

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

26/02/2021

Giá mục tiêu VND 79,300

Tăng/giảm (%)	24.7%
Giá hiện tại (26/02/2021)	VND 63,600
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	4,240

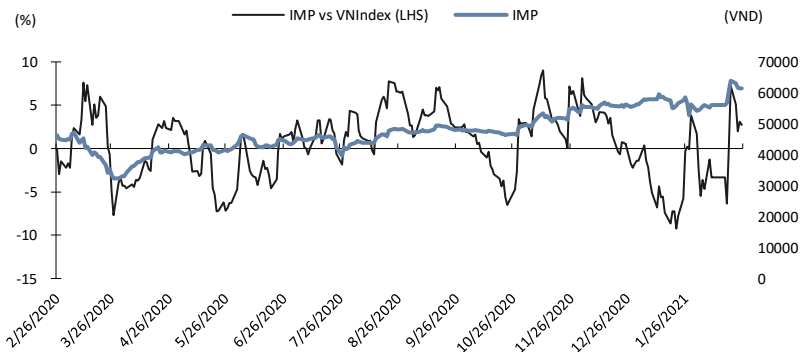
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	4.0/0.2
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	0.0%
Cổ đông lớn nhất	SK Investment Vina I Pte.Ltd. 24.02%

Dự phóng KQKD & định giá

Năm	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	1,185	1,402	1,369	1,712
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	171	194	253	332
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	139	162	210	268
EPS (VNĐ)	2,806	3,286	3,144	4,022
Tăng trưởng EPS (%)	2.8	17.1	29.1	27.9
P/E (x)	21.9	18.7	19.5	15.3
P/B (x)	2.0	1.9	2.4	2.2
ROE (%)	9.2	10.4	12.1	14.4
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	3.3	1.6	0.0	3.3

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Công ty Cổ phần Dược phẩm IMEXPHARM

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp - Trần Thị Phương Anh
anhhttp@kbsec.com.vn

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu IMP, doanh nghiệp sản xuất, điều chế, phân phối dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn, nền tảng cơ bản vững chắc cùng chiến lược phát triển đúng đắn.

Giá mục tiêu 79,300 VNĐ/cp cho triển vọng 12 tháng. IMP là cổ phiếu phù hợp cho nhà đầu tư ưa thích an toàn với mục tiêu trung và dài hạn.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Ngành dược Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển. Ngành dược Việt Nam được đánh giá còn nhiều tiềm năng với các động lực tăng trưởng bền vững chủ yếu đến từ: (1) chi tiêu bình quân trên đầu người dành cho thuốc gia tăng; (2) xu hướng già hóa dân số; (3) tỷ lệ bao phủ BHYT toàn dân ngày càng cao.

Kênh ETC – xu hướng tăng trưởng của ngành, lợi thế của IMP. Kênh đấu thầu bệnh viện (ETC) được đánh giá đầy tiềm năng với nhiều dư địa phát triển nhờ hưởng lợi từ chính sách đấu thầu ưu tiên thuốc sản xuất trong nước giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh so với thuốc nhập khẩu, sự phát triển của khối bệnh viện tư nhân cùng bảo hiểm y tế toàn dân. Trong đó, IMP có sự chuyển dịch mạnh mẽ từ kênh OTC sang ETC để đón đầu xu hướng trên.

Tiềm năng tăng trưởng bền vững và lợi thế cạnh tranh nhờ khoa học công nghệ. Với sự chuẩn bị kỹ càng cùng nền tảng cơ bản vững chắc nhờ tầm nhìn đúng đắn của ban lãnh đạo, IMP hiện tại đang sở hữu lợi thế cạnh tranh hàng đầu so với các công ty dược trong nước thông qua chiến lược xây dựng 3 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP và đầu tư mạnh cho nghiên cứu khoa học.

RỦI RO

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

YẾU TỐ THEO DÕI

Khả năng Imexpharm nới room ngoại, cổ đông chiến lược sẵn sàng mua trên 50%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

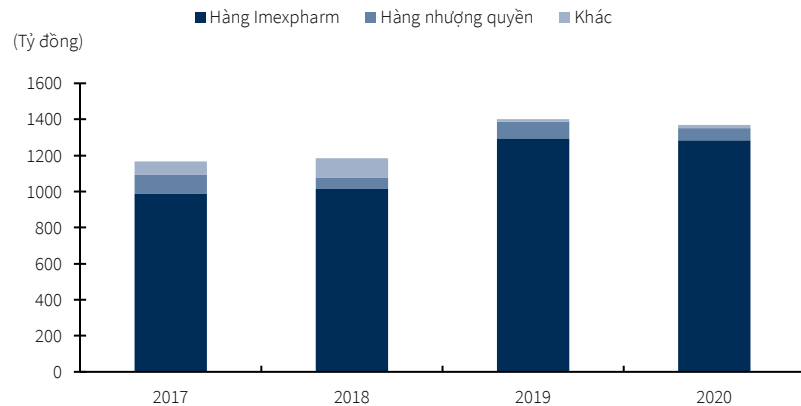
Imexpharm nhìn chung đã kiểm soát tốt hoạt động của mình trong một năm đầy thách thức do ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19

