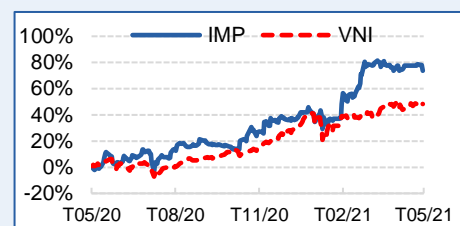




CTCP Dược phẩm IMEXPHARM (IMP) [KHẢ QUAN +15,0%]

Cập nhật

Ngành	Dược		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	20/05/2021	Tăng trưởng DT	-2,4%	24,1%	26,1%	21,6%
Giá hiện tại	71.100VND	Tăng trưởng EPS	28,0%	21,8%	29,7%	21,6%
Giá mục tiêu hiện tại	80.300VND	Biên LN gộp	39,9%	41,4%	41,7%	42,0%
Giá mục tiêu trước đây	72.200VND	Biên LN ròng	15,3%	15,5%	15,9%	16,1%
TL tăng	+12,9%	EV/EBITDA	14,9x	11,7x	9,1x	7,4x
Lợi suất cổ tức	+2,1%	Giá CP/DTHĐ	49,6x	16,2x	20,8x	15,9x
Tổng mức sinh lời	+15,0%	P/E	25,0x	20,5x	15,8x	13,0x



			IMP	Peers*	VNI
GT vốn hóa	206tr USD	P/E (trượt)	25,2x	17,4x	17,3x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	2,7x	2,6x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	188.000USD	Nợ ròng/CSH	0,0%	-11,4%	N/A
Cổ phần Nhà nước	22,9%	ROE	12,5%	14,6%	15,1%
SL cổ phiếu lưu hành	66,7 tr	ROA	10,5%	10,5%	2,4%
Pha loãng	66,7 tr				
PEG 3 năm	1,0				

* CT cùng ngành trong nước và nước ngoài

Tổng quan về công ty:

IMP là công ty sản xuất dược phẩm generic tại Việt Nam. Các sản phẩm chính của công ty bao gồm kháng sinh và các loại thuốc đặc trị. IMP áp dụng công nghệ tiên tiến đạt tiêu chuẩn EU-GMP.

Trần Thái Sơn
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Triển vọng tăng trưởng mạnh, dẫn dắt bởi kênh bệnh viện

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ MUA còn KHẢ QUAN cho CTCP Dược phẩm IMEXPHARM (IMP) khi giá cổ phiếu IMP đã tăng 35% trong 3 tháng qua. Tuy nhiên, chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 11% nhờ (1) chúng tôi giảm dự báo chi phí vốn chủ sở hữu thêm 50 điểm cơ bản còn 12,5% và (2) chúng tôi cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2022 so với cuối năm 2021 như dự báo trước đây.
- Chúng tôi cho rằng công nghệ sản xuất dẫn đầu của IMP (đạt chuẩn EU-GMP) và công suất trống dồi dào cùng với chính sách của Chính phủ ưu tiên các sản phẩm chất lượng cao, được sản xuất trong nước trong kênh bán bệnh viện – sẽ giúp tăng trưởng lợi nhuận tăng tốc trong vài năm tới.
- Chúng tôi giảm dự báo LNST giai đoạn 2021-2023 thêm 4% do nhà máy mới IMP4 đi vào hoạt động chậm hơn dự kiến và dịch COVID-19 tái bùng phát trong thời gian gần đây sẽ ảnh hưởng đến lượng khách hàng đến nhà thuốc và bệnh viện.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu các sản phẩm tự sản xuất đạt 25% trong giai đoạn 2020-2023, chủ yếu được dẫn dắt bởi CAGR 46% từ kênh bán bệnh viện. Tương ứng, chúng tôi dự báo đóng góp của kênh bán bệnh viện cho tổng doanh thu sẽ tăng từ 41% năm 2020 lên 65% năm 2023.
- Chúng tôi dự báo biên LNST sẽ tăng từ 15,3% trong năm 2020 lên 16,1% năm 2023 nhờ hiệu suất hoạt động nhà máy gia tăng, sẽ phần nào bị ảnh hưởng bởi chi phí bán hàng cao hơn do cạnh tranh gay gắt trong kênh bán nhà thuốc.
- Yếu tố hỗ trợ: hỗ trợ công nghệ và phân phối từ nhà đầu tư chiến lược SK Group có thể giúp IMP thâm nhập hiệu quả hơn vào phân khúc thuốc nhóm 1 (nhóm thuốc có chất lượng cao nhất trong kênh bán bệnh viện) và các thị trường xuất khẩu.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: dịch COVID-19 tái bùng phát sẽ ảnh hưởng đến lượng khách hàng đến nhà thuốc và bệnh viện; cạnh tranh gia tăng; các thay đổi chính sách không thuận lợi.

