

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2017

Mã giao dịch: IMP

Reuters: IMP.HM

Bloomberg: IMP.VN

Lợi nhuận sau thuế năm 2018 dự báo tăng mạnh 53,4% yoy

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **75.600**

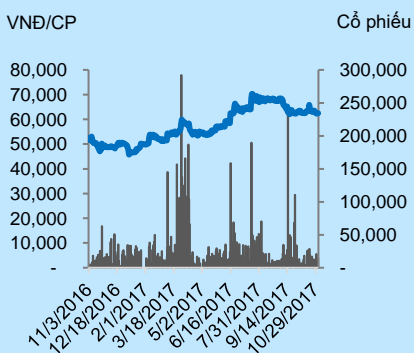
Giá thị trường (02/11/2017) 62.500

Lợi nhuận kỳ vọng 21%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	45.760-70.300
Vốn hóa	2.685 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	42.967.851
KLGD bình quân 10 ngày	12.441
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,3%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
IMP	26,6%	-0,2%	-7,0%	14,2%
VN-Index	24,0%	3,1%	7,7%	14,6%

KQKD Q3/2017 vẫn tăng trưởng tốt mặc dù tình hình đấu thầu kênh ETC chưa thực sự khả quan. Doanh thu thuần đạt 251 tỷ đồng tăng 16,5% yoy. LNST Q3/2017 đạt 29 tỷ đồng, +26,3% yoy.

Điều chỉnh giảm dự báo cho cả năm 2017. Mặc dù chúng tôi vẫn kỳ vọng vào đợt đấu thầu trong Q4/2017, thế nhưng mức tăng trưởng thực tế thấp hơn kỳ vọng buộc chúng tôi phải điều chỉnh giảm dự báo công suất của nhà máy. Như vậy, doanh thu thuần cả năm dự báo đạt 1.170 tỷ đồng (+15,8% yoy) và LNST khoảng 125 tỷ đồng (+23% yoy). EPS sau quỹ khen thưởng phúc lợi ~2.551 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E dự phóng là 24,5x.

Đánh giá tích cực đối với triển vọng kinh doanh năm 2018. Chúng tôi muốn lưu ý rằng việc xây dựng hoặc nâng cấp nhà máy dược phẩm lên GMP-EU đang là một thách thức lớn cho nhiều doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước và IMP là một trong số ít các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm có nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-EU. Do đó công ty có lợi thế hơn hẳn so với các đối thủ, đi đầu trong việc sản xuất thuốc chất lượng cao, cạnh tranh trực tiếp với thuốc nhập khẩu và dần dần thay thế thuốc ngoại/biệt dược gốc đã hết bản quyền. Đây là cơ sở để chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực đối với triển vọng tăng trưởng của IMP trong trung và dài hạn. Cho năm 2018, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tạo ra sự bứt phá về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể BVSC dự báo doanh thu thuần là 1.573 tỷ đồng (+34,5% yoy) và LNST là 195 tỷ đồng (+53,4% yoy).

Khuyến nghị đầu tư: Thông tin tiêu cực về VNPharma cùng những liên quan đến ngành dược phẩm dường như đã phần nào phản ánh vào sự sụt giảm của giá cổ phiếu ngành dược phẩm so với mức đỉnh thiết lập ở những tháng trước. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để nhà đầu tư xem xét thêm vào cổ phiếu dược có nền tảng cơ bản tốt ở mức giá hợp lý hơn.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu IMP dựa trên giá mục tiêu **75.600 đồng**, tăng 21% so với giá đóng cửa ngày 02/11/2017 là 62.500 đồng. EPS sau quỹ khen thưởng năm 2018 dự kiến ở mức 3.996 đồng/cổ phiếu, P/E forward ~15,6 lần.

Chúng tôi cho rằng rủi ro đầu tư lớn nhất đối với cổ phiếu IMP là sự thay đổi chính sách, pháp lý theo hướng bất lợi cho công ty. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung và dài hạn, sự tham gia của đối tác chiến lược mới hay câu chuyện tăng room sở hữu nước ngoài có thể mang lại mức tăng giá bất ngờ như DHG hay DMC.

