầu về danh mục thuốc đầu thầu. **Lợi nhuận ròng** của IMP tăng trưởng bình quân 3,5% trong giai đoạn 2009 – 2013F. Tuy nhiên, trong 3 năm gần nhất (2011 – 2013F), mức tăng trưởng này là không đáng kể.

Biên lãi gộp theo hoạt động

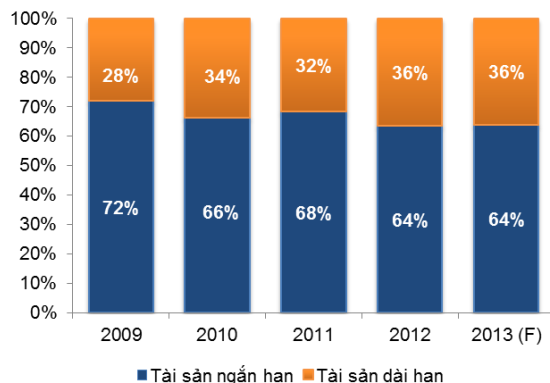


Cơ cấu chi phí và giá vốn: Chi phí nguyên vật liệu đầu vào năm 2012? chiếm 46% tổng chi phí, tăng 1% so với năm 2011; chi phí nhân công cũng tăng 1% lên mức 16% so với năm 2011. Đáng chú ý, các khoản chi phí bằng tiền khác chiếm đến 26% tổng chi phí, trong đó phần lớn là các khoản chi khác trong chi phí bán hàng. Năm 2012, khoản chi khác bằng tiền trong chi phí bán hàng lên đến 149 tỷ đồng, xấp xỉ 40% so với lãi gộp cả năm. Đây là khoản mục chính ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận của IMP qua các năm. Theo tìm hiểu của tôi, khoản chi này bao gồm chi phí hoa hồng bán hàng, tổ chức hội nghị khách hàng, du lịch, khuyến mại...

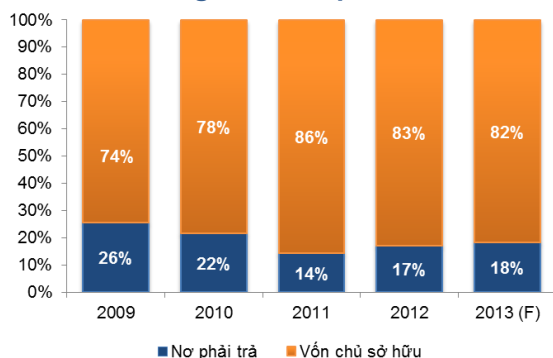
Cơ cấu chi phí theo mảng hoạt động



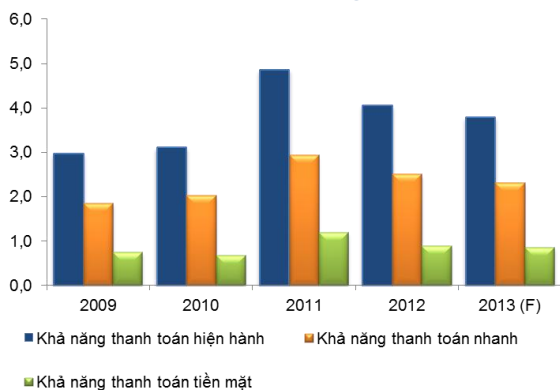
Cơ cấu Tài sản qua các năm



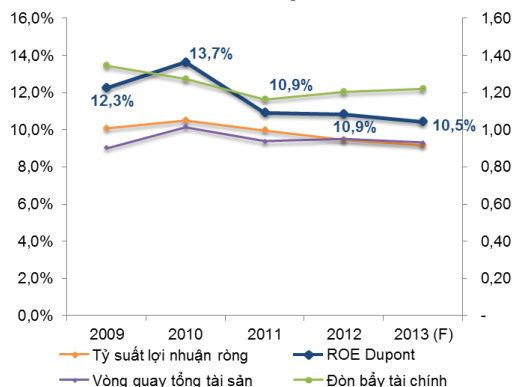
Cơ cấu Nguồn vốn qua các năm



Các chỉ số về khả năng thanh toán



ROE Dupont



Tình hình tài chính

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn :

Tổng tài sản của IMP tính đến hết 30/9/2013 là 859,5 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 64%, tài sản dài hạn đã ổn định ở mức 36%. Trong giai đoạn 2008 – 2013, IMP đã tiến hành đầu tư lớn cho hệ thống nhà máy, trụ sở, nâng tỷ trọng của tài sản dài hạn tăng gấp đôi so với thời kỳ trước 2008. Cơ cấu tài sản ngắn hạn đã ổn định và tập trung vào 3 khoản chính là: Tiền và đương đương tiền (25%), Các khoản phải thu ngắn hạn (34%), Hàng tồn kho (38%). Các tài sản dài hạn khác chủ yếu là các khoản đầu tư dài hạn vào các công ty liên doanh liên kết trong cùng ngành được phẩm và khoản trả trước tiền thuê đất.

Cơ cấu nguồn vốn của IMP đang có xu hướng thiên về Vốn chủ sở hữu với tỷ trọng ổn định ở mức 80-85%. Sau giai đoạn vay nợ để ngắn hạn để bù đắp vốn lưu động do đầu tư lớn vào TSCĐ năm 2009 – 2010, IMP về cơ bản đã ổn định lại được đòn cân nợ của mình và tiếp tục thực hiện chiến lược không vay nợ. Nợ phải trả hiện chỉ tập trung chủ yếu vào mục nợ ngắn hạn (92%) và một phần nhỏ ở mục nợ dài hạn do IMP bắt đầu trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi ghi nhận ở mục Nợ phải trả theo Thông tư số 224/2009/TT-BTC.

Các chỉ số về khả năng thanh toán của IMP đang ở mức rất an toàn so với mặt bằng chung của ngành được nhờ IMP theo đuổi chính sách không vay nợ và chủ yếu sử dụng nguồn lực tự có. Bên cạnh đó, nguồn tiền mặt dồi dào cũng là thế mạnh đảm bảo khả năng thanh toán các nghĩa vụ phải trả đến hạn. Cụ thể, tính đến cuối quý III/2013, IMP có hơn 146 tỷ đồng tiền và tương đương tiền so với 112 tỷ đồng nợ ngắn hạn. Ngoài ra, việc IMP đã hoàn thành xong giai đoạn đầu tư lớn cho TSCĐ, tái cấu trúc chuyển đổi... cũng giúp giảm các áp lực về dòng tiền trong ngắn hạn, đảm bảo an toàn tài chính cho doanh nghiệp.

Các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả sinh lời cho thấy dù IMP vẫn duy trì được mức tăng trưởng lợi nhuận qua các năm nhưng ROE lại có xu hướng giảm. Nguyên nhân chính là do: **1) Tỷ suất lợi nhuận ròng giảm** trong 2 năm gần đây ảnh hưởng của chỉ thị 01 BYT tác động đến lợi nhuận của mảng thuốc tự sản xuất cho kênh điều trị, vốn đem lại biên lợi nhuận cao nhất trong các dòng sản phẩm của IMP. **2) IMP theo đuổi chính sách không vay nợ**, duy trì đòn bẩy tài chính ở mức thấp do không đặt mục tiêu tăng trưởng nóng về doanh thu và lợi nhuận mà nặng về tăng trưởng bền vững, quản trị tốt rủi ro.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 15%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo tiếp theo nếu có thay đổi.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2-Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070/ 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6290 8686
Fax: (84.8) 6291 0607

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax: (84.511) 355 3888