

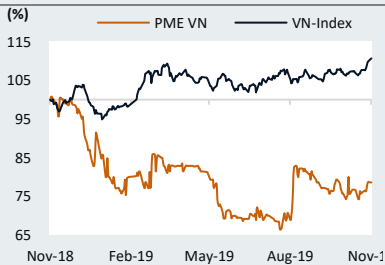
Được phẩm

Báo cáo lần đầu
November 14, 2019

(Update)	MUA
Target Price (12M, VND)	64,100
Share Price (13/11/19, VND)	55,000
Expected Return	16.5%

NP (19F, VNDbn)	307
Consensus NP (19F, VNDbn)	309
EPS Growth (19F, %)	-1%
Market EPS Growth (19F, %)	0%
P/E (19F, x)	15.4
Market P/E (19F, x)	14
VN INDEX	1,024.3
Market Cap (VNDbn)	4,126
Shares Outstanding (mn)	75
Free Float (%)	25.4
Foreign Ownership (%)	62.1
Beta (12M)	1.2
52-Week Low	44,700
52-Week High	70,500

(%)	1M	6M	12M
Absolute	3.8	8.9	-22.0
Relative	0.1	2.9	-33.1



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Được phẩm]

Thien Nguyen

+84 3910 2222 (#148)

thien.nd@miraeasset.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN PYMEPHARCO

(PME VN EQUITY)

Chờ ngày tăng tốc với nhà máy EU-GMP

Luận điểm đầu tư

Với việc nhà máy Dược EU-GMP Hoàng Văn Thụ đi vào hoạt động thương mại từ 4Q19, chúng tôi dự phóng FY20 PME sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ về doanh thu lẫn LNST, lần lượt đạt 2,095 tỷ đồng (+17.6% yoy) và 394 tỷ đồng (+28.2% yoy). Sự tham gia của dòng thuốc Non-Beta Lactam, PME đã gần như hoàn tất chuỗi giá trị sản phẩm, bao gồm hai dòng thuốc Beta và Non-beta, trong đó có đầy đủ các dạng bào chế như viên nang, thuốc tiêm, thuốc đặc trị etc. qua đó nâng vị thế PME trở thành công ty niêm yết có khả năng cạnh tranh mảng ETC tốt nhất thị trường. Với triển vọng doanh thu tăng trưởng cho tới năm 2022f đạt 2,626 tỷ đồng (+11.5% yoy), tương ứng với CAGR 2018f – 2022f: 10.2%, chúng tôi dự kiến thị phần của PME/dược niêm yết sẽ đạt 6% (vs. 4% năm 2015), và trở thành công ty đứng thứ hai thị trường về quy mô doanh thu và lợi nhuận.

Cập nhật KQKD 9M19

KQKD 9M19 của PME đã ghi nhận chứng kiến về tăng trưởng doanh thu 1,328 tỷ đồng (+7.9% yoy), nhưng chứng kiến sự suy giảm nhẹ về LNTT chỉ đạt 280 tỷ đồng (-1.7% yoy). Nguyên nhân đến từ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng mạnh lên 380 tỷ đồng (+18.6% yoy), khiến biên LNST giảm từ 18.5% năm FY18 về 17.2% năm 2019f. Chúng tôi cho rằng có hai lý do khiến PME tuy tăng doanh thu nhưng biên lợi nhuận co hẹp lại: (i). Chi phí phát sinh XDCB cho nhà máy EU-GMP mới, (ii) Chi phí bán hàng cả kênh ETC lẫn OTC tăng, đến từ việc các thuốc ETC của PME đã đạt đến giới hạn nhu cầu. Tuy nhiên, ngành Dược trong năm 2019 chứng kiến cảnh chững lại về mặt tăng trưởng doanh thu (ở mức -3%~3% yoy%), và cho 4Q19 chúng tôi dự phóng LNST của PME cũng chỉ ở mức 307 tỷ đồng (-1% yoy), tương đương LNST năm 2018.