IMP ghi nhận kết quả kinh doanh 2020 với lợi nhuận 209.7 tỷ đồng (+29.1% YoY), doanh thu 1369.4 tỷ đồng (-2.4% YoY). Lợi nhuận khả quan do biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 39.9% so với mức 37.6% năm 2019 nhờ vào việc tái cơ cấu lại danh mục sản phẩm, tập trung vào các mặt hàng có biên lợi nhuận cao và giảm chi phí. Doanh thu OTC năm 2020 cũng bị sụt giảm nghiêm trọng ở mức 10.5% do ảnh hưởng từ việc giảm tổng cầu. Mặc dù doanh thu kênh ETC tăng 20.1% nhưng cũng không bù đắp được cho việc doanh số OTC giảm. Bên cạnh đó, Imexpharm không trích Quỹ khoa học công nghệ trong năm 2020.

Tín hiệu tích cực trong tháng 1/2021 khi cả hai kênh OTC và ETC đều tăng trưởng tốt

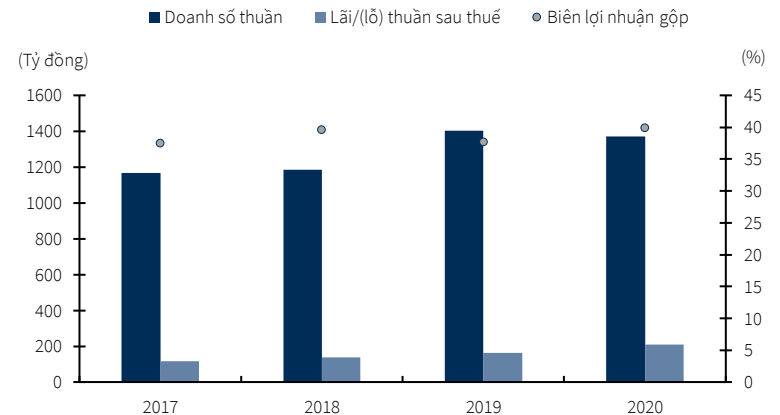
Kết quả kinh doanh tháng 1/2021 ấn tượng với lợi nhuận trước thuế đạt 20.1 tỷ đồng (+89.6% YoY) và doanh thu 117.6 tỷ đồng (+74.4% YoY). Bên cạnh nguyên nhân do tháng 01 năm trước rơi vào dịp Tết nguyên đán nên doanh thu bị hạn chế bởi những ngày nghỉ lễ thì tình hình kinh doanh trong tháng 01/2021 của Imexpharm nhìn chung khả quan, công ty dần lấy lại đà tăng trưởng nhanh sau nhiều tháng bị tác động của dịch bệnh.

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu IMP 2017-2020 (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh của giai đoạn 2017-2020 (tỷ đồng, %)



Nguồn: IMP, KB Securities Vietnam

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

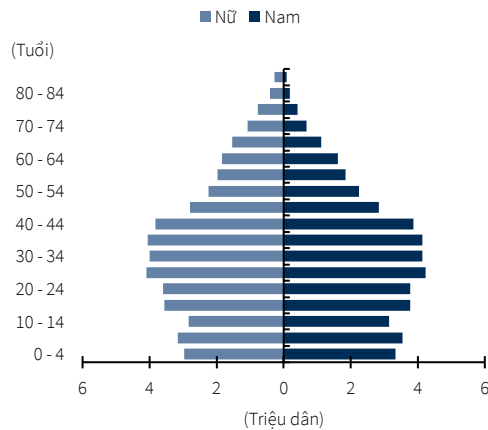
Imexpharm là doanh nghiệp dược nội địa có hơn 30 năm kinh nghiệm trong sản xuất, điều chế, phân phối dược phẩm, sở hữu 4 nhà máy với các sản phẩm chủ lực gồm thuốc kháng sinh, thuốc hạ sốt giảm đau và thuốc đặc trị. Chúng tôi cho rằng IMP đang đứng trước thời vận mới “thiên thời, địa lợi, nhân hòa” để chuyển mình nhờ tiềm lực mạnh từ nội tại sau thời gian dài dồn hết nguồn lực đầu tư cho công nghệ và sự thuận lợi từ chính sách ưu tiên sản phẩm dược trong nước của Chính phủ. Giai đoạn 2021-2025 sẽ là giai đoạn then chốt để IMP hiện thực hóa khát vọng dẫn đầu.

