

<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>57.000</b>	<div> <div>-18%</div> <div>-7%</div> <div>0%</div> <div>+7%</div> <div>+18%</div> </div> <div> <div>Bán</div> <div>Giảm</div> <div>Theo dõi</div> <div>Thêm</div> <div>Mua</div> </div> <div><b>MUA</b></div>
	Giá mục tiêu	<b>70.000</b>	
	Tỷ suất sinh lời	<b>+23%</b>	
	Suất cổ tức	<b>3,2%</b>	

## Diễn biến suất sinh lời cổ phiếu IMP



## TIÊU ĐIỂM

Chúng tôi tiến hành cập nhật mô hình định giá theo phương pháp FCFF và phương pháp so sánh P/E của CTCP Dược phẩm Imexpharm. Sau khi cập nhật lại mô hình định giá, chúng tôi tiếp tục giữ mức khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 12 tháng tới (**vào tháng 7/2015**) là **70.000 đ/cp**. Giá mục tiêu cho thời điểm cuối năm (31/12/2014) là 66.000 đ/cp.

Chúng tôi cũng cập nhật kết quả hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2014 với các thông tin đáng chú ý như sau:

- **Doanh thu thuần 6 tháng đạt 373 tỷ đồng** (-8% so cùng kỳ năm 2013), hoàn thành 37,3% kế hoạch năm (1.000 tỷ đồng). Lợi nhuận trước thuế đạt 55,17 tỷ đồng, hoàn thành 46% kế hoạch năm (120 tỷ đồng). Kết quả không như kỳ vọng này chủ yếu đến từ kết quả đấu thầu thuốc vào bệnh viện trong nửa đầu năm 2014 không được khả quan, chủ yếu do ảnh hưởng của Thông tư 36/37 của Bộ Y tế. **LNST 6T 2014** đạt 43 tỷ đồng (+5% so cùng kỳ 2013), EPS 6T đạt 2.623 đồng/cp.
- **Về doanh thu năm 2014**, chúng tôi ước tính IMP sẽ hoàn thành 94% kế hoạch doanh thu 1.000 tỷ (tương ứng khoảng 940 tỷ) do IMP tiến hành chiết khấu trực tiếp trên hóa đơn, thay vì hình thức khuyến mãi chiết khấu bằng hàng hóa như trước đây.
- **Về lợi nhuận trước thuế năm 2014**: Chúng tôi tin rằng IMP nhiều khả năng sẽ hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận trước thuế 120 tỷ đồng, chủ yếu do đóng góp của kênh OTC đang tăng dần về cuối năm, kết hợp với các hợp đồng sản xuất nhượng quyền cho đối tác là tập đoàn dược phẩm đa quốc gia cũng sẽ bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ tháng 9/2014 và đóng góp từ dòng thực phẩm chức năng sắp ra mắt. LNST cả năm 2014 ước đạt 85,4 tỷ đồng (+40% so với năm 2013), tương ứng với EPS 2014 đạt 5.116 đ/cp (trước pha loãng). Ngoài ra, cổ tức bằng tiền mặt dự kiến tỷ lệ 15% cho năm 2014 sẽ được chia dựa trên số lượng cổ phiếu sau chia thưởng 2:1, đồng nghĩa với **cổ tức thực nhận của nhà đầu tư là 22,5%**.
- Đại diện IMP cho biết **kế hoạch chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1 sẽ sớm được thực hiện trong quý 3 năm 2014** sau khi IMP chuyển nhượng xong 300.000 cổ phiếu quỹ và tái trình bộ hồ sơ xin phép chia thưởng cổ phiếu lên UBCK. Theo ước tính của chúng tôi, đến ngày 23/7 IMP sẽ hoàn tất việc bán 210.000 cổ phiếu quỹ còn lại thông qua giao dịch thỏa thuận trên sàn. Chúng

## Thông tin giao dịch 18/07/2014

Giá hiện tại	57.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	68.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	34.100
Số lượng CP niêm yết (CP)	16.705.810
Số lượng CP lưu hành (CP)	16.405.810
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	20.382
% sở hữu nước ngoài	49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	167
Vốn hóa (tỷ đồng)	935

## Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dược 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	Chính sách, 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	7,10
Cổ đông nước ngoài khác	22,05
Cổ đông trong nước khác	23,07

#### Các đối thủ cạnh tranh chính

Pymepharco
Saviphar
Bidiphar 1
Stada Việt Nam
Dược Hậu Giang
Domesco

tôi dự báo ngày chốt quyền nhận cổ phiếu thưởng tỷ lệ 2:1 nhiều khả năng sẽ rơi vào nửa đầu tháng 8/2014.

- Sau khi chia thưởng 2:1, IMP sẽ phát hành cổ phiếu ESOP tỷ lệ 5% và phát hành riêng lẻ 10% vốn cổ phần cho một cổ đông chiến lược trong nước. Theo tìm hiểu của chúng tôi, đây là một đơn vị chuyên về mảng phân phối và bán lẻ dược phẩm với mạng lưới cửa hàng hiện đại, được tổ chức bài bản và địa bàn hoạt động ngày càng được mở rộng. Cổ đông chiến lược này một mặt sẽ giúp IMP giải quyết đầu ra cho các dòng thuốc chất lượng cao, mặt khác sẽ là trung gian đưa các hợp đồng sản xuất nhượng quyền về cho IMP nhằm gia tăng doanh số và khai thác hiệu quả hệ thống nhà máy hiện đại sẵn có.
- Sau khi phát hành pha loãng cổ phiếu**, room dành cho khối nước ngoài dự kiến sẽ giảm xuống còn 42,42%, **khối nước ngoài có thể mua thêm 1.903.189 cổ phiếu IMP (~ 6,58%)**.
- Ngày 8/7/2014 vừa qua, chúng tôi cũng có dịp tham quan nhà máy sản xuất kháng sinh bột tiêm Cephalosporin và Penicillin của Imexpharm tại khu công nghiệp VSIP II tỉnh Bình Dương. Chúng tôi đánh giá đây là hai nhà máy được xếp vào hàng hiện đại bậc nhất Việt Nam hiện nay với các tiêu chuẩn sản xuất, tiêu chuẩn sạch của không khí được kiểm soát gắt gao. Đây cũng là hai nhà máy được phẩm nội địa (không có vốn đầu tư nước ngoài) hiếm hoi hiện nay tiệm cận với các tiêu chuẩn quốc tế như PIC/S-GMP hay EU-GMP, giúp mở ra triển vọng quay lại kênh điều trị (ETC) cho Imexpharm trong các năm sắp tới. [\(xem thêm\)](#).
- Lãnh đạo của IMP cũng cho biết, mỗi năm doanh nghiệp sẽ trích lợi nhuận trước thuế khoảng 10 – 10,5 tỷ đồng cho công tác nghiên cứu khoa học công nghệ và sử dụng ngay trong kỳ kinh doanh, hạch toán trực tiếp vào chi phí quản lý doanh nghiệp.

**Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2023**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2013	2014F	2016F	2018F	2020F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	842	939	1.175	1.519	1.897	2.303	2.514
LN gộp	Tỷ đồng	391	435	542	697	864	1.037	1.124
LNST	Tỷ đồng	61	85	119	166	219	277	307
EPS	Đồng	3.653	5.116	7.121	9.941	13.118	16.576	18.388
DPS	Đồng	1.964	2.812	3.915	5.465	7.212	9.113	10.109
DPS/EPS	%	54%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Tăng trưởng DT	%	3%	11%	13%	13%	11%	10%	9%
Tăng trưởng LNST	%	-21%	40%	20%	17%	14%	12%	11%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	46%	46%	46%	46%	46%	45%	45%
ROE	%	8%	11%	14%	17%	19%	20%	20%
ROA	%	7%	9%	11%	13%	14%	15%	15%
P/E	Lần	15,3	10,9	7,9	5,6	4,3	3,4	3,0
P/B	Lần	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7	0,6

Nguồn: FPT S

**CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF**

Giá định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đv: tỷ đồng
WACC 2014	18.8%	Thời gian dự phóng	10 năm
Thuế suất	22%	Tổng hiện giá dòng tiền	861
Chi phí vốn CSH	18.8%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	237
<b>Lãi suất phi rủi ro</b>	<b>8.7%</b>	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	0
<b>Phần bù rủi ro</b>	<b>9.3%</b>	Giá trị vốn cổ phần	1.098
<b>Hệ số Beta</b>	<b>1.15</b>	Lợi ích cổ đông thiểu số	1,4
Tăng trưởng bình quân	11.6%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	1.098
Tăng trưởng bền vững	5%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	17
		<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2014</b>	<b>65.737</b>
		<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b>	<b>18,8%</b>
Giá mục tiêu dự kiến sau khi pha loãng (*)		<b>Suất cổ tức ước tính</b>	<b>2,3%</b>
	<b>37.943 đ/cp</b>	<b>Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp)</b> <b>(31/06/2015)</b>	<b>70.411</b>

(\*) Sau khi chia thưởng 2:1, phát hành cổ phiếu ESOP tỷ lệ 5% và phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược tỷ lệ 10%

Kỳ hạn	Thị giá hiện tại (18/07/2014)	Giá mục tiêu cũ (31/12/2014)	6 tháng (31/12/2014)	12 tháng (31/06/2015)
Trước pha loãng	<b>57.000</b>	<b>73.000</b>	65.737	<b>70.411</b>
<b>Suất sinh lời</b>		<b>28%</b>	15%	<b>23%</b>

**ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH**

Doanh nghiệp	Thị giá 18/07/2014	Vốn hóa	ROE	EPS 2013 (đã pha loãng)	P/E	Doanh thu thuần 2013
CTCP Dược Hậu Giang	97.500	8.498	29,74%	6.758	14,43	3.527
CTCP Traphaco	79.000	1.962	21,83%	6.437	12,27	1.682
CTCP XNK Y tế Domesco	40.600	1.085	16,95%	5.966	6,81	1.430
CTCP DPDL Pharmedic	48.000	448	35,11%	5.972	8,04	357
CTCP Dược Cửu Long	29.400	297	12,50%	3.600	8,17	699
CTCP Dược Hà Tây	28.500	179	18,82%	4.261	6,69	743
CTCP Dược Bến Tre	30.000	88	12,27%	3.568	8,41	580
CTCP Dược Lâm Đồng	55.900	190	22,85%	5.289	10,57	463
<b>Bình quân theo doanh thu thuần năm 2013</b>						
<b>CTCP DP Imexpharm</b>	<b>57.000</b>	<b>935</b>	<b>8,40%</b>	<b>3.720</b>	<b>15.32</b>	<b>842</b>

EPS 2014 (F)	5.116	đồng/cp				
<b>P/E</b>	<b>9.0</b>	<b>10.0</b>	<b>11.0</b>	<b>12.0</b>	<b>13.0</b>	
Giá cổ phiếu IMP	46.196	51.311	<b>56.427</b>	61.543	66.658	

## CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

---

### Về phân khúc thị trường

#### Kênh điều trị (ETC) vẫn tiếp tục gặp khó khăn

Theo số liệu thống kê của Sở Y Tế Tp.HCM và tổng hợp của FPTTS, tổng giá trị trúng thầu của các thuốc do IMP sản xuất tại khu vực Tp.HCM trong đợt đấu thầu tập trung vừa qua chỉ đạt gần 11 tỷ đồng với 2 loại thuốc chính là thuốc kháng sinh pms – Claminat (8,5 tỷ đồng) và thuốc giảm đau – kháng viêm – hạ sốt Diclofenac (2,3 tỷ đồng). Doanh thu kênh ETC trong 6 tháng đầu năm 2014 sụt giảm đến 55% so với cùng kỳ năm 2013 (tính trên quy mô cả nước). Tuy ghi nhận sự sụt giảm mạnh tại thị trường trọng điểm Tp.HCM, chúng tôi cho rằng cơ hội trúng thầu vào kênh ETC của IMP tại các địa phương khác vẫn khá khả quan do các địa phương này chưa áp dụng quy chế đấu thầu tập trung như tại Tp.HCM và vẫn còn dư địa trúng thầu cho các loại thuốc chất lượng tốt.

Tuy nhiên, từ nay cho đến khi IMP nâng cấp hai nhà máy Cephalosporin và Penicillin lên chuẩn PIC/S, chúng tôi cho rằng việc sụt giảm doanh số trong kênh ETC sẽ tiếp diễn trong thời gian sắp tới, khi các địa phương trong cả nước bắt đầu áp dụng quy chế đấu thầu tập trung. Mặt khác, thông tư 36 và 37 của Bộ Y tế tiếp tục sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp định hướng tập trung cho chất lượng thuốc như Imexpharm, Pymepharco, Stada, Bidiphar... trong thời gian sắp tới.