Điểm mới

Dự phóng tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2020f-2025f với CAGR 8.1% yoy nhờ dòng thuốc Non-Beta Lactam. Chúng tôi dự phóng trong năm 2020f, nhà máy 2 chỉ hoạt động 30% công suất, nhưng đã có thể đóng góp 333 tỷ đồng doanh thu (15.9% tổng doanh thu 2020f). Vào các năm 2021f và 2022f, công suất nhà máy sẽ lần lượt đạt 45% và 50%, tương ứng với doanh thu lần lượt là 2,355 tỷ đồng (+12.4% yoy) cho năm FY21 và 2,626 tỷ đồng (+11.5% yoy) cho năm FY22.

Tiếp tục hưởng bởi các thông tin cho đấu thầu thuốc công, nhờ các sản phẩm được chuyển giao từ đối tác chiến lược Stada. Thông tin 15/2019/TT-BYT và Thông tin liên tịch 37/2017/TTLT-BYT-BTC đã mở rộng phạm vi đấu thầu thuốc ETC nội từ 146 dòng lên 640 dòng thuốc, đồng thời ưu tiên +5bps điểm đấu thầu cho thuốc nội địa. Với lợi thế từ các dòng thuốc được Stada chuyển giao, PME tiếp tục chiếm lợi thế khi đấu thầu với các dòng thuốc Non-Beta Lactam mới, ước tính đóng góp 580 tỷ đồng (33.9% tổng doanh thu 2021f).

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PME với mức định giá đạt **VND 64,100/cp (Upside: +16.5%)** dựa trên các luận điểm: (i) Nhà máy Dược Hoàng Văn Thụ chạy vận hành thương mại từ 1Q20, (ii) Dự phóng chi phí SG&A chỉ tăng 11% vào năm 2020f (vs. 17.6% tăng trưởng doanh thu), giúp cải thiện biên LNST từ 17.2% cho năm FY19 lên 18.8% cho năm FY20, (iii) cơ cấu tài chính khỏe mạnh, không nợ vay.

FY (Dec.)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F
Doanh thu (VNDbn)	1,309	1,508	1,622	1,675	1,781
Lợi nhuận H&KD (VNDbn)	234	284	330	360	366
Biên Lợi nhuận H&KD (%)	20.3%	21.5%	20.6%	22.7%	23.4%
LNST (VNDbn)	184	239	286	309	307
EPS (VND)	2,453	3,193	3,820	4,104	4,073
ROE (%)	14.0%	15.9%	17.7%	18.5%	17.2%
P/E (x)	5.4	6	7.7	14.2	15.7
P/B (x)	0.7	0.9	1.2	2.1	1.9
Tỷ suất cổ tức (%)	0%	0%	0%	42%	49%

Analysts who prepared this report are registered as research analysts in Korea but not in any other jurisdiction, including the U.S. PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu công ty Pymepharco (HOSE: PME) với mức giá mục tiêu **VND 64,100 (Upside: +16.5%)**. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF, dựa trên nền tảng PME là công ty dược có nền tảng tài chính khỏe mạnh, dòng tiền hoạt động dương và các sản phẩm có biên lợi nhuận cao.

Mô hình định giá trong giai đoạn 2019-2025 bao gồm các luận điểm chính: (1) chỉ tiêu cho Dược phẩm Việt Nam tăng trưởng ổn định ở mức CAGR 8.8% giai đoạn 2018 – 2028f ([Báo cáo tổng quan ngành Dược phẩm](#)) (2) Thông tư 15/2019/TT-BYT về đấu thầu ưu tiên các dòng thuốc EU-GMP sẽ thắng thầu nhóm 1 & 2 kênh ETC, hai nhóm có giá trị cao nhất (3) Thông tư 02/2017/TT-BYT và Thông tư liên tịch 37/2017/TTLT-BYT-BTC gia tăng tỷ lệ chi trả cho bảo hiểm y tế toàn dân, tạo động lực tăng trưởng cho nhóm thuốc kênh ETC.