1. Ngành dược Việt Nam còn nhiều dư địa phát triển

Ngành dược thế giới đang trong giai đoạn bão hòa, tuy nhiên Việt Nam nằm trong nhóm nước pharmerging còn nhiều dư địa để phát triển, trong đó kênh bệnh viện (ETC) sẽ là kênh dẫn dắt cho sự tăng trưởng của ngành. Theo dự báo từ hãng nghiên cứu thị trường IBM, thị trường dược phẩm Việt Nam có thể đạt mức tăng trưởng CAGR=11% trong giai đoạn 2021-2026, độ lớn thị trường tăng lên lên 16.1 tỷ USD vào năm 2026 so với mức 7.7 tỷ USD năm 2021 với các động lực tăng trưởng bền vững đến từ:

- **Chi tiêu bình quân trên đầu người dành cho thuốc gia tăng** nhờ thu nhập của người dân cải thiện và sự quan tâm đến sức khỏe ngày càng cao. Việt Nam được đánh giá là điểm sáng của nền kinh tế thế giới khi là một trong những nước có mức tăng trưởng GDP cao nhất toàn cầu và được kỳ vọng tiếp tục phát triển mạnh mẽ giúp gia tăng thu nhập của người dân cùng với nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng cao sẽ thúc đẩy chi tiêu cho y tế.
- **Xu hướng già hóa dân số** khi Liên Hợp Quốc dự báo Việt Nam sẽ có tỷ lệ người trên 65 tuổi tăng từ 12% năm 2017 lên đến 20% vào năm 2038. Việt Nam hiện vẫn ở thời kỳ dân số vàng tuy nhiên tốc độ già hóa sẽ diễn ra nhanh làm gia tăng áp lực lên hệ thống y tế, từ đó mở ra triển vọng tăng trưởng cho ngành dược.
- **Tỷ lệ bao phủ BHYT toàn dân ngày càng cao** giúp đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ thuốc qua kênh ETC. Theo BHXH Việt Nam, mục tiêu trong năm 2021 số người tham gia BHYT đạt 91.56% dân số và dự kiến đến năm 2025 tỷ lệ bao phủ BHYT lên đến 95% là động lực tăng trưởng cho kênh ETC khi người dân ưu tiên khám bệnh tại bệnh viện.

Biểu đồ 4. Tháp dân số Việt Nam 2019 (Triệu dân, tuổi)



Nguồn: Tổng cục thống kê, KB Securities Vietnam

2. Kênh ETC – xu hướng tăng trưởng của ngành, lợi thế của IMP

Trong khi kênh nhà thuốc (OTC) tăng trưởng chậm lại do chính sách thắt chặt của Chính phủ theo Thông tư 02 về quản lý thuốc kê đơn tại nhà thuốc và sự cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các doanh nghiệp trong ngành thì kênh đấu thầu bệnh viện (ETC) được đánh giá đầy tiềm năng với nhiều dư địa phát triển nhờ hưởng lợi từ chính sách đấu thầu ưu tiên thuốc sản xuất trong nước giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh so với thuốc nhập khẩu, sự phát triển của khối bệnh viện tư nhân cùng bảo hiểm y tế toàn dân.

Thông tư 15/2019/TTBYT đã mở ra triển vọng tươi sáng cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc chất lượng cao trong nước. Thông tư này quy định chi tiết về quy trình đấu thầu cung cấp thuốc cho các cơ sở y tế công lập, trong đó:

- Doanh nghiệp nội được cộng 7.5 điểm khi đấu thầu cùng hoạt chất so với thuốc ngoại.
- Đối với thuốc generic nhóm 5 và nhóm 2, các loại thuốc nhập khẩu có thể không được phép chào thầu nếu thuốc sản xuất trong nước đáp ứng tiêu chuẩn WHO-GMP và EU-GMP tương ứng về cùng một hoạt chất chính (API) và nếu năng lực sản xuất của công ty có thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu.
- Các bệnh viện và phòng khám công lập ở Việt Nam sẽ không chào thầu thuốc nhập khẩu mà thuốc này được chi trả bằng ngân sách nhà nước hoặc quỹ bảo hiểm y tế. Cơ sở y tế sẽ không được mời thầu thuốc nhập khẩu nếu có ít nhất 3 công ty được phẩm trong nước có thể cung ứng các loại thuốc này về điều trị, đồng thời đáp ứng các tiêu chuẩn về giá và khả năng cung cấp.

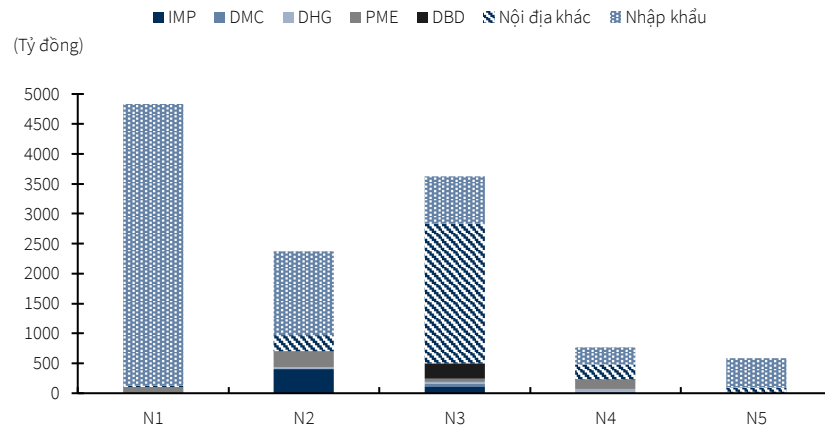
Bảng 1. Quy định các nhóm thuốc theo thông tư 11-2016 và thông tư 15-2019

