CTCP Dược phẩm IMEXPHARM (HSX: IMP)

Chính sách đấu thầu mới giúp củng cố lợi thế cạnh tranh

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY19	Q2-FY19	+/- QoQ	Q3-FY18	+/- yoy
Doanh thu thuần	328	286	15%	297	10%
Lợi nhuận sau thuế	42	33	27%	35	17%
EBIT	44	42	3%	46	-5%
Tỷ suất EBIT	13,4%	14,9%	-150 bps	15,6%	-220 bps

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

KQKD 9T/2019:

- Doanh thu lũy kế 9 tháng tăng 9,4%, nhờ tăng trưởng mạnh của doanh số kênh ETC (+68% YoY). Trong khi kênh OTC giảm nhẹ (-0,6%) do tác động của Thông tư 02.
- Tăng đấu thầu qua các đối tác khiến biên LNG giảm xuống 38,2% (-240 bps) YoY, trong khi giúp giảm chi phí bán hàng/doanh thu xuống 17,4% (-150 bps). Lợi nhuận từ HĐKD tăng 4% YoY. Ngoài ra, các khoản thu nhập khác như thanh lý tài sản (7,5 tỷ) và cổ tức nhận từ Agimexpharm (4 tỷ) giúp LNST 9T2019 tăng 11,2% YoY, đạt 110 tỷ đồng.
- Sau 9 tháng, IMP hoàn thành 62% kế hoạch doanh thu và LNTT cả năm.

Dự báo Q4/2019 và triển vọng các năm sau:

- Q4 là mùa cao điểm hàng năm, thêm vào đó là 2 nhà máy tại IMP3 đang chạy với công suất cao sau khi hạn chế sản xuất trong 6 tháng đầu năm do tái xét duyệt. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu Q4/2019 sẽ tăng trưởng tốt (12% YoY) và chiếm khoảng 33% doanh thu cả năm. Tuy vậy dự báo doanh thu và lợi nhuận trước thuế cả năm sẽ chỉ đạt lần lượt 92% và 97% kế hoạch năm do kênh OTC gặp khó khăn. Theo đó, doanh thu và LNST cả năm 2019 sẽ tăng trưởng lần lượt 11,2% và 11,7% YoY.
- Trong các năm sau, IMP có cơ hội thay thế thuốc ngoại trong Nhóm 2 thuốc đấu thầu sau Thông tư 15/2019 và dư địa mở rộng sản xuất lớn từ 3 nhà máy tiêu chuẩn EU.

Quan điểm và định giá

Khi nhà máy IMP4 được xét duyệt EU-GMP vào đầu năm sau, IMP sẽ là 1 trong 2 doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam (cùng với PME) sở hữu 3 nhà máy EU-GMP. Sau nhiều năm tập trung vào kênh OTC do những khó khăn tại kênh ETC, IMP đang chuyển trọng tâm trở lại kênh ETC. Cùng với hệ thống nhà máy mới hiện đại và các thay đổi chính sách của Nhà nước theo hướng có lợi cho thuốc nội, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng doanh số từ kênh ETC trong các năm tới của IMP là rất hứa hẹn. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của IMP sẽ tăng trưởng kép lần lượt 16% và 19% mỗi năm trong giai đoạn 2019 - 2023.

*Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF kết hợp so sánh P/E với hệ số áp dụng là 18 lần, cho ra mức giá mục tiêu của của cổ phiếu IMP trong 12 tháng tới vào khoảng **64.500 đồng**, điều chỉnh tăng 22% so với định giá trong báo cáo chiến lược phát hành T12/2018, do kỳ vọng tác động tích cực của TT15 cũng như tiến độ chuyển đổi từ thuốc ngoại sang thuốc nội đang diễn ra nhanh hơn dự báo ban đầu. Cộng với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng cho ra mức **sinh lời kỳ vọng 26%** so với giá đóng cửa ngày 10/12/2019. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với IMP. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu ngành dược có triển vọng tăng trưởng bền vững như IMP sẽ thích hợp là cổ phiếu phòng thủ trong giai đoạn thị trường có nhiều rủi ro như hiện nay.*

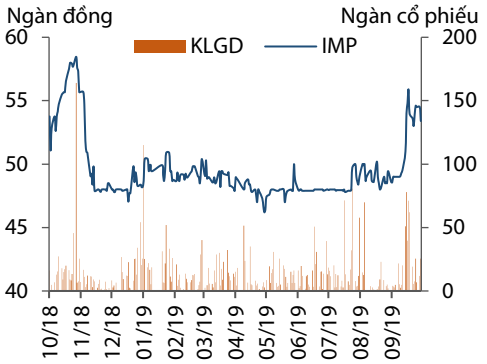
MUA	**+26%**
Giá thị trường (VND)	53.000
Giá mục tiêu (VND)	64.500
Cổ tức tiền mặt (VND) *	2.000

(*) Dự kiến trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu	
Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.658
SLCPDLH (triệu cp)	49,4
Beta	-0,11
Free Float (%)	75,0
Giá cao nhất 52 tuần	58.464
Giá thấp nhất 52 tuần	46.200
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	23.483