Trong phương pháp định giá DCF, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng vĩnh viễn hợp lý (g) là 2%, chi phí vốn (WACC) là 16.1% (bao gồm lãi suất phi rủi ro 4.8%, lợi nhuận kỳ vọng thị trường là 10.3% và beta tương ứng 1.2). Dựa trên tất cả các yếu tố, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý của cổ phiếu PME theo phương pháp DCF là **VND 64,086/cp, tương ứng với P/E 2019f 15.7x**. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PME với mức **upside 16.5%**.

Bảng 1: Chi tiết định giá DCF của cổ phiếu PME

VND mn	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Vĩnh viễn
Doanh thu	1,780,888	2,095,185	2,355,265	2,626,848	2,828,335	-
EBIT	366,078	475,360	551,107	626,650	684,796	-
(-) Thuế	(76,734)	(98,403)	(113,814)	(128,470)	(141,032)	-
(+) D&A	60,961	62,480	65,463	71,823	77,274	-
(-) Thay đổi vốn lưu động	(48,870)	81,422	(248,176)	(147,705)	(82,270)	-
(-) Tổng mức đầu tư	(40,131)	(626,000)	(71,760)	(38,160)	(31,800)	-
Dòng tiền tự do	264,822	(101,810)	186,413	387,278	511,041	4,302,794
Yết tố chiết khấu	0.97	0.84	0.72	0.62	0.54	
NPV dòng tiền tự do	2,329,301				WACC	16.1%
NPV giá trị vĩnh viễn	1,985,728				g	2.0%
Giá trị công ty	4,315,029				r _f	4.80%
Tổng mức vay	-				Beta	1.20
Giá trị tổng số cổ phần	4,807,201				r _m	10.30%
# cổ phiếu	75,011,600				R _e	17.16%
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	VND 64,086				R _d	8.60%

Bảng 2: Cập nhật KQKD Quý 3 và 9M19

VND bn	3Q2019	3Q2018	% yoy	9M2019	9M2018	% yoy	Chú thích
Doanh thu thuần	454,153	402,625	12.8%	1,328,444	1,231,399	7.9%	Tăng trưởng 7.9% nhờ mảng ETC tăng trưởng 8.8%, tương đương 971 tỷ đồng
Giá vốn hàng bán	232,675	211,298	10.1%	672,428	641,262	4.9%	Nhập khẩu từ châu Âu và Mỹ nên ít bị ảnh hưởng bởi giá nguyên liệu Trung Quốc tăng mạnh sau khi chính phủ Trung Quốc siết chặt tiêu chuẩn môi trường
Lợi nhuận gộp	221,478	191,327	15.8%	656,015	590,138	11.2%	Lợi nhuận gộp tăng trưởng nhờ việc nguyên vật liệu tăng giá thấp, chủ yếu do các dòng thuốc ETC dùng nguyên liệu châu Âu, không bị ảnh hưởng lớn từ tăng giá NVL của Trung Quốc
Doanh thu hoạt động tài chính	1,716	4,952	-65.3%	9,579	23,031	-58.4%	Lãi tiền gửi thấp do tiền mặt dồn cho việc đầu tư nhà máy 2
Chi phí tài chính	1,850	2,867	-35.5%	5,645	7,358	-23.3%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	(784)	-	-	-	-	-	
Lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	
Chi phí bán hàng	110,445	92,464	19.4%	331,967	282,270	17.6%	Chi phí bán hàng và QLDN tăng mạnh do phải đăng ký các dòng thuốc chuẩn bị cho nhà máy hai, cũng như đẩy mạnh công tác mở rộng kênh OTC và ETC.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	18,635	12,493	49.2%	48,849	38,919	25.5%	
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	92,264	88,455	4.3%	279,135	284,622	-1.9%	Chi phí đầu thầu tăng mạnh, trong bối cảnh các dòng thuốc Beta Lactam, gốc Cefa, chịu sự cạnh tranh từ Thái Lan và Ấn Độ khiến EBIT giảm. Chi phí chuẩn bị cho nhà máy mới, bao gồm thuốc chất lượng cao, đăng ký mã số cũng khiến EBIT bị hao mòn.
Thu nhập khác	444	62	616.1%	1,166	562	107.5%	
Chi phí khác	4	9	-55.6%	84	163	-48.5%	
Lợi nhuận khác	440	53	730.2%	1,083	399	171.4%	
Lợi nhuận hoặc lỗ trong công ty liên kết (trước 2015)	-	-	-	-	-	-	
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	92,704	88,508	4.7%	280,219	285,021	-1.7%	Chi phí cho đầu thầu tăng mạnh, đồng thời nhà máy mới yêu cầu các chi phí chuẩn bị lớn đã khiến LNTT doanh nghiệp suy giảm nhẹ bất chấp việc kênh ETC vẫn có sự tăng trưởng về doanh thu.
Chi phí thuế TNDN	18,541	17,608	5.3%	56,091	57,004	-1.6%	
Lợi nhuận sau thuế	74,163	70,900	4.6%	224,128	228,017	-1.7%	