Nhóm	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 nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP tại nước thuộc danh sách SRA/Thuốc thuộc danh mục thuốc biệt dược gốc hoặc sinh phẩm tham chiếu do Bộ Y tế công bố/Được sản xuất toàn bộ các công đoạn tại Việt Nam đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP và được cơ quan quản lý dược của nước thuộc danh sách SRA cấp phép lưu hành
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 nguyên tắc, tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương EU-GMP/Được sản xuất toàn bộ trên dây chuyền sản xuất thuốc tại nước là thành viên PIC/s đồng thời là thành viên ICH, đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn PIC/s-GMP
Nhóm 3	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP.	Được sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn GMP và có nghiên cứu tương đương sinh học được cơ quan quản lý dược Việt Nam công bố.
Nhóm 4	Thuốc có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố	Được sản xuất toàn bộ trên dây chuyền sản xuất tại Việt Nam được cơ quan quản lý dược Việt Nam đánh giá đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn WHO-GMP.
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí của các nhóm 1, 2, 3 và 4	Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất thuốc được cơ quan quản lý dược Việt Nam đánh giá đạt nguyên tắc, tiêu chuẩn WHO-GMP và không thuộc nhóm 1,2,3 và 4

Nguồn: Bộ Y Tế, KB Securities Vietnam

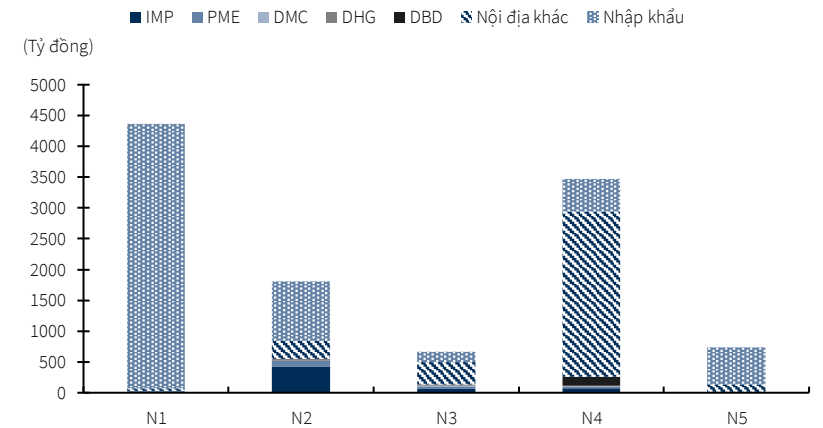
Bên cạnh đó, Thông tư số 03/2019/TT-BYT ban hành danh mục thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp mà không chào thầu nhập khẩu tăng từ 146 thuốc lên 640 thuốc. Trước đây thị phần thuốc nhóm 1 và 2 chủ yếu thuộc về hàng nhập khẩu, do vậy các chính sách ưu tiên của nhà nước sẽ mở ra cơ hội cho doanh nghiệp nội địa có đủ năng lực dành thêm miếng bánh từ hàng nhập khẩu trong đấu thầu sản phẩm thuốc chất lượng cao vốn bị cạnh tranh gay gắt với sản phẩm ngoại.

Biểu đồ 5. Kết quả trúng thầu tính đến 07/07/2020 theo thông tư số 11_2016_TT_BYT (tỷ đồng)



Nguồn: Cục quản lý dược, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 6. Kết quả trúng thầu tính đến 28/12/2020 theo thông tư số 15_2019_TT_BYT (tỷ đồng)