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext 259

hathithuhang@baoviet.com.vn

KQKD Q3/2017 vẫn tăng trưởng tốt mặc dù tình hình đấu thầu kênh ETC chưa thực sự khả quan.

Kết thúc Q3/2017, IMP đạt 251 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 16,5% yoy. Đóng góp chính trong doanh thu vẫn là nhóm hàng sản xuất với tỷ trọng 89%, tăng 12% yoy. Doanh thu hàng nhượng quyền tăng gần 3 lần so với cùng kỳ, chiếm 15% doanh thu thuần. Giá nhập nguyên liệu được phẩm tăng cùng với việc tăng mạnh khuyến mại bằng hàng khiến biên lợi nhuận gộp giảm về mức 40.1% từ mức 42,6% ở Q3.2016. Điều này hàm ý rằng IMP đang thực hiện chính sách tăng cường khuyến mại để mở rộng doanh thu kênh OTC trong bối cảnh kênh ETC tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng. Điểm tích cực là lợi nhuận gộp vẫn tăng trưởng tốt, đạt 100 tỷ đồng, +9,6% yoy.

Tỷ lệ chi phí hoạt động (gồm chi phí bán hàng và quản lý) trên doanh thu trong Q3/2017 chỉ chiếm 25,2% doanh thu thuần, giảm 3,2% so với cùng kỳ năm trước. Theo đó, LNST Q3/2017 đạt 29 tỷ đồng, +26,3% yoy.

Như vậy, tính chung cho cả 3 quý, IMP đạt 751 tỷ đồng doanh thu thuần (+17% yoy) và 111 tỷ đồng LNST (+40% yoy), hoàn thành lần lượt 62% và 69% kế hoạch cả năm 2017. LNST 9 tháng đạt 89 tỷ đồng, tăng mạnh 39% yoy.

Chỉ tiêu tài chính (Tỷ VND)	Q32017	YoY	9M2017	YoY
Doanh thu thuần	251	16,5%	751	16,6%
Giá vốn hàng bán	150	21,6%	437	12,9%
Lợi nhuận gộp	101	9,6%	314	22,2%
Chi phí bán hàng	50	7,6%	155	14,3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	14	-9,4%	49	23,0%
LN từ HĐKD	37	25,9%	112	39,1%
LNST	29	26,3%	89	39,9%
<i>Biên gộp</i>	<i>40,1%</i>		<i>41,8%</i>	
<i>Biên ròng</i>	<i>11,6%</i>		<i>11,9%</i>	
<i>CPBH/DTT</i>	<i>19,8%</i>		<i>20,6%</i>	
<i>CPQL/DTT</i>	<i>5,4%</i>		<i>6,6%</i>	

(Nguồn BCTC IMP)

Điều chỉnh giảm dự báo cho cả năm 2017

Trong báo cáo phát hành lần trước, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST cả năm 2017 của IMP ở mức 1.267 tỷ đồng (+25,4% yoy) và 136 tỷ đồng (+35% yoy) dựa trên kỳ vọng tăng công suất nhà máy kháng sinh tiêm Penicilin và Cephalosporin khi IMP có thể tham gia đấu thầu thuốc nhóm 1 và 2 trong nửa cuối năm 2017. Tuy nhiên trên thực tế, IMP vẫn chưa tham gia đấu thầu thuốc vào hai nhóm này trên kênh ETC trong Q3/2017 do nhiều bệnh viện không có nhu cầu gọi thầu và thủ tục xin phép đấu thầu mất nhiều thời gian hơn dự kiến. Theo đó, doanh thu kênh ETC chỉ tăng trưởng 9% trong khi kênh OTC tăng trưởng 16,1% ở 9M2017. Mặc dù chúng tôi vẫn kỳ vọng vào những đợt đấu thầu trong Q4/2017, thế nhưng mức tăng trưởng thực tế thấp buộc chúng tôi phải điều chỉnh giảm dự báo công suất của nhà máy. Chi tiết cụ thể như sau:

Nhà máy	Dây chuyền	Dự báo công suất		Thay đổi
		Trước	Hiện tại	
Tiêm – Peni	Thuốc tiêm	10,00%	2,00%	-8%
Uống – Peni	Thuốc viên	50,00%	50,00%	0%
Tiêm – Cefa	Thuốc tiêm	20,00%	2,00%	-18%
Uống – Cefa	Thuốc viên	20,00%	15,00%	-5%
Non-Betalactam	Thuốc viên, Thuốc gói	75,00%	75,00%	0%

Theo đó trong bản báo cáo này chúng tôi điều chỉnh dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2017 thấp hơn so với trước đó như bảng bên dưới:

Chỉ tiêu tài chính (Tỷ VND)	Dự báo KQKD năm 2017		Thay đổi
	Trước	Hiện tại	
Doanh thu thuần	1.267	1.170	-7,7%
Giá vốn hàng bán	747	692	-7,4%
Lợi nhuận gộp	520	477	-8,2%
Chi phí bán hàng	259	239	-7,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	89	82	-7,7%
LN từ HĐKD	171	155	-9,1%
LNST	137	125	-8,8%

(Nguồn BVSC ước tính)

Như vậy, chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm có thể đạt 1.170 tỷ đồng (+15,8% yoy) và LNST khoảng 125 tỷ đồng (+23% yoy). EPS sau quý khen thưởng phúc lợi ~2.551 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E dự phóng là 24,5x

Đánh giá tích cực đối với triển vọng kinh doanh năm 2018

Chúng tôi muốn lưu ý rằng việc xây dựng hoặc nâng cấp nhà máy dược phẩm lên GMP-EU đang là một thách thức lớn cho nhiều doanh nghiệp sản xuất dược phẩm trong nước và IMP là một trong số ít các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm có nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-EU. Do đó công ty có lợi thế hơn hẳn so với các đối thủ, đi đầu trong việc sản xuất thuốc chất lượng cao, cạnh tranh trực tiếp với thuốc nhập khẩu và dần dần thay thế thuốc ngoại/biệt dược gốc đã hết bản quyền. Đây là cơ sở để chúng tôi đưa ra quan điểm tích cực đối với triển vọng tăng trưởng của IMP trong trung và dài hạn.

Cho năm 2018, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ tạo ra sự bứt phá về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Cụ thể BVSC dự báo doanh thu thuần là 1.573 tỷ đồng (+34,5% yoy) và LNST là 195 tỷ đồng (+53,4% yoy). Các giả định của chúng tôi như sau:

- Doanh thu tăng trưởng tốt nhờ công suất các nhà máy thuốc tiêm được khai thác hiệu quả khi nhu cầu thuốc đấu thầu tập trung do Bảo hiểm xã hội Việt Nam tổ chức dự kiến diễn ra từ năm 2018. Trong danh mục 5 hoạt chất thuốc đấu thầu tập trung, IMP có thể tham gia đấu thầu 3 hoạt chất (Ceftriaxon 1g, Cefepim 1g và Cefoperazon + sulbactam – 500mg+500gm) với quy mô gói thầu lên tới gần 500 tỷ đồng. Đối thủ cạnh tranh trực tiếp là các công ty nước ngoài với thuốc nhập khẩu có giá thường cao hơn khoảng 20-30% so với thuốc sản xuất trong nước của IMP. Do vậy cơ hội để công ty phục hồi doanh thu kênh ETC là khá lớn trong năm 2018 và những năm tiếp theo. Doanh thu kênh OTC kỳ vọng sẽ giữ được mức tăng trưởng khả quan khi các chính sách bán hàng của IMP ngày càng trở nên linh hoạt và cạnh tranh hơn thông qua các buổi hội thảo, hội nghị trực tiếp tới khách hàng.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ (i) tăng tỷ trọng thuốc có biên lợi nhuận cao và (ii) năng suất tăng lên giúp tiết giảm chi phí. Theo đó lãi gộp sẽ đạt 659 tỷ đồng, tăng 38,1% so với năm 2017.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý giả định khoảng 20,4% và 6,6% doanh thu thuần