Source: Finpro, PME FS, MAS Research

Luận điểm đầu tư

1. Tiếp tục hưởng lợi từ chính sách ưu tiên dùng thuốc nội địa trong đấu thầu thuốc kênh ETC

a. Doanh thu dây chuyền Cephalosrin cũ đã gần đạt ngưỡng giới hạn trúng thầu ETC – kỳ vọng tăng trưởng doanh thu 15%/yoy từ năm 2020f nhờ vào nhà máy Dược Hoàng Văn Thụ

Tăng trưởng doanh thu FY18 giảm tốc còn 3.6% do đã đạt tới điểm bão hòa thị trường ETC. Hiện tại, doanh thu của PME đang trong tình trạng giảm tốc tăng trưởng, từ mức CAGR 2014-16 đạt 9.5% xuống còn 3.6% giai đoạn 2016-2018 (Doanh thu 2018: 1,771 tỷ đồng; +3.2% yoy). Chúng tôi cho rằng có 2 nguyên nhân chính dẫn đến việc tăng trưởng chậm lại của PME: 1. Nhà máy thuốc tiêm đã đạt đến ngưỡng giới hạn tăng trưởng ở mảng thuốc đấu thầu ETC, 2. Sự cạnh tranh về giá của dòng thuốc tiêm đến từ các nước như Thái Lan, Malaysia, Ấn Độ etc. khiến dây chuyền thuốc tiêm khó có thể tăng trưởng nếu không thay đổi dòng sản phẩm. Mặc dù công suất thực tế của các dây chuyền thuốc viên và thuốc tiêm còn nhiều dư địa (hiện tại sản xuất chỉ ở mức 23% công suất cho thuốc tiêm và 83% công suất cho thuốc viên), nhưng chúng tôi đánh giá thấp khả năng tăng trưởng của nhà máy, nguyên nhân chính đến từ việc thiếu kênh phân phối thuốc OTC, thể hiện rõ rệt bởi tăng trưởng của PME chủ yếu đến từ kênh ETC trong giai đoạn 2014 – 2018. Ngoài ra, các sản phẩm của PME chủ yếu là các dòng kháng sinh họ Cefea, vốn là thuốc kê đơn, nên sẽ rất khó để có thể bán đại trà ở kênh OTC như các dòng thuốc của DHG.