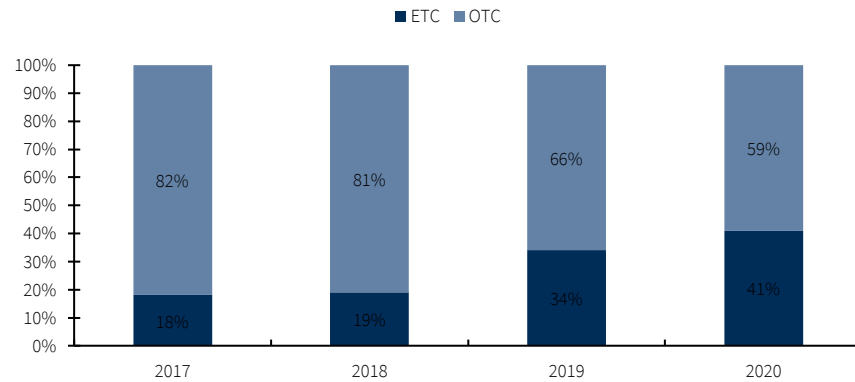


Nguồn: Cục quản lý dược, KB Securities Vietnam

Sự phát triển của khối bệnh viện tư nhân cùng bảo hiểm y tế toàn dân hỗ trợ cho sự phát triển kênh ETC. Thu nhập người dân tăng lên cùng nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng cao trong khi các bệnh viện công lập quá tải giúp khối bệnh viện tư nhân ngày càng được mở rộng. Bên cạnh đó, kết dư lũy kế của quỹ BHYT ngày càng hạn hẹp nên để hạn chế mức độ sụt giảm của quỹ BHYT, chính phủ có thể phải xem xét giảm tỷ lệ thuốc giá cao và thuốc generic tiêu chuẩn cao ở nhóm 1 được sử dụng trong khám chữa bệnh qua BHYT. Từ đó khiến cho nhu cầu các thuốc có tiêu chuẩn tương đương hoặc gần tương đương nhưng có giá thấp hơn ở nhóm 2 gia tăng. Theo kết quả đấu thầu thuốc, hiện giá trị trúng thầu thuốc nội địa thuộc nhóm 1 chỉ đạt 1.8%, nhóm 2 đạt 46%.

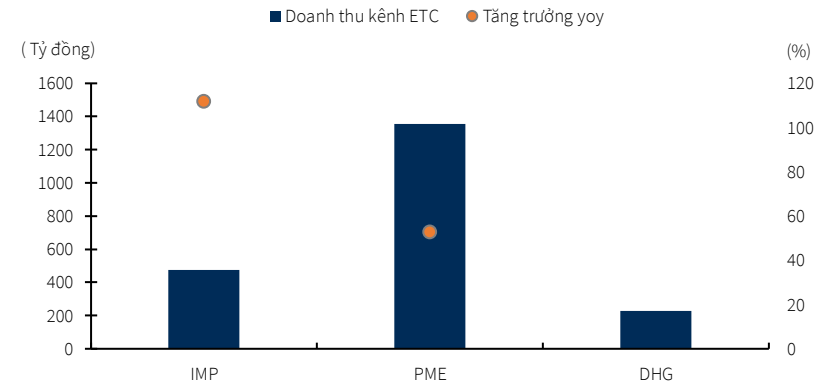
Xu hướng chuyển dịch của IMP từ kênh OTC sang kênh ETC đã cho thấy kết quả đáng ghi nhận. Chủ động đón đầu xu hướng phát triển của ngành, IMP đã nhanh chóng đầu tư xây dựng nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP để chuyển dịch cơ cấu sản phẩm từ kênh OTC sang kênh ETC. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu kênh ETC của doanh nghiệp tăng từ 18% năm 2017 lên 41% năm 2020 (Biểu đồ 7) và dự kiến đạt 65% trước năm 2025. So với các doanh nghiệp cùng ngành, IMP đang có sự tăng trưởng doanh thu kênh ETC lớn nhất (Biểu đồ 8) và có giá trị trúng thầu vào nhóm 2 cao nhất trong các doanh nghiệp nội địa (Biểu đồ 5, 6). Việc thay đổi chiến lược sẽ giúp IMP tận dụng lợi thế ưu đãi từ Chính phủ và tăng tỷ suất lợi nhuận do sản phẩm đấu thầu qua bệnh viện có biên lợi nhuận cao hơn so với kênh nhà thuốc.

Biểu đồ 7. Cơ cấu doanh thu theo kênh của IMP (%)



Nguồn: Cục quản lý dược, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 8. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu kênh ETC của IMP, PME, DHG năm 2019



Nguồn: Cục quản lý dược, KB Securities Vietnam

3. Tiềm năng tăng trưởng bền vững và lợi thế cạnh tranh nhờ khoa học, công nghệ

Với sự chuẩn bị kỹ càng cùng nền tảng cơ bản vững chắc nhờ tầm nhìn đúng đắn của ban lãnh đạo, IMP hiện tại đang sở hữu lợi thế cạnh tranh hàng đầu so với các công ty dược trong nước thông qua chiến lược xây dựng các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP và đầu tư mạnh cho nghiên cứu khoa học, sẵn sàng hướng tới thời kỳ phát triển vàng nhờ thay đổi toàn diện và sớm có 4 nhà máy sản xuất thuốc theo tiêu chuẩn chất lượng quốc tế. Chúng tôi cho rằng công ty đang đi đúng hướng để trở thành một trong những công ty dược đầu ngành của cả nước nếu tận dụng tối đa cơ hội là một trong số ít công ty đầu tiên trong nước đổi mới công nghệ đạt tiêu chuẩn quốc tế.