	FY2018	Hiện tại
EPS	2.806	3.036
Tăng trưởng EPS (%)	18%	8%
P/E	24,7	17,8
P/B	2,0	1,8
EV/EBITDA	12,4	12,7
Tỷ suất cổ tức (%)	3,4	3,7
ROE (%)	9,6	10,0
ROA (%)	7,8	8,4

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)	
Tổng Cty Dược Việt Nam	22,9
KWE Beteilgungen AG	14,2
Balestrand Limited	5,9
Giới hạn sở hữu NĐT NN còn lại (%)	0,0

Trần Thái Sơn

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1527

son.tt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q3/2019

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY19	Q2-FY19	+/-(qoq)	Q3-FY18	+/-(yoy)
Doanh thu thuần	328	286	14,7%	297	10,4%
Lợi nhuận gộp	121	103	16,9%	118	2,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	77	61	26,3%	72	6,9%
Thu nhập HĐKD	44	42	3,5%	46	-5,3%
EBITDA	54	52	3,6%	54	-0,8%
EBIT	44	42	3,5%	46	-5,3%
Chi phí tài chính	5	4	27,6%	3	44,3%
- Chi phí lãi vay	1	0	218,4%	0	673,2%
Khấu hao	10	9	4,3%	8	26,3%
Khoản mục không thường xuyên (**)					
Khoản mục bất thường (**)					
Lợi nhuận trước thuế	51	41	24,7%	44	15,5%
Lợi nhuận sau thuế	42	33	27,3%	35	17,5%
LNST điều chỉnh các khoản mục (**)	42	33	27,3%	35	17,5%

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2019

Chỉ tiêu	Q3-FY19	Q2-FY19	+/-(qoq)	Q3-FY18	+/-(yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	36,9%	36,2%	72 bps	40,0%	-302 bps
EBITDA/Doanh thu	16,4%	18,1%	-175 bps	18,2%	-186 bps
EBIT/Doanh thu	13,4%	14,9%	-145 bps	15,6%	-223 bps
TS lợi nhuận ròng	12,7%	11,4%	126 bps	11,9%	76 bps
Hiệu quả hoạt động (x)					
-Hàng tồn kho	2,2	2,0	0,1	2,3	-0,1
-Khoản phải thu	5,2	4,6	0,6	3,6	1,6
-Khoản phải trả	3,5	3,7	-0,1	4,0	-0,5
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	19,7%	24,5%	-480 bps	11,6%	810 bps

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2019

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY19	+/- qoq	+/- yoy	Dự phóng 2019	% kế hoạch năm
Tổng doanh thu và thu nhập	435	28%	12%	1.338	92%
LN gộp	160	32%	14%	499	
EBIT	51	16%	19%	183	
LNTT và trích quỹ KHCN	76	49%	11%	213	97%

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Cập nhật

Doanh thu thuần 9T/2019 tăng trưởng 9,4% YoY. Doanh thu hàng sản xuất chiếm 87% doanh thu thuần, trong đó: doanh thu từ kênh **OTC chiếm tỷ trọng 71,7% và giảm 0,6% YoY**. Kênh OTC giảm nhẹ phù hợp với bối cảnh thị trường OTC chung vốn bị ảnh hưởng của Thông tư 02/2018 – kiểm soát việc bán thuốc kê đơn tại các nhà thuốc. Ngược lại, doanh thu từ kênh **ETC chiếm tỷ trọng 28,3% và tăng 67,8% YoY**. Ngoài tác động của Thông tư 02 giúp thúc đẩy tiêu thụ kháng sinh tại kênh bệnh viện, theo chúng tôi còn đến từ quá trình chuyển dịch từ thuốc ngoại sang thuốc nội đang diễn ra nhanh hơn.

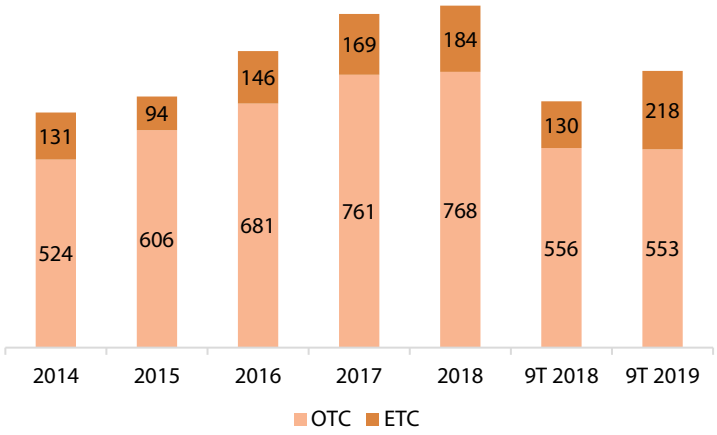
Thông tư 01/TTLT-BYT-BTC năm 2012 quy định về việc đấu thầu thuốc trong bệnh viện, trong đó ưu tiên chọn thuốc giá rẻ hơn là quan trọng chất lượng, đã gây ảnh hưởng lớn đến doanh thu kênh ETC của IMP. Theo đó cơ cấu doanh thu từ ETC từ chiếm gần 57% vào năm 2012 đã giảm xuống còn 13% năm 2015. Năm 2016 là bước ngoặt với 2 nhà máy sản xuất kháng sinh Penicillin và Cephalosporin tại Bình Dương được xét duyệt EU-GMP, bắt đầu tham gia đấu thầu Nhóm 2 và **Luật dược 105/2016/QH13 quy định không chào thầu thuốc nhập khẩu khi trong nước đáp ứng khả năng sản xuất. Từ đó kênh điều trị của IMP đã bắt đầu hồi phục, đến 9T/2019 đã đóng góp 28% tổng doanh thu hàng sản xuất.*