Tiến độ phê duyệt EU-GMP cho nhà máy IMP4 đang đối mặt với tình trạng trì hoãn kéo dài do dịch COVID-19. Trong bối cảnh hạn chế chuyển bay quốc tế do dịch COVID-19, các chuyên gia thành viên của Cơ quan Dược phẩm Châu Âu (EMA) chưa thể đến Việt Nam để xét duyệt nhà máy, ban lãnh đạo kỳ vọng nhà máy IMP4 sẽ được phê duyệt EU-GMP vào cuối năm 2021, sau đó bắt đầu đóng góp doanh thu vào giữa năm 2022, muộn hơn so với giả định trước đây của chúng tôi là trong 6 tháng cuối năm 2021. Do đó, trong dự báo điều chỉnh của chúng tôi, chúng tôi giảm đóng góp của IMP4 vào tổng doanh thu từ các sản phẩm tự sản xuất của IMP từ 3%/8%/14% còn 0%/5%/8% trong năm 2021/2022/2023.

Việc IMP tích trữ đúng thời điểm và hiệu suất hoạt động của nhà máy gia tăng giúp giảm thiểu áp lực chi phí do giá hoạt chất đầu vào (API) tăng. Theo IMP, hầu hết giá API đã tăng trong quý 1/2021 với paracetamol (được sử dụng trong sản xuất thuốc giảm đau và hạ sốt) tăng vọt khoảng 300% YoY. Tuy nhiên, IMP đã dự trữ hàng tồn kho để sản xuất đến cuối quý 3/2021 (và thậm chí đến quý 4/2021 đối với một số loại hoạt chất) với giá tốt. Ngoài ra, thuốc giảm đau và hạ sốt đóng góp dưới 10% vào doanh thu của IMP. Trong khi đó, chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động tại nhà máy EU-GMP của IMP sẽ tăng từ khoảng 25% vào năm 2020 (ước tính của chúng tôi) lên khoảng 50% vào năm 2023. Tương ứng, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sản phẩm tự sản xuất của IMP sẽ tăng từ 41,0% vào năm 2020 lên 42,8% vào năm 2023 trong khi tỷ lệ ROIC (LN từ HĐKD/vốn đầu tư ròng) sẽ tăng từ 16,3% vào năm 2020 lên 27,3% vào năm 2023.



Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	1.369	1.699	2.143	2.606	Tiền và tương đương	85	160	124	134
Giá vốn hàng bán	-822	-996	-1.249	-1.511	Đầu tư TC ngắn hạn	64	200	200	100
Lợi nhuận gộp	547	703	894	1.095	Các khoản phải thu	318	331	423	521
Chi phí bán hàng	-213	-271	-346	-424	Hàng tồn kho	424	396	496	600
Chi phí quản lý DN	-71	-92	-114	-136	TS ngắn hạn khác	91	132	167	203
LN thuần HĐKD	263	340	434	535	Tổng TS ngắn hạn	982	1.218	1.409	1.558
Doanh thu tài chính	10	10	16	13	TS dài hạn (gộp)	1.463	1.531	1.599	1.667
Chi phí tài chính	-20	-26	-27	-27	- Khấu hao lũy kế	-438	-498	-579	-680
Trong đó, chi phí lãi vay	-5	-11	-8	-3	TS dài hạn (ròng)	1.026	1.034	1.020	987
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	52	52	52	52
Lợi nhuận/(chi phí) khác	3	5	3	3	TS dài hạn khác	37	51	64	78
LNTT	255	329	426	525	Tổng TS dài hạn	1.114	1.136	1.136	1.117
Thuế TNDN	-46	-66	-85	-105	Tổng Tài sản	2.096	2.354	2.546	2.675
LNST trước CĐTS	210	263	341	420	Phải trả ngắn hạn	60	81	113	136
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	131	50	0	0
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	210	263	341	420	Nợ ngắn hạn khác	156	162	205	249
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh (1)	210	263	341	420	Tổng nợ ngắn hạn	347	294	318	385
EBITDA	316	400	515	637	Nợ dài hạn	0	180	180	0
EPS báo cáo, VND	2.847	3.468	4.498	5.471	Nợ dài hạn khác	19	19	19	19
EPS điều chỉnh (1), VND	2.847	3.468	4.498	5.471	Tổng nợ	366	493	517	404
EPS điều chỉnh pha loãng (1), VND	2.847	3.468	4.498	5.471	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.500	2.000	2.500	3.000	Vốn cổ phần	667	667	667	700
DPS/EPS (%)	52,7%	57,7%	55,6%	54,8%		507	507	507	514
(1) Adjusted for one-offs					Lợi nhuận giữ lại	205	337	503	706
TỶ LỆ	2020	2021F	2022F	2023F	Vốn khác	351	351	351	351
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu	-2,4%	24,1%	26,1%	21,6%	Vốn chủ sở hữu	1.730	1.862	2.028	2.271
Tăng trưởng LN HĐKD	29,3%	29,4%	27,6%	23,4%	Tổng cộng nguồn vốn	2.096	2.354	2.546	2.675
Tăng trưởng LNTT	26,2%	28,7%	29,7%	23,2%	SL cổ phiếu lưu hành, tr	66,7	66,7	66,7	70,0
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	28,0%	21,8%	29,7%	21,6%	SL vốn phiếu quỹ, tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	39,9%	41,4%	41,7%	42,0%	Tiền đầu năm	75	85	160	124
Biên LN từ HĐ %	19,2%	20,0%	20,2%	20,5%	Lợi nhuận sau thuế	210	263	341	420
Biên EBITDA	23,1%	23,5%	24,0%	24,4%	Khấu hao	53	60	81	101
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,3%	15,5%	15,9%	16,1%	Thay đổi vốn lưu động	-142	2	-153	-172
ROE %	12,7%	14,6%	17,5%	19,5%	Điều chỉnh khác (*)	-25	-32	-41	-50
ROA %	10,6%	11,8%	13,9%	16,1%	Tiền từ hoạt động KD	96	293	229	299
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-112	-68	-68	-68
Số ngày tồn kho	171,9	150,2	130,3	132,4	Đầu tư, ròng	-47	-150	-13	86
Số ngày phải thu	74,3	69,7	64,2	66,1	Tiền từ HĐ đầu tư	-159	-218	-81	18
Số ngày phải trả	30,7	26,6	26,3	28,1	Cổ tức đã trả	-49	-100	-133	-167
TG luân chuyển tiền	215,6	193,3	168,2	170,4	Tăng (giảm) vốn	30	0	0	40
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	93	-81	-50	0
CS thanh toán hiện hành	2,8	4,1	4,4	4,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	180	0	-180
CS thanh toán nhanh	1,6	2,8	2,9	2,5	Tiền từ các hoạt động khác	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,5	0,4	0,3	Tiền từ hoạt động TC	74	-1	-183	-307
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1	—	Tổng lưu chuyển tiền tệ	10	74	-36	10
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	—	Tiền cuối năm	85	160	124	134
Nợ/Vốn CSH	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1					
Khả năng thanh toán lãi vay	48,6	30,6	55,5	163,0					

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thái Sơn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149



Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.