Tiềm năng tăng trưởng bền vững nhờ sở hữu 3 nhà máy EU-GMP. Việc đạt tiêu chuẩn EU-GMP chính là một trong những điều kiện tiên quyết với thuốc nhóm 1 và 2 muốn tham gia đấu thầu kênh ETC. Do đó các dây chuyền sản xuất thuốc EU-GMP được xem như vũ khí quan trọng trong việc cạnh tranh với các công ty đa quốc gia. Dành nhiều năm đầu tư cho chất lượng, Imexpharm đã có những bước chuyển mình mạnh mẽ để tạo ra giá trị bền vững cho chính mình, hiện là một trong những doanh nghiệp dược Việt Nam dẫn đầu về công nghệ ứng dụng khi sở hữu hai nhà máy đạt chứng nhận EU-GMP với 08 dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn châu Âu (IMP2 và IMP3) và một nhà máy IMP4 đang chờ xét duyệt. Lưu ý rằng chi phí mở rộng được hỗ trợ từ nguồn vốn chủ sở hữu cho thấy nội tại vững chắc của doanh nghiệp. Đối với nhà máy IMP4, đây là nhà máy hiện đại nhất, có vốn đầu tư cao nhất của Imexpharm với dòng sản phẩm chủ đạo gồm thuốc điều trị đang chuẩn bị xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP dự kiến quý 2/2020. Tuy nhiên, tiến độ nhà máy bị chậm do diễn biến phức tạp của dịch bệnh và việc hạn chế di chuyển từ Châu Âu sang Việt Nam để thực hiện công tác xét duyệt. Chúng tôi kỳ vọng rằng với kịch bản cơ sở dịch bệnh sớm được kiểm soát trong năm 2021 sẽ giúp IMP đạt mục tiêu kiện toàn chuỗi sản xuất với 3 nhà máy đạt chứng nhận EU-GMP.

Năng lực sản xuất của IMP được duy trì trong những năm tới tạo nền tảng phát triển dài hạn. Hiện nhà máy EU-GMP IMP 3 hiện tại mới chỉ đạt 40% công suất nên khi có thêm sự tham gia của nhà máy IMP 2 và IMP 4 thì khả năng đáp ứng sản phẩm để đấu thầu kênh bệnh viện càng được củng cố. Đáng chú ý, khi xác định loại thuốc trúng thầu thì các doanh nghiệp khác gần như không còn cơ hội cung ứng sản phẩm tương đương bởi doanh nghiệp trúng thầu cung cấp thuốc sẽ phải cung cấp loại thuốc này với số lượng lớn, thời gian cung ứng dài, địa bàn rộng và có lợi thế trong các lần đấu thầu sau nhờ có hợp đồng cung cấp thuốc tương tự để chứng minh kinh nghiệm thực hiện hợp đồng cung cấp thuốc tương tự về quy mô với phần trong gói thầu mà nhà thầu tham dự. Do đó, việc trúng thầu sẽ giúp doanh nghiệp duy trì thị phần về sản phẩm đó về lâu dài.

Bảng 2. Thông tin các nhà máy của IMP

STT	Nhà máy	Địa điểm	Tiêu chuẩn	Công suất tối đa	Số lượng dây chuyền	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
1	Nhà máy Đồng Tháp (IMP1)	Đồng Tháp	WHO-GMP	1,325		
1.1	Nhà máy Non-Betalactam			1,050		
1.2	Nhà máy Penicillin uống			275		
2	Nhà máy kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc (IMP2)	TP.HCM	EU-GMP	265	3	180
3	Nhà máy công nghệ cao Betalactam Bình Dương	Bình Dương	EU-GMP	225	5	163
3.1	Nhà máy Cephalosporin			217		
3.2	Nhà máy Penicillin tiêm			8		
4	Nhà máy Dược công nghệ cao Bình Dương (IMP4) B	Bình Dương	Đang xét duyệt EU-GMP		4	470
5	Nhà máy dược liệu	Đồng Tháp	GMP - Đang xây dựng			80

Nguồn: IMP, KB Securities Vietnam

Khả năng nghiên cứu và sản xuất sản phẩm chất lượng cao

Trong những năm qua Imexpharm luôn ưu tiên đầu tư phát triển khoa học công nghệ để nâng cao chất lượng sản phẩm. IMP có nguồn nhân lực mạnh đủ khả năng để nghiên cứu và sản xuất dược phẩm có chất lượng cao, là công ty có khả năng nghiên cứu thuốc đáp ứng tiêu chuẩn xuất khẩu đi Châu Âu.