EPS sau quý khen thưởng năm 2018~ 3.996 đồng/cổ phiếu, tương ứng P/E ~15,6 lần ở giá đóng cửa ngày 30/10/2017 là 62.300 đồng.

Chỉ số tài chính		2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu	Tỷ đồng	964	1.010	1.170	1.574
LNST	Tỷ đồng	93	101	124	195
EPS	VND	2.729	3.014	2.538	3.996
BV	VND	31.332	32.337	34.957	39.807
P/E	x	24,8	22,5	26,7	17,0
P/B	x	2,2	2,1	1,9	1,7

(Nguồn: IMP, BVSC dự báo)

Khuyến nghị đầu tư

Thông tin tiêu cực về VNPharma cùng những liên quan đến ngành dược phẩm dường như đã phần nào phản ánh vào sự sụt giảm của giá cổ phiếu ngành dược phẩm so với mức đỉnh thiết lập ở những tháng trước. Chúng tôi cho rằng đây là cơ hội để nhà đầu tư xem xét thêm vào cổ phiếu dược có nền tảng cơ bản tốt ở mức giá hợp lý hơn.

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu IMP dựa trên giá mục tiêu **75.600 đồng**, tăng 21% so với giá đóng cửa ngày 02/11/2017 là 62.500 đồng. EPS sau quỹ khen thưởng năm 2018 dự kiến ở mức 3.996 đồng/cổ phiếu, P/E forward ~15,6 lần.

Chúng tôi cho rằng rủi ro đầu tư lớn nhất đối với cổ phiếu IMP là sự thay đổi chính sách, pháp lý theo hướng bất lợi cho công ty. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng tích cực trong trung và dài hạn, sự tham gia của đối tác chiến lược mới hay câu chuyện tăng room sở hữu nước ngoài có thể mang lại mức tăng giá bất ngờ như DHG hay DMC.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu	964	1.010	1.170	1.574
Giá vốn	581	605	692	914
Lợi nhuận gộp	383	405	477	659
Doanh thu tài chính	18	9	14	31
Chi phí tài chính	15	12	14	19
Lợi nhuận sau thuế	93	101	124	195

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2015	2016	2017E	2018F
Tiền & khoản tương đương tiền	88	100	340	231
Các khoản phải thu ngắn hạn	303	367	425	572
Hàng tồn kho	246	235	280	354
Tài sản cố định hữu hình	348	435	706	911
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	49	61	61	61
Tổng tài sản	1.093	1.156	1.771	2.090
Nợ ngắn hạn	137	194	226	318
Nợ dài hạn	29	30	42	62
Vốn chủ sở hữu	907	936	1.502	1.711
Tổng nguồn vốn	1.093	1.156	1.771	2.090

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2015	2016	2017E	2018F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	7,5%	4,8%	15,8%	34,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	8,3%	8,9%	22,5%	57,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	39,7%	40,1%	40,8%	41,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,6%	10,0%	10,6%	12,4%
ROA (%)	8,5%	8,8%	7,0%	9,3%
ROE (%)	10,2%	10,8%	8,3%	11,4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	15,2%	19,3%	15,2%	18,2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	18,3%	23,9%	17,9%	22,2%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.729	3.014	2.538	3.996
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	31.332	32.337	34.957	39.807

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được tôi xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

lucvanluong@baoviet.com.vn**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn**Trương Sỹ Phú**

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn**Hà Thị Thu Hằng**

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn**Thái Anh Hào**

Hạ tầng Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn**Phạm Đắc Hoàng Minh**

Dệt may

phamdachoangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888