Bảng 3: Công suất hiện tại/thiết kế của nhà máy Pymepharco 1

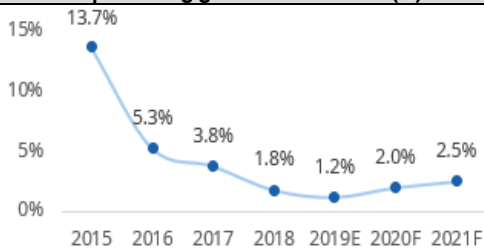
STT	Nhà máy	Dòng sản phẩm	Tiêu chuẩn	Công suất thiết kế	Công suất thực tế (1H19)
1	Nhà máy thuốc viên			1,380,000,000	
	+	Xưởng Beta Lactam viên	EU-GMP	300,000,000	73%
	+	Xưởng Non-Beta Lactam 1 & 2	WHO-GMP	1,000,000,000	95%
	+	Xưởng Nang mềm	WHO-GMP	80,000,000	75%
2	Nhà máy sản xuất thuốc tiêm				
	+	Xưởng thuốc bột pha tiêm dòng kháng sinh Cephalosporin	EU-GMP	12,000,000	50%
	+	Xưởng thuốc tiêm đông khô	WHO-GMP	5,000,000	26%
	+	Xưởng dung dịch tiêm	WHO-GMP	24,000,000	21%
3	Nhà máy Dược Hoàng Văn Thụ				
	+	Thuốc viên Non-Beta Lactam	EU-GMP	1,200,000,000	1Q2020

Source: Finpro, PME FS, MAS Research

b. Dự phóng chi tiêu cho Y tế tiếp tục tăng trưởng trên 6%/năm đến từ nhu cầu thị trường và thay đổi phương thức thanh toán bảo hiểm

Thông tư 02/2017/TT-BYT và thông tư liên tịch 37/2017/TTLT-BYT-BTC làm tăng mạnh chi phí BHYT. Nội dung chính của thông tư bao gồm việc thay đổi quy định thống nhất giá dịch vụ khám bệnh, chữa bệnh bảo hiểm y tế giữa các bệnh viện cùng hạng trên toàn quốc và quy định mức tối đa khung giá dịch vụ khám bệnh, chữa bệnh không thuộc phạm vi thanh toán của Quỹ bảo hiểm y tế trong các cơ sở khám bệnh. Đồng thời, bộ yêu cầu các bệnh viện phải tự chủ tài chính, do đó, đã có sự tăng giá từ 10%-30% chi phí khám chữa bệnh ở các địa phương, dẫn đến CPI của ngành Y tế và Dược tăng mạnh trong năm 2016 và 2018. Ngược lại, chúng tôi cho rằng chính sách đấu thầu tập trung và công khai chi phí chữa bệnh đã trực tiếp đã giúp tiết giảm từ 10% - 20% chi phí đầu thầu, đồng thời tăng tính minh bạch trong việc chi trả chi phí bảo hiểm Y tế (Bảng 1).

Hình 1: Dự báo tăng giá thuốc kênh ETC (%)