Theo số liệu từ DAV, đối với sản phẩm cùng hoạt chất, cùng hàm lượng và cùng dạng bào chế thì trúng thầu ở nhóm càng cao sẽ có giá càng cao (bảng 3). Tại thị trường dược Việt nam, IMP, PME, DHG là 3 doanh nghiệp đầu ngành có dây chuyền sản xuất công nghệ cao. Trong đó, cơ cấu doanh thu kênh ETC của DHG chỉ chiếm tỷ trọng thấp (hơn 10%) và chủ yếu đấu thầu tại nhóm thuốc 3,4. Tại phân khúc nhóm 1 và 2, PME và IMP là 2 doanh nghiệp nội địa dẫn đầu về giá trị trúng thầu, bên cạnh các doanh nghiệp có vốn nước ngoài. Trong khi PME đang đứng trên vai người khổng lồ khi có sự hậu thuẫn từ Stada thì IMP đang cho thấy là một đối thủ mạnh bằng chính nội lực của mình. Hiện nay, PME có 3 sản phẩm đấu thầu nhóm 1 và được phép lưu hành tại Đức gồm Viên nang cứng Cefaclor Stada 500mg Capsules, Viên nén bao phim Cepoxitil 200, thuốc bột pha tiêm Ceftriaxone EG 1g/10ml, trong khi đó Imexpharm đã có 2 sản phẩm là thuốc bột pha tiêm Imetoxim 1g (được lưu hành tại Bồ Đào Nha và đã được đấu thầu nhóm 1) và Cephalixin 500mg viên nang cứng (lưu hành tại Tây Ban Nha).

Bảng 3. Kết quả trúng thầu hoạt chất Cephalixin 2020

Tên hoạt chất/thành phần dược liệu	NĐ/HL	Dạng bào chế	Tên cơ sở sản xuất	ĐVT	Đơn giá (VNĐ)	Nhóm thuốc
Cephalixin	250mg	Thuốc bột pha hỗn dịch	IMP	Gói	3750	N2
Cephalixin	250mg	Thuốc bột pha hỗn dịch	Pharbaco	Gói	2900	N3
Cephalixin	250mg	Thuốc bột pha hỗn dịch	DBD	Gói	777	N4

Nguồn: Cục quản lý dược (DAV), KB Securities Vietnam

Rào cản gia nhập lớn tại nhóm thuốc chất lượng cao. Đối với nhóm thuốc chất lượng cao nhóm 1 và nhóm 2 – nhóm sản phẩm mục tiêu IMP nhằm tới có yêu cầu cao về chất lượng thuốc cũng như nguồn gốc và nguyên vật liệu. Theo thông tư 15/2019, thuốc đấu thầu nhóm 1 và 2 phải được sản xuất trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP. Tính đến năm 2020, đã có trên 200 cơ sở sản xuất thuốc, nguyên liệu làm thuốc tại Việt Nam đạt tiêu chuẩn GMP, tuy nhiên chỉ có khoảng 10 cơ sở sản xuất được chứng nhận đạt tiêu chuẩn EU-GMP, trong đó PME và IMP là những doanh nghiệp đóng vai trò đầu tàu, chiếm thị phần lớn trong ngành dược phẩm Việt Nam. Các sản phẩm đạt tiêu chuẩn WHO-GMP – tiêu chuẩn sản xuất phổ biến nhất tại Việt Nam hiện nay – chỉ có thể cạnh tranh chủ yếu ở nhóm 3 hoặc 5. Chính vì thế, việc nâng cấp WHO-GMP lên tiêu chuẩn EU-GMP giúp tăng khả năng cạnh tranh cho sản phẩm. Việc được cấp tiêu chuẩn EU-GMP thông thường mất khoảng 2 năm, và việc xây dựng nhà máy dược tại Việt Nam thông thường mất khoảng 3-4 năm. Do đó lợi thế nhà máy chất lượng cao của Imexpharm sẽ được tiếp tục duy trì trong những năm tới.

YẾU TỐ RỦI RO

Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu

Nguyên vật liệu chiếm 47% trong cơ cấu chi phí của IMP trong đó chủ yếu từ nhập khẩu do đó biến động giá hoạt chất đầu vào (API) sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Diễn biến xấu đi của tình hình dịch bệnh đặc biệt tại Trung Quốc, Ấn Độ và châu Âu có thể ảnh hưởng đến nguồn cung API. Ngoài ra, doanh nghiệp trúng thầu cung cấp thuốc sẽ phải cung cấp loại thuốc này với số lượng lớn, thời gian cung ứng dài, địa bàn rộng, trong khi đó ngành dược nội địa gần như phụ thuộc nguyên liệu đầu vào. Khi biết doanh nghiệp trúng thầu phân phối thuốc, đơn vị cung cấp nguyên liệu đầu vào có thể tăng giá nguyên liệu. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, IMP đang tích cực tích lũy nguyên vật liệu để phòng ngừa rủi ro về giá nguyên vật liệu cũng như gián đoạn trong việc nhập khẩu nguyên liệu sản xuất. Bên cạnh đó Imp cũng đang đầu tư xây dựng nhà máy dược liệu để chủ động một phần nguồn nguyên liệu.