Biên lợi nhuận gộp giảm 240 bps xuống 38,2% trong 9T/2019. Nguyên nhân đến từ việc công ty tăng cường việc đấu thầu thông qua các đối tác trung gian – là các doanh nghiệp sản xuất/phân phối dược tại các địa phương. Công ty có thể tận dụng mạng lưới phân phối của các đối tác địa phương vào các cơ sở y tế trên địa bàn, qua đó mở rộng thị trường nhanh hơn và giảm chi phí bán hàng. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu giảm 150 bps xuống còn 17,4% trong 9T/2019 YoY. Ngoài HĐKD cốt lõi, IMP còn các khoản thu nhập khác từ bán tài sản nhà đất không sử dụng (7,5 tỷ) và cổ tức nhận từ Agimexpharm (4 tỷ). **LNST đạt 110 tỷ đồng, tăng 11,2% YoY**.

Trong tháng 7, nhà máy IMP2 tại KCN Vĩnh Lộc đi vào hoạt động và công ty hoàn thành tái xét duyệt EU-GMP cho 3 dây chuyền cũ cũng như cấp mới tiêu chuẩn cho 2 dây chuyền mới, nâng tổng số dây chuyền EU-GMP tại nhà máy IMP3 lên con số 5.

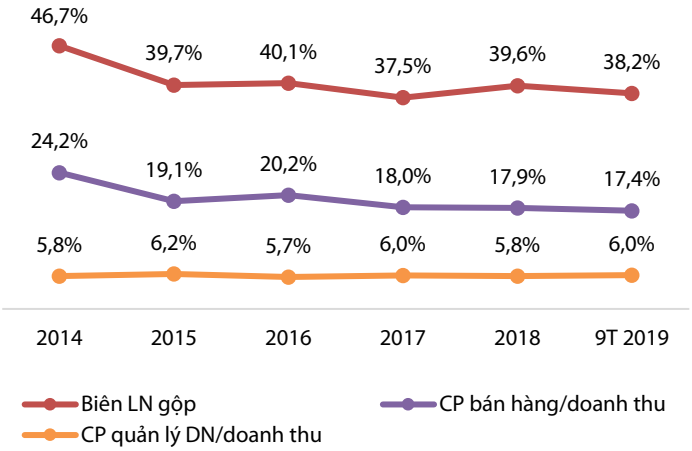
Như vậy, sau 9 tháng, tổng doanh thu và LNTT của IMP đạt lần lượt 886 và 137 tỷ đồng, tương ứng hoàn thành 62% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế cho cả năm. Dù vậy, mùa cao điểm ghi nhận doanh thu của IMP thường rơi vào quý 4, với mức đóng góp doanh thu và LNST lần lượt là 34% và 28% cho năm 2018 và 36% và 24% cho năm 2017 (tỷ trọng lợi nhuận thấp hơn do công ty trích quỹ KHCN trong Q4). Cho Q4/2019, chúng tôi dự báo tổng doanh thu và LNST tăng trưởng lần lượt 12% và 11% YoY, chiếm 33% và 29% con số cả năm. Lũy kế cả năm 2019, doanh thu đạt 1.317 tỷ đồng (+11,2% YoY) và LNST đạt 155 tỷ đồng (+11,7 YoY).

Hình 1: Doanh thu hàng sản xuất theo kênh (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 2: Hiệu quả hoạt động



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Lợi thế cạnh tranh tại Nhóm thuốc số 2 sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn

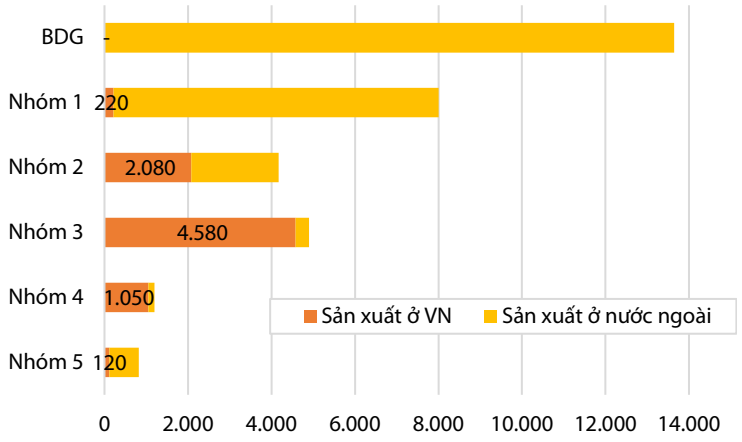
Kết quả đấu thầu (2019-2020) khả quan nhờ cơ chế đấu thầu mới

Từ cuối năm 2017, Bộ Y tế bắt đầu thực hiện đấu thầu tập trung cấp quốc gia, hướng đến việc kéo giảm chi phí khám chữa bệnh, giảm áp lực chi cho quỹ BHYT đồng thời hạn chế tiêu cực của ngành. Đối với tổ chức dự thầu, môi trường minh bạch hơn sẽ có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất quy mô lớn và có sản phẩm tiêu chuẩn.