#### Kênh thương mại (OTC): Dư địa tăng trưởng lớn

Doanh thu kênh thương mại tại các nhà thuốc trong nửa năm đầu 2014 tăng trưởng mạnh gần 40% so với cùng kỳ năm 2013 nhờ IMP dồn rất nhiều nguồn lực của doanh nghiệp để phát triển hệ thống mạng lưới bán hàng, đội ngũ trình dược, nhân viên bán hàng... song song với các chương trình bán hàng, chính sách chiết khấu, khuyến mãi mới linh hoạt và hiệu quả hơn. Trong quá khứ, IMP không quá chú trọng đến kênh OTC, do đó thương hiệu và các sản phẩm của công ty chưa được biết đến rộng rãi. Trao đổi về vấn đề này với FPTTS, ông Nguyễn Quốc Định, chủ tịch HĐQT kiêm phó TGĐ của IMP cho biết đây vừa là cơ hội vừa là thách thức của IMP, cụ thể:

- **Thách thức:** Mức độ nhận diện thương hiệu còn thấp. Do đó, quảng bá thương hiệu và truyền tải thông điệp “Thuốc của Việt Nam hoàn toàn có thể tương đương với thuốc nhập khẩu từ Pháp, Mỹ...” là bài toán khá lớn của công ty.
- **Cơ hội:** Không như các sản phẩm tiêu dùng khác, thuốc là mặt hàng đặc thù mà người tiêu dùng hầu như không hề mặc cả giá và chỉ quan tâm đến hiệu quả điều trị. Do đó, với định hướng thuốc chất lượng cao và thân thiện với sức khỏe con người, IMP kỳ vọng sẽ từng bước thuyết phục và có được

### Viral Marketing – Marketing lan tỏa



sự tin tưởng của người tiêu dùng, sử dụng hiệu ứng “viral marketing” (marketing do người tiêu dùng truyền miệng giới thiệu cho người thân bạn bè sau khi sử dụng)→Chúng tôi cho rằng đây là cách thức marketing bền vững và hiệu quả nhất mà mọi doanh nghiệp đều hướng tới. Tuy nhiên, rất ít doanh nghiệp, đặc biệt là các doanh nghiệp dược phẩm nội địa, có thể thực hiện được chiến lược “viral marketing” này do: 1) Việc marketing do bản thân người tiêu dùng **tự nguyện** quảng bá giúp doanh nghiệp khi họ đã thực sự tin tưởng vào sản phẩm; 2) Đòi hỏi sản phẩm của doanh nghiệp, mà ở đây là dược phẩm, phải thực sự tốt và bắt nguồn từ triết lý kinh doanh cũng như tiềm lực, trình độ chuyên môn của doanh nghiệp.

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá tình trạng mất ưu thế của thuốc Việt trên sân nhà vẫn sẽ tiếp diễn ít nhất đến hết năm 2014, khi các chính sách quản lý chưa quan tâm nhiều đến chất lượng thuốc và vẫn đặt nặng vấn đề giá rẻ. Do đó, việc đẩy mạnh kênh thương mại của IMP từ năm 2013 đến nay là bước đi khá đúng đắn và giúp doanh nghiệp giảm thiểu dần sự phụ thuộc vào kênh điều trị và giảm các rủi ro về chính sách quản lý vốn vẫn đang trong giai đoạn điều chỉnh sửa đổi.

### Về các sản phẩm chủ lực

**PMS – Claminat:** Với thành phần chính là kháng sinh Amoxicillin thuộc nhóm Penicillin nhập khẩu từ DSM (Tây Ban Nha) và Sandoz (Áo). Nhóm nguyên liệu này có giá cao hơn 20% so với nguyên liệu của Ấn Độ và cao hơn 36% so với nguyên liệu của Trung Quốc. Đây là nguyên nhân chính khiến giá pms – Claminat cao hơn khoảng 30% so với các thuốc cùng loại sản xuất trong nước. Đây cũng là dòng sản phẩm chủ lực trong phân khúc kháng sinh của IMP do đặc thù khí hậu nhiệt đới ẩm gió mùa tại Việt Nam rất dễ gây các bệnh viêm nhiễm về đường hô hấp.

Theo tìm hiểu của chúng tôi, trong các doanh nghiệp niêm yết trên sàn chứng khoán, IMP là doanh nghiệp duy nhất có in nguồn gốc xuất xứ nguyên liệu sản xuất thuốc lên bao bì sản phẩm. Bên cạnh các dòng sản phẩm kháng sinh chủ lực đã có thương hiệu và được các bác sĩ tin dùng trong kênh điều trị, IMP đã đưa ra thị trường một số dòng thực phẩm chức năng, trong đó nổi bật là dòng bổ sung chức năng mắt Super Maxgo.

**PMS – Super maxgo:** Đây là dòng thực phẩm chức năng cung cấp các vitamin và dưỡng chất cần thiết cho mắt, tăng cường thị lực và hỗ trợ điều trị các bệnh về mắt. Do toàn bộ nguyên liệu sản xuất được nhập từ Châu Âu với chất lượng tốt nên giá thành sản phẩm này khá cao, khoảng 490.000 đ/hộp 30 viên. Sản phẩm này chủ yếu nhắm vào nhóm đối tượng làm việc trong môi trường văn phòng, tiếp xúc nhiều với máy tính trong thời gian dài và đối tượng trung niên (trên 30 tuổi) với các hiện tượng suy giảm chức năng mắt, thoái hóa điểm vàng, đục thủy tinh thể, tăng nhãn áp... IMP cho biết sẽ không



đầu tư rầm rộ vào marketing cho sản phẩm này như các đơn vị kinh doanh thực phẩm chức năng khác thường làm. mà sẽ tiếp cận theo hướng “mưa dầm thấm lâu – tiếng lành đồn xa” thông qua những khách hàng đã sử dụng sản phẩm và nếu cảm thấy tốt/hiệu quả thì những khách hàng này sẽ giới thiệu cho bạn bè, người thân của họ cùng sử dụng.

**Dòng thực phẩm chức năng mới sắp ra mắt:** IMP tiết lộ dòng sản phẩm này sẽ nhắm đến nhóm khách hàng đại chúng hơn, không phân biệt giới tính, tuổi tác như dòng sản phẩm trên. Dự kiến dòng sản phẩm này sẽ tung ra thị trường trong quý 3/2014. Nguyên liệu sản xuất của sản phẩm này cũng sẽ được nhập hoàn toàn từ Châu Âu. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm về sản phẩm này trong bản tin sau.