Source: IMS Health, MAS Research

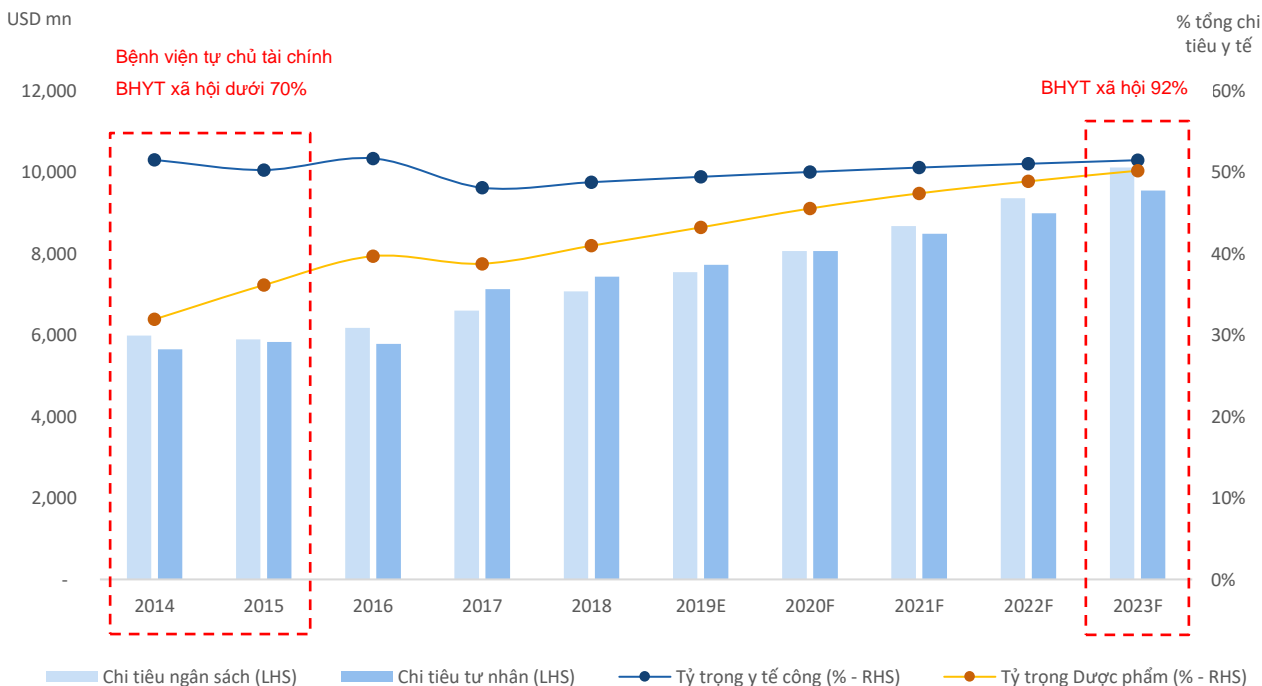
Bảng 4: CPI trung bình của nhóm Dược phẩm và Y tế

CPI theo nhóm	2016	2017	2018	9M2019
Dịch vụ y tế & thuốc	5.30%	2.55%	5.76%	-0.10%
Dịch vụ y tế	6.93%	3.72%	7.53%	0%
Tổng CPI	4.74%	3.53%	3.54%	2.50%

Source: GSO, MAS Research

Dự phóng tỷ trọng Dược phẩm trong chi phí Y tế đạt 50.1% vào năm 2023f. Việc thông tư liên tịch 37 và thông tư 15/2019/BYT về chính sách đấu thầu là hai tác nhân chính thay đổi cơ bản về việc tăng sản lượng tiêu thụ thuốc. Vấn đề đấu thầu thuốc sẽ được đề cập sâu hơn ở "[Báo cáo về ngành Dược Việt Nam](#)". Về thông tư liên tịch 37/2017/TTLT-BYT-BTC, chúng tôi đánh giá đã làm thay đổi rõ rệt về cơ cấu chi trả dịch vụ Y tế và Dược phẩm. Với việc niêm yết giá dịch vụ Y tế công, quỹ BHYT được minh bạch hơn, qua đó giúp cân đối nâng tỷ lệ chi trả cho Dược phẩm. Ngoài ra, việc bộ Y tế tiếp tục đẩy mạnh BHXH toàn dân sẽ tiếp tục diễn ra. Do đó, mức bao phủ của BHYT xã hội sẽ đạt 92% vào năm 2023f (vs. 85% trong năm 2018e). Với mức bao phủ lớn của BHXH, đi kèm với mức giá công khai của dịch vụ Y tế công sẽ tạo động lực tăng trưởng cho việc chi trả cho Dược phẩm. Chúng tôi dự phóng vào năm 2023f, tổng chi tiêu Y tế và Dược phẩm đạt 19.6 tỷ USD (+7.15% yoy), trong đó chi tiêu cho Dược phẩm đạt 9.8 tỷ USD (+8.9% yoy), chiếm 50.1% tổng chi tiêu (Hình 2).