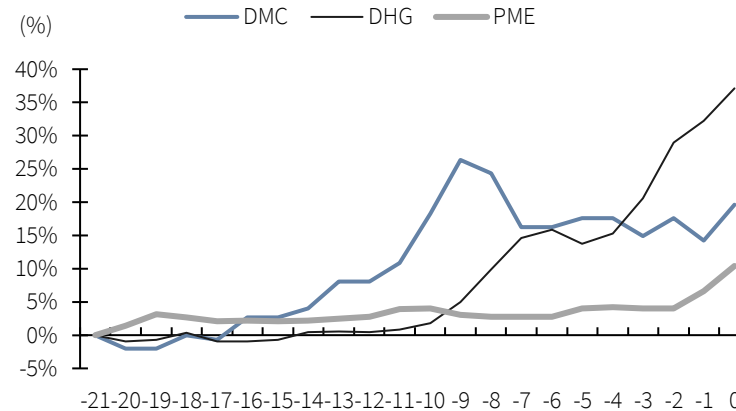
YẾU TỐ THEO DÕI

Khả năng Imexpharm rời room ngoại và có cổ đông chiến lược sẵn sàng mua trên 50%

IMP, DHG và PME là 3 doanh nghiệp dược trong nước sở hữu các nhà máy theo tiêu chuẩn EU – GMP hoặc Japan – GMP. Trong khi DHG và PME như ván đã đóng thuyền khi DHG đã bị thôn tóm bởi Taisho Pharmaceutical và PME bị thôn tóm bởi Stada Service Holding B.V thì IMP vẫn còn câu chuyện ở phía trước. Với việc sở hữu 3 nhà máy tiêu chuẩn EU – GMP, IMP có khả năng cao là mục tiêu đầy tiềm năng mà nhà đầu tư nước ngoài muốn thôn tóm nếu rời room ngoại. Năm 2020 tập đoàn đa ngành SK của Hàn Quốc đã nhận chuyển nhượng hơn 24% cổ phần và trở thành đối tác chiến lược của IMP.

Quan sát biến động giá cổ phiếu doanh nghiệp dược (cụ thể DHG, DMC và PME) trước thời điểm diễn ra M&A đều tăng mạnh (biểu đồ 8). Chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá tương tự sẽ diễn ra ở IMP nếu thương vụ được thực hiện. Dù vậy, ở thời điểm hiện tại chúng tôi chưa có thông tin cụ thể và yếu tố này mới dừng ở mức độ kỳ vọng cần quan sát thêm. Do đó chúng tôi chưa đưa yếu tố trên vào mô hình định giá.

Biểu đồ 9. Biến động giá cổ phiếu DMC, DHG và PME trước thời điểm M&A



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam
Chú thích: mốc 0 là thời điểm công bố thông tin M&A

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2021

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021 với lợi nhuận đạt 268.3 tỷ đồng (+27.9% YoY) và doanh thu 1712.1 tỷ đồng (+25.0% YoY), biên lợi nhuận gộp ở mức 41%. Trong đó doanh thu từ kênh ETC chiếm 48% trong tổng doanh thu. Lợi nhuận tích cực đến từ cải thiện doanh thu do nhu cầu phục hồi và giá trị trúng thầu gia tăng cùng với cơ cấu sản xuất các sản phẩm chất lượng cao. IMP gần đây đã ký hợp đồng vay 8 triệu USD từ ADB theo gói hỗ trợ lãi suất thấp trị giá 20 tỷ USD của ADB dành cho các doanh nghiệp châu Á chịu ảnh hưởng từ Covid-19, do đó chi phí lãi vay dự phóng tăng 87% yoy. Theo đó, FY21 EPS = 4,022 VNĐ, tăng 28% so với cùng kỳ.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với IMP, giá mục tiêu 79,300VNĐ/CP, tiềm năng tăng giá 24.7% so với mức giá đóng cửa ngày 26/02/2021, dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp so sánh P/E dựa trên tỷ lệ tương ứng 50/50 sau khi xem xét triển vọng kinh doanh cũng như các yếu tố rủi ro có thể phát sinh.

- Phương pháp so sánh P/E

Cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch với FY21 P/E bằng 15.8x, thấp hơn mức trung bình ngành là 16.4x. Tuy nhiên chúng tôi tin rằng với tiềm năng đã nêu trên, IMP xứng đáng được định giá cao hơn với mức FY21 P/E bằng 19x. Với FY 21 EPS là 4,022 VNĐ, mức giá hợp lý cho phương pháp so sánh P/E là 76,400VNĐ/CP.

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Đối với phương pháp định giá DCF, giá mục tiêu của IMP là 82,200 VNĐ. Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2021-2025 sẽ là giai đoạn tăng trưởng mạnh của IMP nhờ các nhà máy EU-GMP hoạt động với công suất cao nhằm khai thác lợi thế từ ưu tiên của Chính phủ với thuốc sản xuất trong nước và công ty đẩy mạnh nghiên cứu các sản phẩm chất lượng cao có thể thay thế thuốc nhập khẩu. Nhà máy IMP4 dự kiến sẽ hoàn thành cấp xét duyệt EU-GMP sau khi bị trì hoãn do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhhd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh
anhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbfkg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dầu khí – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.