Trong số các công ty dược niêm yết, IMP và PME là 2 doanh nghiệp mạnh nhất trong phân khúc thuốc generic chất lượng cao (Nhóm 1 và 2) nhờ sở hữu các dây chuyền sản xuất EU-GMP quy mô lớn và có danh mục thuốc phù hợp với kênh bệnh viện. Trong đó PME nhờ hỗ trợ từ

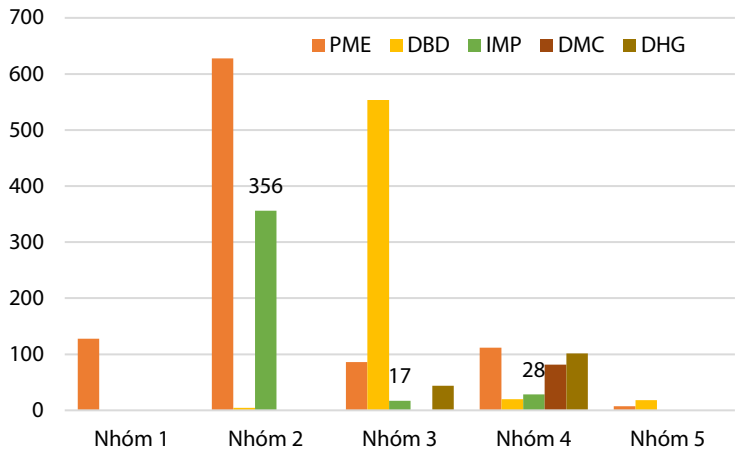
Stada nên có lợi thế trong việc xin visa xuất khẩu vào châu Âu, điều kiện để đấu thầu vào Nhóm 1 bên cạnh nhà máy EU-GMP. Đối với IMP, 89% giá trị trúng thầu thuộc Nhóm thuốc số 2 (356 tỷ đồng so với 400 tỷ của cả giai đoạn 2016 – 18). Thêm vào đó, ước tính giá trị trúng thầu tập trung quốc gia đạt hơn 160 tỷ đồng, tương ứng khoảng 40% tổng giá trị trúng thầu (tính đến tháng 8/2019).

Hình 3: Giá trị trúng thầu theo nhóm thuốc (tỷ đồng)



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rồng Việt tổng hợp
** Tổng hợp kết quả trúng thầu năm 2019 theo báo cáo của các cơ sở khám bệnh, chữa bệnh đến ngày 27/8/2019*

Hình 4: Kết quả trúng thầu vào từng nhóm của một số doanh nghiệp dược niêm yết lớn (tỷ đồng)



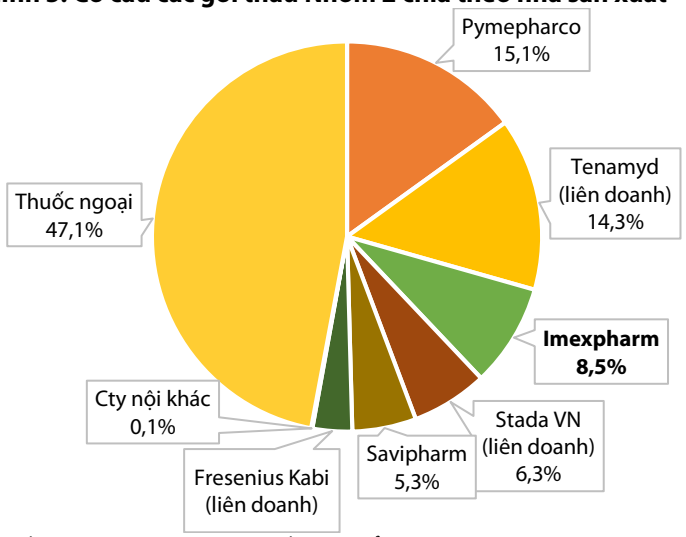
Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Thông tư đấu thầu mới (Thông tư 15/2019): Cơ hội thay thế thuốc ngoại tại nhóm thuốc số 2

Nhóm 2 là nhóm thuốc chủ lực của IMP tại kênh bệnh viện, nơi thuốc sản xuất tại Vlệt Nam mới chỉ đáp ứng được hơn 1 nửa nhu cầu thuốc (Hình 3). Trong đó gần như chỉ có 6 cái tên, bao gồm 3 doanh nghiệp nội địa (Pymepharco, Imexpharm, Savipharm) và 3 liên doanh với nước ngoài (Stada VN, Fresenius Kabi, Tenamyd) chia nhau miếng bánh này. Cả 6 công ty này đều có các dây chuyền EU-GMP nên vẫn đủ điều kiện đấu thầu vào Nhóm 2 theo quy định mới *(xem Phụ lục về các thay đổi của Thông tư đấu thầu mới)*.