### Về tiến độ nâng cấp nhà máy lên chuẩn PIC/S

Ngày 8/7/2014, FPTTS đã có buổi tham quan hai nhà máy Penicillin và Cephalosporin của IMP tại khu công nghiệp VSIP II tỉnh Bình Dương ([click để xem thêm hình ảnh nhà máy](#)). Đây là nhà máy sản xuất kháng sinh tiêm thuộc dạng hiện đại nhất Việt Nam hiện nay, đang sản xuất nhượng quyền và liên doanh sản xuất nhiều dòng thuốc chất lượng cao cho các hãng dược phẩm nước ngoài như Sandoz (Áo), Pharma Science (Canada)... và đang trong quá trình nâng cấp để đạt tiêu chuẩn quốc tế PIC/S vào cuối năm 2015. Tiêu chuẩn PIC/S được chấp nhận rộng rãi trên toàn thế giới với hơn 42 thành viên là các nước phát triển như: Mỹ, Anh, Pháp, Đức, Ý, Canada và nhiều quốc gia châu Âu khác. Sau khi nâng cấp nhà máy lên chuẩn PIC/S, thuốc của IMP có thể xếp ngang hàng về chất lượng so với thuốc nhập khẩu từ châu Âu và hoàn toàn có thể xuất khẩu sang các nước này do đáp ứng được tiêu chuẩn chất lượng. **Đáng chú ý, nhà máy của IMP sẽ do cơ quan y tế của một quốc gia tham gia chuẩn PIC/S thuộc khối châu Âu (có thể là Tây Ban Nha, Thụy Sĩ, Italia...) thẩm định và xét duyệt** thay vì thông qua cơ quan y tế của một số nước châu Á là thành viên của PIC/S như Malaysia, Singapore, Đài Loan...

Năm 2014 và giai đoạn nửa đầu năm 2015 là giai đoạn IMP tiến hành tổng rà soát toàn bộ hệ thống nhà máy, quy trình sản xuất và điều chỉnh theo hướng phù hợp với các yêu cầu của tiêu chuẩn PIC/S.

### Về đối tác chiến lược mà IMP sắp phát hành thêm 10% vốn

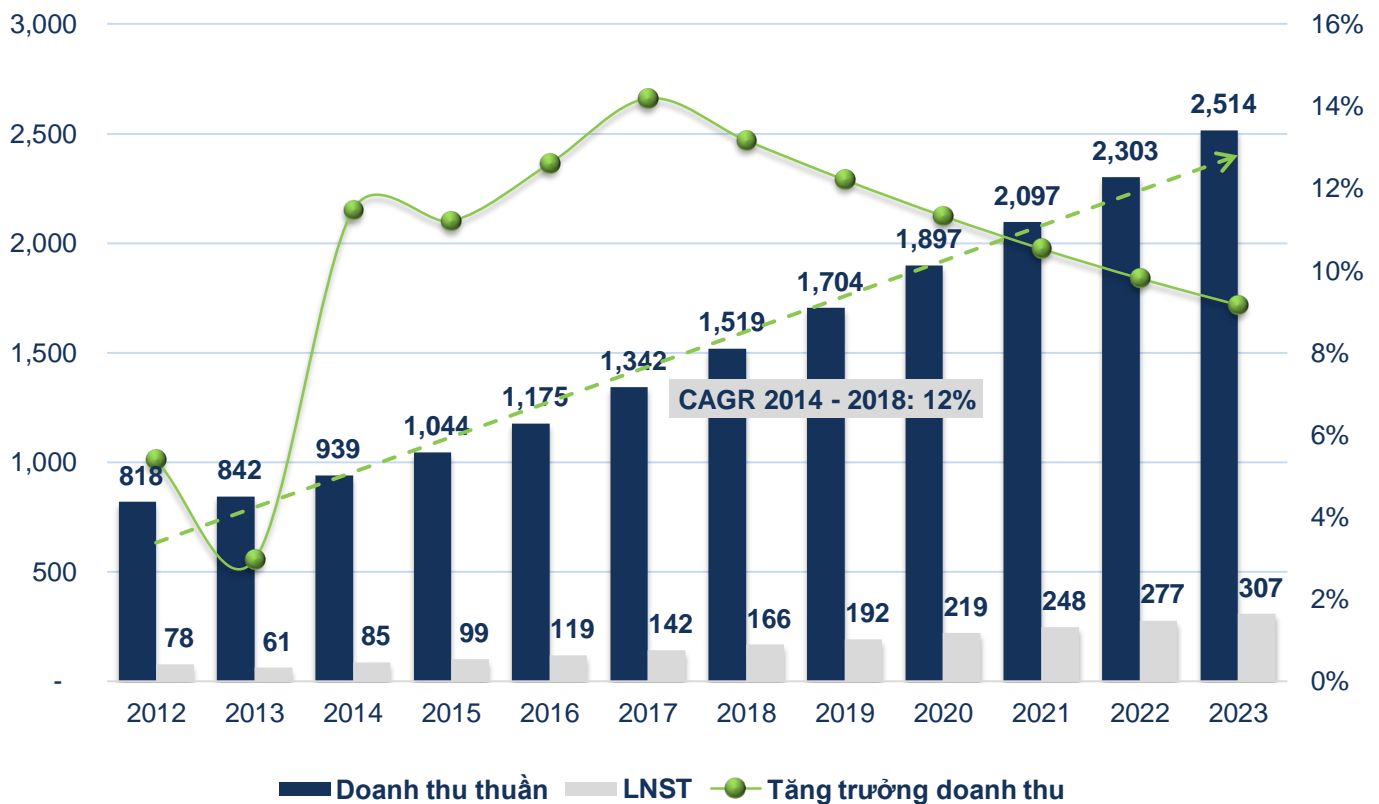
Theo tìm hiểu của FPTTS, đối tác chiến lược này là một đơn vị khá mạnh trong mảng phân phối dược phẩm (hoạt động thuần trong mảng phân phối, không có hoạt động sản xuất), dự kiến sẽ giúp đẩy mạnh doanh thu của IMP trong năm 2014 và mở rộng thị trường của IMP ra khu vực miền Trung và Miền Bắc. Điểm đặc biệt nhất: đối tác này sẽ đưa một số đơn hàng sản xuất nhượng quyền từ các tập đoàn dược phẩm nước ngoài về cho IMP sản xuất. Do đó, hứa hẹn mối quan hệ với đối tác chiến lược này sẽ giúp IMP đạt được 2 mục tiêu:

mở rộng doanh thu kết hợp với phát triển mạng lưới phân phối và tăng doanh thu/lợi nhuận từ sản xuất nhượng quyền.

## CẬP NHẬT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kỳ vọng năm 2014 sẽ là năm bước ngoặt của IMP khi tốc độ tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp tăng 11,5% so với năm 2013 nhờ đẩy mạnh kênh OTC. Giai đoạn 2014 - 2017 dự kiến sẽ là những năm tăng trưởng nhanh của IMP với mức tăng trưởng đỉnh điểm 14,2% vào năm 2017. Mức dự phóng này của chúng tôi được xây dựng trên quan điểm thận trọng và phù hợp với định hướng tăng trưởng “bền vững trong dài hạn” của IMP. Tuy nhiên, mức tăng trưởng thực tế có thể cao hơn nhờ đóng góp của kênh OTC và nhờ khả năng nâng cấp nhà máy lên chuẩn PIC/S vào cuối năm 2015 sẽ giúp IMP tái lập vị thế trong kênh ETC.

**Biểu đồ 1: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2012 – 2023**



Nguồn: FPT S

**CÁC THAY ĐỔI LỚN TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu	Báo cáo lần đầu	Cập nhật	Diễn giải
<b>Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD</b>			
Chi phí nghiên cứu khoa học công nghệ	Chưa phản ánh khoản trích mỗi năm 10,5 tỷ đồng ghi nhận trực tiếp vào chi phí QLDN	Tăng chi phí QLDN mỗi năm 10,5 tỷ đồng	Ban lãnh đạo IMP cho biết họ sẽ dùng trực tiếp 10 – 10,5 tỷ đồng cho công tác nghiên cứu, bảo chế các dòng sản phẩm mới ngay trong kỳ thay vì trích lập quỹ khoa học công nghệ từ nguồn LNST.
Chi phí bán hàng	27,3% doanh thu thuần	27,1% sales	Các khoản chiết khấu mua hàng, hoa hồng đại lý sẽ được chiết khấu thẳng trên hóa đơn và làm giảm doanh thu thay vì ghi nhận vào chi phí bán hàng.
Chi phí QLDN	6,9% doanh thu thuần	7% doanh thu thuần	
<b>Các chỉ tiêu trong mô hình định giá</b>			
Beta	0,96	1,15	Hệ số Beta điều chỉnh theo biến động của VNINDEX và biến động giá IMP trong 6 tháng gần nhất.
Lãi suất phi rủi ro	8,85%	8,7%	Cập nhật giá trúng thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm.
Lãi suất kỳ vọng của thị trường	5,75%	5%	Cập nhật theo dữ liệu của giáo sư Damodaran.
Rủi ro quốc gia	4,13%	4,34%	Cập nhật theo dữ liệu của giáo sư Damodaran, một phần phản ánh sự kiện Biển Đông gần đây.
Thời điểm chiết khấu dòng tiền	Cuối năm 2013	Cuối năm 2014	Phản ánh chính xác hơn theo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp,
Cổ tức bằng tiền mặt đã trả	2.000 đồng/cp đã trả trong năm 2013	1.500 đồng/cp đã trả trong năm 2014	



## Phụ lục 1: Hình ảnh tham quan nhà máy Cephalosporin và Penicillin của IMP



- **Hình số 1:** Hệ thống lọc không khí của nhà máy Cephalosporin (tương tự với nhà máy Penicillin) với nhiệm vụ đảm bảo hạn chế đến mức tối đa lượng vi khuẩn/vi sinh có thể xâm nhập vào quá trình sản xuất, đặc biệt là với quy trình sản xuất thuốc kháng sinh tiêm. Toàn bộ máy móc của hệ thống lọc khí này được nhập khẩu từ châu Âu với sự tư vấn của cựu chuyên gia của Glaxo Smith Kline (GSK – Anh).
- **Hình số 2 + 3:** Hệ thống súc rửa, tiệt trùng lọ đựng thuốc tiêm giúp các lọ đựng thuốc tiêm sạch 100% và đảm bảo không còn vi khuẩn sống hoặc xác vi khuẩn (nếu lẫn vào thuốc có thể tạo nên nội độc tố gây sốc phản vệ khi tiêm vào tĩnh mạch). Theo yêu cầu của tiêu chuẩn quốc tế, thay vì chỉ cần dùng nước cất để súc rửa lại lọ lần cuối, IMP phải dùng loại dịch tiệt truyền (sạch hơn nước cất) ở nhiệt độ 80°C để súc rửa lại lần cuối và làm khô trước khi chiết nguyên liệu vào lọ.
- **Hình số 4 + 5:** Hệ thống chiết thuốc vào lọ và đóng nắp tự động. Nhân viên trực hệ thống trong hình số 4 chủ yếu thực hiện nhiệm vụ bổ sung nguyên liệu bột tiêm và phát hiện các sản phẩm lỗi để tách ra khỏi quy trình. Nhân viên này trước khi tham gia vào quy trình sản xuất phải tắm toàn thân bằng các dung dịch sát khuẩn và diệt trùng, đồng thời trang phục của nhân viên này được thiết kế để hạn chế đến mức thấp nhất việc tiếp xúc trực tiếp của cơ thể vào quy trình sản xuất. Cấp độ sạch ở các hình 2 + 3 + 4 + 5 được quy định ở mức cao nhất và được xem như vô trùng. Trong các khu vực này theo chuẩn quy định chung của quốc tế phải đặt các đĩa sinh phẩm (là môi trường thức ăn lý tưởng cho vi khuẩn) và được định kỳ kiểm định một cách chặt chẽ, nếu có vi khuẩn lọt vào quy trình sản xuất này, dù chỉ 1 cá thể, IMP phải tiến hành tái kiểm tra rà soát lại toàn bộ quy trình sản xuất và các lô hàng đã sản xuất. Nếu phát hiện bất kỳ 1 sản phẩm nào không đạt tiêu chuẩn, IMP phải hủy toàn bộ lô hàng đó.
- **Hình số 6 + 7:** là bước soi chiếu lại các lọ thuốc bột tiêm đã đóng nắp để phát hiện các sản phẩm bị lỗi trước khi dán nhãn. Tiêu chuẩn sạch ở khu vực này thấp hơn 1 bậc so với 2 khu vực trên do bột tiêm trong lọ đã được cách ly với môi trường bên ngoài. Do đó nhân viên có thể không cần mang gang tay và khẩu trang khi thao tác.
- **Hình số 8:** dán nhãn cho sản phẩm.
- **Hình số 9:** Thành phẩm. Đây là Bột tiêm Imetoxim (hoạt chất Cefotaxim) dùng cho các bệnh nhiễm khuẩn nặng và nguy kịch (áp xe não, nhiễm khuẩn huyết, viêm màng trong tim, viêm màng não, viêm phổi, bệnh lậu, bệnh thương hàn...).