Trong khi đó các doanh nghiệp ngoại có tiêu chuẩn PIC/S được cấp bởi nước không phải thành viên ICH sẽ không còn được đấu thầu vào nhóm 2 từ tháng 10/2019 trở đi. Đa phần là PIC/S-GMP được cấp bởi Ukraine, Malaysia và Argentina. Theo thống kê của chúng tôi, Ấn Độ là nước trúng thầu nhóm 2 nhiều nhất năm nay (gần 1.000 tỷ đồng) trong đó có ít nhất 500 tỷ đồng giá trị thuốc từ các cơ sở sản xuất PIC/S ngoài ICH, con số này từ Argentina cũng đạt gần 90 tỷ. **Như vậy các cơ sở PIC/S từ nước ngoài không đủ tiêu chuẩn quy định bởi Thông tư mới đóng góp ít nhất khoảng 600 tỷ đồng giá trị trúng thầu Nhóm 2 năm nay**. Trong đó trên 80% là các loại thuốc đặc trị. Điều này mở ra cơ hội thay thế rất lớn đối với các doanh nghiệp có các nhà máy thuốc đặc trị tiêu chuẩn EU-GMP, trong đó có IMP với nhà máy IMP4 sắp đi vào hoạt động.

Hình 5: Cơ cấu các gói thầu Nhóm 2 chia theo nhà sản xuất



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Trong số các hoạt chất thuốc có thể được thay thế, IMP đang sản xuất các loại như:

- Nhóm tiêu hóa: Rabeprazol và Omeprazol
- Nhóm tim mạch: Clopidogrel và Rosuvastatin
- Nhóm kháng sinh: Amoxicilin và Cefoperazon + Sulbactam

Tổng giá trị trúng thầu năm 2019 của nhóm này lên tới 350 tỷ đồng.

Dư địa gia tăng sản xuất dồi dào từ các nhà máy EU-GMP

Khi nhà máy IMP4 đi vào vận hành thương mại từ năm sau, IMP sẽ có 3 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP, cùng với PME là 2 công ty có số nhà máy EU-GMP lớn nhất Việt Nam. Trong xu hướng phát triển của ngành dược là thay thế thuốc ngoại bằng thuốc nội, nhà máy chuẩn EU-GMP là điều kiện tiên quyết để các doanh nghiệp có thể tiến vào phân khúc thuốc chất lượng cao với giá trị lớn và ít cạnh tranh hơn thuốc tiêu chuẩn WHO-GMP.

Cụ thể các nhà máy của IMP hiện tại:

1. IMP1: Gồm 2 nhà máy phụ là Non-Betalactam và Penicillin thuốc uống tiêu chuẩn WHO tại Đồng Tháp, hiện đóng góp trên 70% tổng doanh thu, đã cũ và khó có thể tăng công suất trong thời gian tới. Các sản phẩm của IMP1 hiện đấu thầu vào nhóm 3 và bán qua kênh OTC.
2. IMP3: Hai nhà máy thuộc IMP3 ước tính cả năm 2019 đạt công suất 30-40% do 7 tháng đầu năm giảm sản xuất do phải tái xét duyệt tiêu chuẩn EU. Tính riêng Q4, nhà máy Penicillin sẽ hoạt động với gần 100% công suất thiết kế. Trong năm nay công ty đã nâng cấp 2 dây chuyền lên chuẩn EU-GMP là Cephalosporin viên nén và gói.
3. Nhà máy IMP2 tại KCN Vĩnh Lộc đi vào hoạt động cuối Q2/2019 mới chỉ đạt 5% công suất. Sản xuất dòng kháng sinh uống Penicillin thế hệ mới.
4. Nhà máy IMP4 đã xây dựng xong và nhận chứng nhận WHO-GMP, dự kiến sẽ nhận EU-GMP vào cuối Q1/2020 trước khi đi vào vận hành. Nhà máy mới sẽ sản xuất thuốc non-betalactam phục vụ cho kênh bệnh viện. Dòng thuốc non-betalactam gồm 2 nhóm chính: (1) Thuốc giảm đau, hạ sốt và (2) Thuốc đặc trị các bệnh như tiêu hóa, tim mạch, hô hấp, ung thư… Hiện chưa có thông tin cụ thể về sản phẩm của nhà máy mới, tuy nhiên **chúng tôi cho rằng nhà máy này sẽ tập trung vào các dòng thuốc đặc trị** do nhóm thuốc giảm đau, hạ sốt đang trùng lặp với nhiều công ty nội địa khác và vấp phải nhiều cạnh tranh.

Bảng 1: Các nhà máy của IMP

STT	Nhà máy	Sản phẩm	Công suất thiết kế	Công suất ước tính cả năm 2019
1	Nhà máy Đồng Tháp (IMP1)			
	+ Nhà máy Non-Betalactam	Viên non-beta	1.200 triệu đơn vị	90%
	+ Nhà máy Penicillin	Kháng sinh uống Penicillin	300 triệu viên	70%
2	Nhà máy kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc (IMP2)			
	+ **Nhà máy kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc (EU-GMP)**	Kháng sinh uống Penicillin	300 triệu đơn vị	5%
3	Nhà máy Công nghệ cao Betalactam Bình Dương (IMP3)			
	+ **Nhà máy Cephalosporin (EU-GMP)**	Kháng sinh uống & tiêm Cephalosporin	200 triệu viên/gói và 20 triệu lọ	30-40%
	+ **Nhà máy Penicillin (EU-GMP)**	Kháng sinh tiêm Penicillin	5 triệu lọ	30-40%
4	Nhà máy Dược công nghệ cao Bình Dương (IMP4)			
	+ **Nhà máy Dược công nghệ cao Bình Dương (EU-GMP)**	N/A	N/A	N/A

Nguồn: IMP

Quan điểm và định giá

Với các thay đổi chính sách có lợi như TT15/2019 và TT03/2019 cũng như định hướng tập trung vào kênh điều trị của IMP, chúng tôi dự phóng kênh ETC sẽ có tốc độ tăng trưởng cao trong các năm tới và chiếm khoảng 50% tổng doanh thu của IMP cho đến năm 2022 (ước tính năm 2019 đạt 30%). Trong khi đó kênh OTC, gặp khó khăn trong 2 năm 2018-2019 do tác động tức thời của TT02, sẽ bắt đầu hồi phục nhẹ từ 2020 trở đi.

Cùng với đó biên LNG cũng sẽ cải thiện từ năm sau do: (1) Khấu hao/sản phẩm giảm dần khi các nhà máy EU-GMP dần được lấp đầy công suất và (2) Giảm phụ thuộc vào các đối tác đấu thầu địa phương cùng với sự mở rộng của danh mục thuốc đấu thầu tập trung cấp quốc gia. Ngược lại, tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tăng nhẹ nhưng thấp hơn tốc độ tăng của LNG khi IMP tự đấu thầu nhiều hơn. Do đó biên lợi nhuận ròng cũng sẽ được cải thiện.

Theo đó, **chúng tôi dự phóng tổng doanh thu và LNST của IMP sẽ tăng trưởng trung bình lần lượt 16% và 19% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2023**. Kết hợp mô hình định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh với P/E áp dụng là 18x, mức giá mục tiêu của của cổ phiếu IMP trong 12 tháng tới vào khoảng **64.500 đồng**, cộng với cổ tức tiền mặt 2.000 đồng cho ra mức **sinh lời kỳ vọng 26%** so với giá đóng cửa

ngày 10/12/2019. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu ngành dược có triển vọng tăng trưởng bền vững như IMP sẽ thích hợp là cổ phiếu phòng thủ trong giai đoạn thị trường có nhiều rủi ro như hiện nay.

Bảng 2: Dự phóng KQKD IMP (tỷ đồng)

	2018	9T 2019	2019E	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	**1.185**	**886**	**1.317**	**1.524**	**1.765**	**2.052**	**2.379**
Tỷ trọng doanh thu ETC/doanh thu hàng sx	19%	28%	29%	37%	44%	50%	55%
Biên LNG	39,6%	38,2%	37,9%	38,9%	39,7%	40,1%	40,8%
Tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/Doanh thu	25,3%	23,4%	23,7%	24,0%	24,3%	24,3%	24,3%
Lợi nhuận trước thuế và trích quỹ KHCN	**193**	**137**	**213**	**252**	**302**	**358**	**431**
EPS điều chỉnh	2.469	2.227	2.757	3.269	3.920	4.664	5.638

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**EPS hàng năm đã điều chỉnh quỹ khen thưởng & phúc lợi (12% LNST)*

Bảng 3: So sánh với top các công ty cùng ngành

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	KQKD trượt 12 tháng tới Q3/2019					CAGR doanh thu 5 năm (%)	CAGR LNR 5 năm (%)	Các chỉ số định giá trượt 12 tháng		
		Doanh thu (tỷ đồng)	Biên LNR (%)	EPS (ngàn đồng)	ROA (%)	ROE (%)			P/E	P/B	EV/EBITDA
DHG	12.264	3.835	16,5	4.843	15,2	20,4	1,9	1,9	19,6	3,9	16,7
PME	4.118	1.772	17,2	4.073	13,9	16,8	7,1	15,8	13,5	2,2	10,0
DBD	3.007	1.257	11,2	2.694	9,6	15,0	1,6	45,7	23,4	3,3	20,5
TRA	2.595	1.703	10,5	3.909	10,5	14,4	1,3	0,4	14,8	2,3	8,0
DMC	2.466	1.460	15,8	6.665	16,3	20,0	-0,6	16,4	10,1	2,0	7,7
OPC	1.321	1.011	11,2	4.055	8,9	16,2	12,2	12,4	11,6	2,0	9,0
MKP	1.087	1.184	6,8	3.805	5,9	7,0	-1,4	3,1	12,3	0,9	11,2
DHT	972	1.904	4,7	4.097	13,5	29,2	18,1	22,6	12,4	4,0	12,8
Trung bình									**14,7**	**2,6**	**12,0**
IMP	2.469	1.295	11,6	3.033	8,4	10,0	7,1	18,0	16,8	1,7	12,0

Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Các thay đổi chính trong phân chia nhóm thuốc của Thông tư 15/2019

Nhóm thuốc	Thông tư 11 - 2016	Thông tư 15 - 2019
Nhóm 1	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn **EU-GMP** hoặc **PIC/s-GMP** tại cơ sở sản xuất thuộc nước tham gia **ICH và Australia**.	Được sản xuất **toàn bộ** trên dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn **EU-GMP** hoặc tiêu chuẩn tương đương EU-GMP tại nước thuộc danh sách SRA.
Nhóm 2	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn **EU-GMP** hoặc **PIC/s-GMP** nhưng không thuộc nước tham gia ICH và Australia	Được sản xuất **toàn bộ** trên dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn **EU-GMP** hoặc **PIC/S** của nước là **thành viên PIC/s đồng thời là thành viên ICH.**
Nhóm 3	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP.	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và có nghiên cứu tương đương sinh học.
Nhóm 4	Thuốc có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP **tại Việt Nam.**
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí của các nhóm 1, 2, 3 và 4	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và không thuộc nhóm 1, 2, 3 và 4.

Nguồn: Bộ Y Tế, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tỷ đồng

KQ HĐKD	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
Doanh thu thuần	1.165	1.185	1.317	1.524
Giá vốn	729	715	818	931
Lãi gộp	**437**	**470**	**499**	**593**
Chi phí bán hàng	210	212	216	254
Chi phí quản lý	86	88	96	111
Thu nhập từ HĐTC	18	19	13	14
Chi phí tài chính	14	18	14	16
Lợi nhuận khác	1	3	8	4
Lợi nhuận trước thuế	**147**	**174**	**194**	**230**
Thuế TNDN	29	35	39	46
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	**117**	**139**	**155**	**184**
EBIT	141	169	187	227
EBITDA	173	200	225	293

Tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
Tiền	106	190	158	244
Đầu tư tài chính ngắn hạn	183	4	50	100
Các khoản phải thu	396	290	293	312
Tồn kho	282	324	327	372
Tài sản ngắn hạn khác	10	26	30	15
Tài sản cố định hữu hình	622	790	830	764
Tài sản cố định vô hình	72	73	72	71
Đầu tư tài chính dài hạn	66	41	41	41
Tài sản dài hạn khác	36	35	33	33
TỔNG TÀI SẢN	**1.774**	**1.774**	**1.834**	**1.953**
Khoản phải trả ngắn hạn	343	222	229	261
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn	0	1	1	1
Quỹ khen thưởng. phúc lợi	1	14	31	53
Quỹ khoa học công nghệ	34	33	33	33
TỔNG NỢ	**378**	**270**	**293**	**346**
Vốn đầu tư của CSH	1.031	1.095	1.095	1.095
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	96	125	141	187
Quỹ dự trữ bắt buộc	2	2	2	2
Quỹ đầu tư phát triển	266	282	302	322
TỔNG VỐN	**1.395**	**1.505**	**1.541**	**1.607**
Lợi ích cổ đông thiểu số				

%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	15,4%	1,7%	11,2%	15,7%
Lợi nhuận HĐKD	3,2%	15,8%	12,8%	30,1%
EBIT	8,7%	19,9%	10,2%	21,7%
Lợi nhuận sau thuế	16,0%	18,2%	11,6%	18,6%
Tổng tài sản	63,1%	0,0%	3,3%	6,5%
Vốn chủ sở hữu	49,1%	7,8%	2,4%	4,3%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	37,5%	39,6%	37,9%	38,9%
EBITDA/ Doanh thu	14,8%	16,9%	17,1%	19,3%
EBIT/ Doanh thu	12,1%	14,3%	14,2%	14,9%
LNST/ Doanh thu	10,1%	11,7%	11,8%	12,0%
ROA	6,6%	7,8%	8,4%	9,4%
ROE	9,9%	10,9%	11,6%	13,4%
Hiệu quả hoạt động				
Tỷ lệ bồi thường	2,9	4,1	4,5	4,9
Tỷ lệ chi phí	2,6	2,2	2,5	2,5
Tỷ lệ kết hợp	2,1	3,2	3,6	3,6
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	2,8	3,8	3,7	4,0
Nhanh	2,0	2,3	2,3	2,6
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ (*)	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
EPS (đồng/cp)	2.090	2.469	2.757	3.269
P/E (x)	27,5	24,7	19,2	16,2
BV (đồng/cp)	32.466	30.445	31.175	32.514
P/B (x)	2,0	2,0	1,7	1,6
DPS (đồng/cp)	500	2.000	2.000	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	0,8	3,4	3,8	3,8

Lịch sử định giá	*Giá mục tiêu*	*Khuyến nghị*	*Thời gian*
12/2019	64.500	Mua	Dài hạn
12/2018	53.000	Giảm tỷ trọng	Dài hạn
08/2017	69.500**	Mua	Dài hạn
08/2016	29.600*	Trung lập	Dài hạn