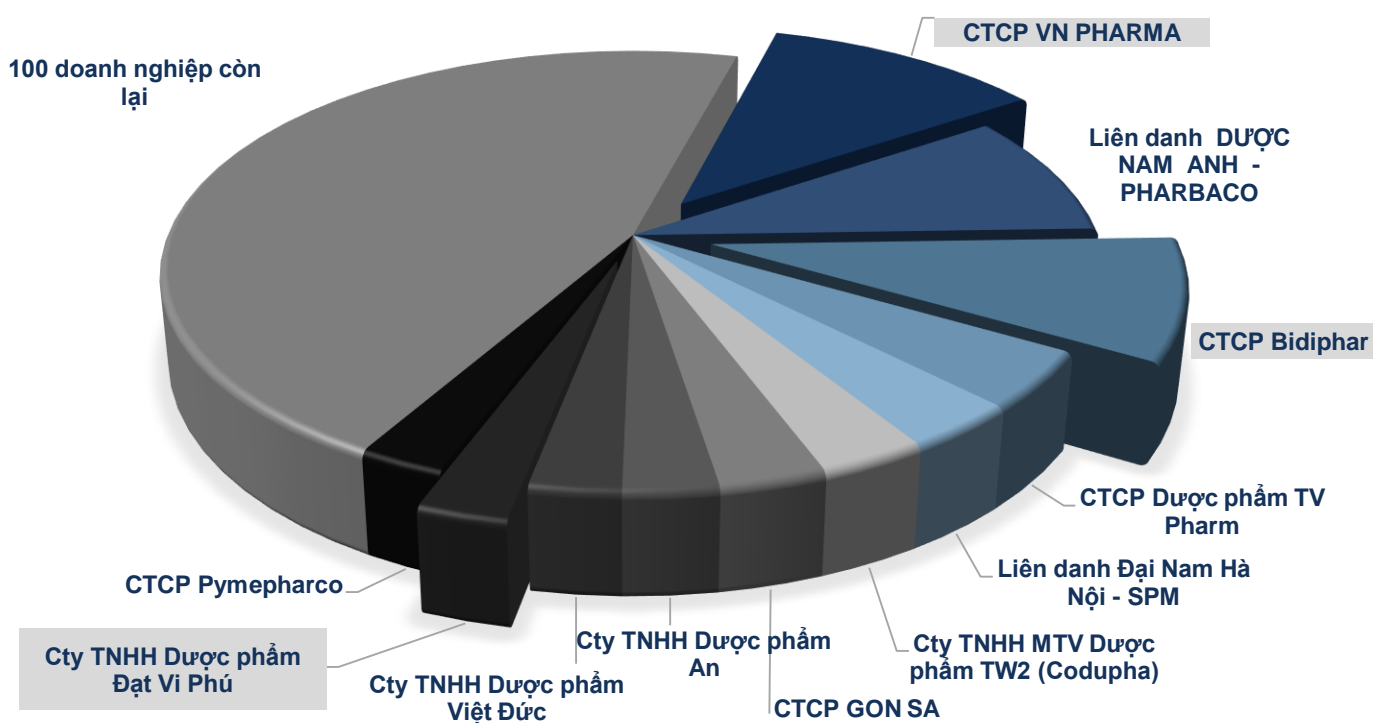


## Phụ lục 2: Tổng hợp kết quả đấu thầu tập trung vào kênh bệnh viện tại Tp.HCM

Tổng giá trị trúng thầu thuốc vào kênh bệnh viện tại Tp.HCM trong đợt đấu thầu tập trung đầu tiên của năm 2014 đạt hơn 2.175 tỷ đồng. Nhóm 11 doanh nghiệp có kết quả trúng thầu cao nhất (đều trên 50 tỷ đồng) chiếm đến 54% tổng giá trị trúng thầu, trong đó, đáng chú ý có 4 doanh nghiệp:

- **CTCP VN Pharma:** Doanh nghiệp này không phải là một nhà sản xuất dược phẩm mà chỉ là đơn vị nhập khẩu, phân phối và tham gia đấu thầu thuốc bằng một danh mục thuốc do các đơn vị khác sản xuất. Đơn vị này tham gia hai gói thầu: **1)** Gói thầu thuốc sản xuất tại các nước đạt PIC/S – GMP, EU – GMP... trúng thầu 18,6 tỷ với phần lớn thuốc nhập khẩu từ Tây Ban Nha. **2)** Thuốc sản xuất trong nước trúng thầu hơn 248 tỷ đồng và chủ yếu do Pharbaco (CTCP Dược phẩm TW1), Euvipharm và SPM sản xuất.
- **Liên danh Cty TNHH MTV Dược Nam Anh - CTCP DP TW1 (Pharbaco):** Tổng giá trị trúng thầu của liên danh này đạt gần 208 tỷ đồng, trong đó thuốc nhập khẩu là hơn 14,6 tỷ đồng và hầu hết thuốc do Pharbaco tự sản xuất (182 tỷ đồng). Đáng chú ý, dòng thuốc tiêm điều trị ung thư do Pharbaco sản xuất trúng thầu đến 71 tỷ đồng, dòng kháng sinh tiêm Cephalosporin (Imipenem + Cilastatin) trúng thầu đến 59 tỷ đồng.
- **CTCP Dược - Trang thiết bị Y Tế Bình Định (Bidiphar):** Công ty này trúng thầu đến 193 tỷ đồng với hầu hết các dòng sản phẩm do Liên doanh Fresenius Kabi Bidiphar - Việt Nam (109 tỷ đồng) và Bidiphar 1 (84 tỷ đồng) sản xuất. Đặc biệt, Bidiphar là đơn vị nội địa đầu tiên nghiên cứu thành công dòng thuốc tiêm trị ung thư với hoạt chất chính là Carboplatin (trúng thầu hơn 28 tỷ đồng và đã được Bệnh viện Ung bướu TW cũng như Bệnh viện K công nhận và đưa vào điều trị). Ngoài ra, dòng thuốc tiêm giảm đau (paracetamol hạt mịn) và kháng sinh tiêm nhóm Quinolone của Bidiphar cũng trúng thầu với giá trị khá lớn, lần lượt là 23 tỷ đồng và 20 tỷ đồng.
- **Cty TNHH Đạt Vi Phú:** Đây là doanh nghiệp khá kín tiếng trong công bố thông tin, không có website riêng, tuy nhiên lại là nhà sản xuất dược phẩm với doanh số khá lớn, vừa tự cung ứng cho nhu cầu doanh nghiệp vừa cung ứng sản phẩm cho nhiều đơn vị khác cho mảng đấu thầu vào bệnh viện (xem thêm ở Biểu đồ 3).