*12/2016 bán ưu đãi cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 10:3
3/2017 phát hành cho CBCNV tỷ lệ 5%
5/2017 cổ tức cổ phiếu 10%
Giá mục tiêu trước điều chỉnh là 50.400 đồng
**6/2018 cổ tức cổ phiếu 15%, giá mục tiêu trước điều chỉnh là 80.000 đồng

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

KHỐI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam
Deputy Manager
lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
- Ngân hàng
- Thị trường

Lại Đức Dương
Senior Analyst
duong.ld@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)
- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

Trần Hà Xuân Vũ
Senior Analyst
vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1518)
- Dầu khí
- Phân bón

Nguyễn Hà Trinh
Senior Analyst
trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1551)
- Xây dựng
- Thép
- Tiện ích công cộng

Vũ Anh Tú
Analyst
tu.va@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1511)
- Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Sơn
Analyst
son.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1527)
- Thị trường
- Bán lẻ & Công nghệ
- Dược phẩm

Đỗ Thanh Tùng
Analyst
tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

Đặng Thị Phương Thảo
Analyst
thao.dtp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1529)
- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

Phạm Thị Tố Tâm
Analyst
tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
- Bảo hiểm
- Thủy sản

Nguyễn Thị Thúy Anh
Analyst
anh2.ntt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
- Ngân hàng

Nguyễn Tiến Hoàng
Analyst
hoang.nt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1538)
- Thị trường

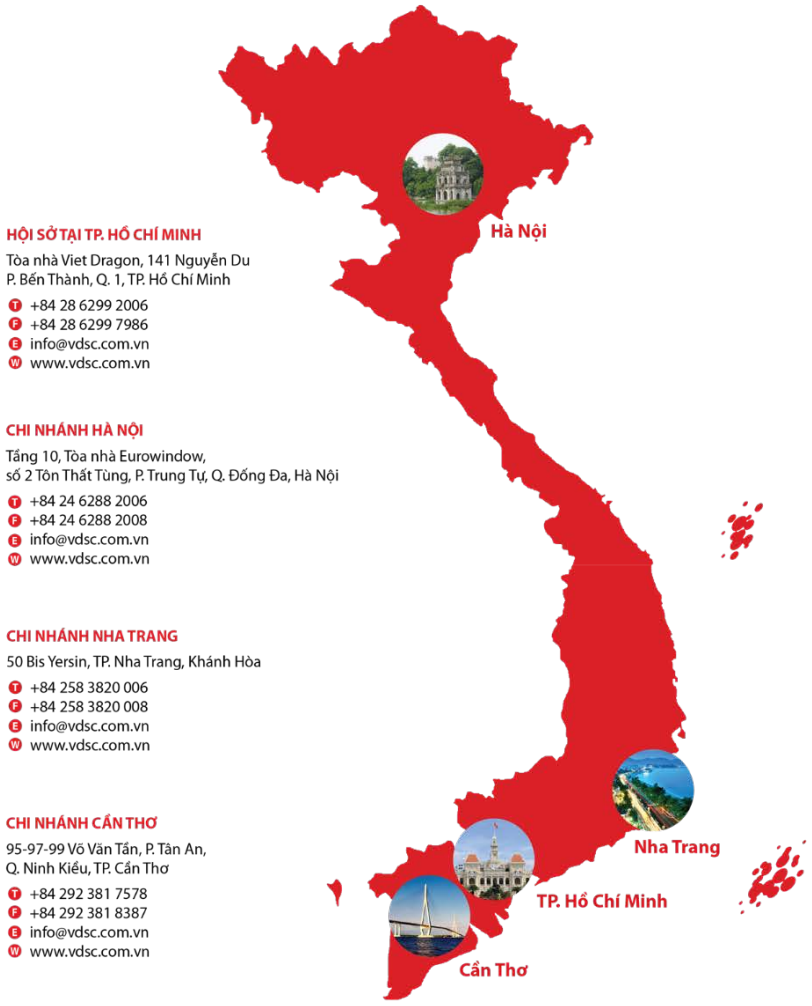
Bùi Huy Hoàng
Analyst
hoang.bh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1514)
- Cao su tự nhiên
- Nông dược

Phạm Minh Tú
Analyst
tu.pm@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1536)
- Thép

Bernard Lapointe
Senior Consultant
bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant
ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Trương Thị Thảo Vi
Assistant
vi.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1517)



HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
T +84 28 6299 2006
F +84 28 6299 7986
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
T +84 24 6288 2006
F +84 24 6288 2008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH NHA TRANG
50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa
T +84 258 3820 006
F +84 258 3820 008
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

CHI NHÁNH CẦN THƠ
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An,
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ
T +84 292 381 7578
F +84 292 381 8387
E info@vdsc.com.vn
W www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. CTCK Rồng Việt tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được CTCK Rồng Việt thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của CTCK Rồng Việt. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của CTCK Rồng Việt đều trái luật, **Bản quyền thuộc CTCK Rồng Việt, 2019.**