**Biểu đồ 2: Cơ cấu trúng thầu theo đơn vị đấu thầu tại khu vực Tp.HCM năm 2014**



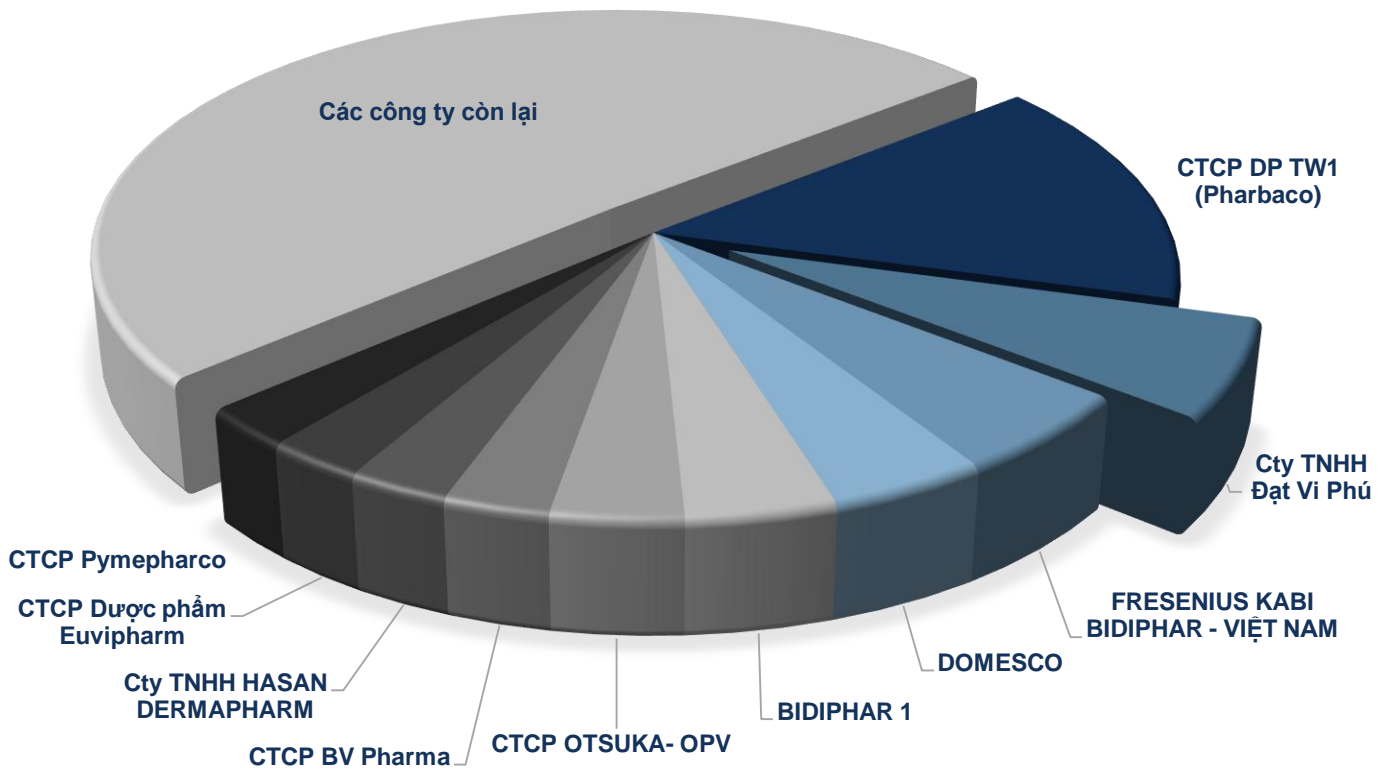
Nguồn: FPT.S. Sở Y tế Tp.HCM

Theo thống kê của FPTTS, nhóm 10 doanh nghiệp sản xuất dược phẩm chiếm gần 50% tổng giá trị thuốc sản xuất tại Việt Nam trúng thầu tại Tp.HCM.

Trong đó, CTCP Dược phẩm TW1 (Phabarco) là nhà sản xuất dược phẩm có giá trị trúng thầu cao nhất tại khu vực Tp.HCM trong năm 2014 với tổng giá trị gần 329 tỷ đồng ~ 15% tổng giá trị trúng thầu (giá trị này bao gồm thuốc do Phabarco tự đấu thầu và thuốc Phabarco sản xuất cung ứng cho các đơn vị khác để tham gia đấu thầu). **Đặc biệt**, vượt qua nhiều tên tuổi lớn khác trong ngành như Domesco, Bidiphar, OPV... **công ty TNHH Đạt Vi Phú** (đã đề cập ở phần phụ lục trên) là nhà sản xuất dược phẩm có giá trị trúng thầu lớn thứ 2 với tổng giá trị của thuốc tự đấu thầu và thuốc cung ứng cho đơn vị khác đấu thầu đạt gần 138 tỷ đồng (chiếm 6,3% tổng giá trị trúng thầu tại Tp.HCM).

Ngoài ra, Domesco (DMC – HOSE) là doanh nghiệp dược phẩm niêm yết duy nhất lọt vào nhóm này với tổng giá trị thuốc sản xuất đã trúng thầu đạt 92,5 tỷ đồng (~4,2% tổng giá trị thuốc trúng thầu). Tuy nhiên, DMC chỉ tự đấu thầu và trúng thầu hơn 47 tỷ đồng, hơn 45 tỷ đồng còn lại là sản xuất gia công cho các đơn vị khác.

**Biểu đồ 3: Cơ cấu trúng thầu theo đơn vị sản xuất nội địa tại khu vực Tp.HCM năm 2014**



Nguồn: FPTTS, Sở Y tế Tp.HCM



**Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2018**
*đvt: tỷ đồng*

KQKD	2013	2014	2017	2019	2021	2023	CĐKT	2013	2014	2017	2019	2021	2023
<b>Doanh thu thuần</b>	842	939	1,342	1,704	2,097	2,514	<b>Tài sản</b>						
- Giá vốn hàng bán	-451	-504	-725	-925	-1,147	-1,389	+ Tiền và tương đương	194	234	358	447	607	698
<b>Lợi nhuận gộp</b>	391	435	618	779	950	1,124	+ Đầu tư TC ngắn hạn	3	3	3	3	3	3
- Chi phí bán hàng	-232	-254	-344	-419	-495	-568	+ Các khoản phải thu	156	198	221	280	345	413
- Chi phí quản lí DN	-60	-76	-104	-130	-157	-186	+ Hàng tồn kho	196	211	298	380	471	571
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	100	104	169	230	298	370	+ Tài sản ngắn hạn khác	7	7	7	7	7	7
+ Lợi nhuận tài chính	(0)	5	8	10	12	14	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>556</b>	<b>653</b>	<b>887</b>	<b>1,117</b>	<b>1,433</b>	<b>1,692</b>
+ Lợi nhuận khác	(3)	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	258	249	251	245	207	284
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	96	110	177	240	309	384	+ Khấu hao lũy kế	-185	-220	-338	-435	-545	-642
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	34	34	34	34	34	34
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	96	110	177	240	309	384	+ Tài sản dài hạn khác	18	18	18	18	18	18
- Thuế TNDN	-35	-24	-35	-48	-62	-77	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>311</b>	<b>302</b>	<b>303</b>	<b>298</b>	<b>260</b>	<b>336</b>
<b>LNST</b>	61	85	142	192	248	307	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>867</b>	<b>955</b>	<b>1,190</b>	<b>1,414</b>	<b>1,693</b>	<b>2,028</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mệ</b>	61	85	142	192	248	307							
<b>EPS (đ)</b>	3,653	5,116	8,481	11,489	14,816	18,388	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>
<b>EBITDA</b>	129	145	219	290	366	434	+ Phải trả ngắn hạn	116	167	243	309	382	460
<b>Khấu hao</b>	33	35	42	50	57	50	+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	3%	11%	14%	12%	11%	9%	+ Phải trả ngắn hạn khác	116	167	243	309	382	460
<b>Tăng trưởng LN HĐKD</b>	-21%	40%	19%	16%	13%	11%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>141</b>	<b>191</b>	<b>267</b>	<b>334</b>	<b>406</b>	<b>484</b>
<b>Tăng trưởng EBIT</b>	-	4%	19%	16%	13%	11%	+ Vay và nợ dài hạn	24.30	24.30	24.30	24.30	24.30	24.30
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-27%	40%	19%	16%	13%	11%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
							<b>Nợ dài hạn</b>	<b>24.30</b>	<b>24.30</b>	<b>24.30</b>	<b>24.30</b>	<b>24.30</b>	<b>24.30</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>141</b>	<b>191</b>	<b>267</b>	<b>334</b>	<b>406</b>	<b>484</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46%	46%	46%	46%	45%	45%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	7%	9%	11%	11%	12%	12%	+ Thặng dư	315	315	315	315	315	315
ROE DuPont	8%	11%	15%	18%	19%	20%	+ Vốn điều lệ	167	167	167	167	167	167
ROA DuPont	7%	9%	12%	14%	15%	15%	+ LN chưa phân phối	40	66	174	281	421	597
Tỷ suất EBIT	11%	12%	13%	14%	15%	15%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST / LNTT	64%	78%	80%	80%	80%	80%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>726</b>	<b>764</b>	<b>923</b>	<b>1,081</b>	<b>1,286</b>	<b>1,544</b>
LNTT / EBIT	96%	105%	104%	104%	104%	104%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>867</b>	<b>955</b>	<b>1,190</b>	<b>1,414</b>	<b>1,693</b>	<b>2,028</b>
Vòng quay tổng tài sản	0.97x	0.98x	1.13x	1.21x	1.24x	1.24x							
Đòn bẩy tài chính	1.19x	1.25x	1.29x	1.31x	1.32x	1.31x	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>
ROIC	8%	11%	15%	18%	19%	20%	Tiền đầu năm	122	194	418	553	779	1,098
							Lợi nhuận sau thuế	96	110	177	240	309	384
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	+ Khấu hao lũy kế	33	35	42	50	57	50
Số ngày phải thu	78	77	60	60	60	60	+ Điều chỉnh	-1	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	164	153	150	150	150	150	+ Thay đổi vốn lưu động	9	-8	-35	-41	-45	-49
Số ngày phải trả	63	60	60	60	60	60	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>128</b>	<b>145</b>	<b>219</b>	<b>290</b>	<b>366</b>	<b>434</b>
Thời gian luân chuyển tiền	178	165	138	139	140	141	+ Thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	2.30	2.39	2.43	2.43	2.43	2.43	+ Chi mua sắm TSCĐ	-44	-26	-49	-43	-33	-147
							+ Tăng (giảm) đầu tư	5	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số TK/Đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	+ Các hoạt động đầu tư khác	5	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	4.8	3.9	3.6	3.6	3.8	3.7	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-32</b>	<b>-26</b>	<b>-49</b>	<b>-43</b>	<b>-33</b>	<b>-147</b>
CS thanh toán nhanh	3.1	2.6	2.4	2.4	2.5	2.4	+ Cổ tức đã trả	-33	-47	-78	-106	-136	-169
CS thanh toán tiền mặt	1.7	1.4	1.5	1.4	1.6	1.5	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	1	4	6	8	10
Nợ / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-33</b>	<b>-47</b>	<b>-78</b>	<b>-106</b>	<b>-136</b>	<b>-169</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>57</b>	<b>100</b>	<b>152</b>	<b>70</b>
							<b>Tiền cuối năm</b>	<b>122</b>	<b>194</b>	<b>418</b>	<b>553</b>	<b>779</b>	<b>1,098</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## 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 nắm giữ 174 cổ phiếu IMP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu IMP nào.

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 <http://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

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888