Hình 2. Dự phóng tổng hợp chi tiêu Y tế bao gồm chi tiêu cho Dược phẩm (Công lập & tư nhân)

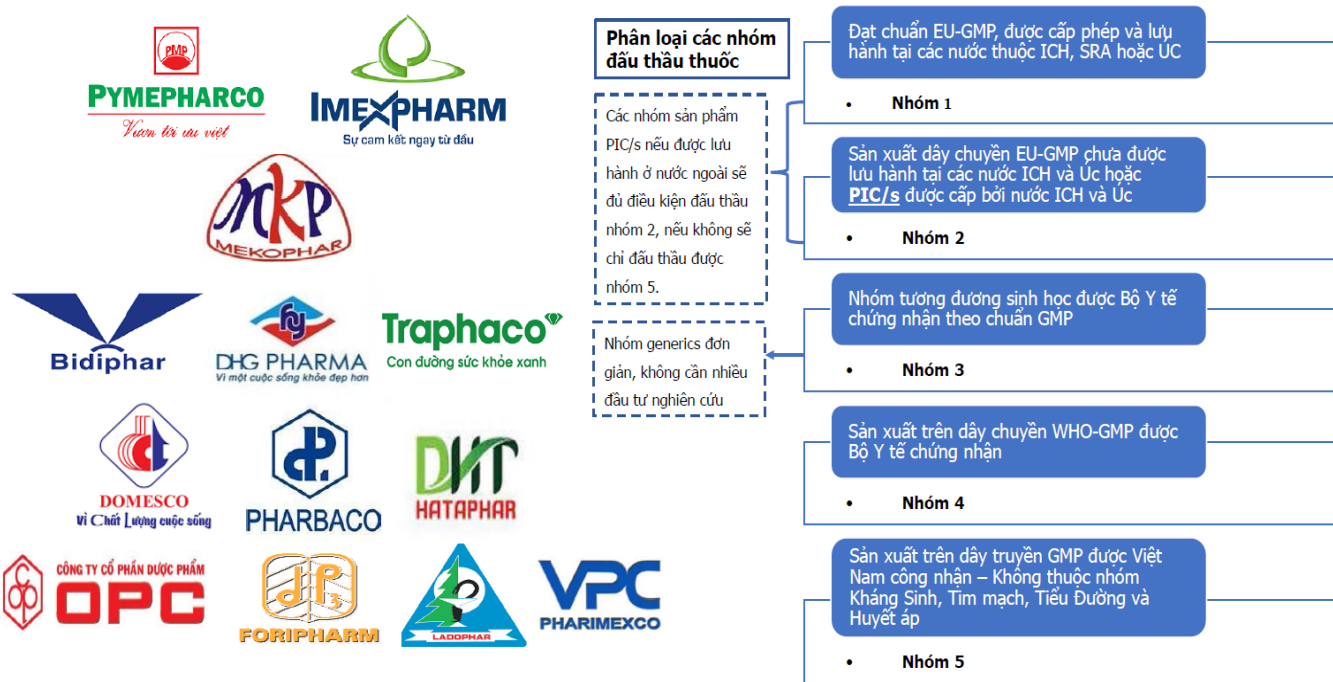


Source: IMS Health, IQVIA, World Bank Vietnam, MAS Research

c. Thông tư 15/2019/TT-BYT chính thức quy định các dòng thuốc EU-GMP sẽ được ưu tiên đấu thầu vào nhóm 1 & 2 kênh ETC

Thông tư 15/2019/TT-BYT ưu tiên các dòng thuốc EU-GMP và PIC/s. Chúng tôi đánh giá việc thay đổi chính sách đấu thầu, bắt nguồn từ dự thảo thông tư 02/2016/TT-BYT đã thay đổi cơ bản khả năng đấu thầu của các công ty Dược nội địa. Với chính sách đấu thầu mới, các công ty có nhà máy EU-GMP và PIC/s đã được đưa lên nhóm 1 & 2 với giá đấu thầu cao hơn các nhóm 3,4 và 5 từ 20%-100%. Trong đó, chúng tôi nhận thấy chỉ có ba công ty có khả năng cạnh tranh với các công ty Dược nước ngoài khác, bao gồm Pymepharco (Hose: PME), Imexpharm (Hose: IMP) và Mekophar (Upcom: MKP).

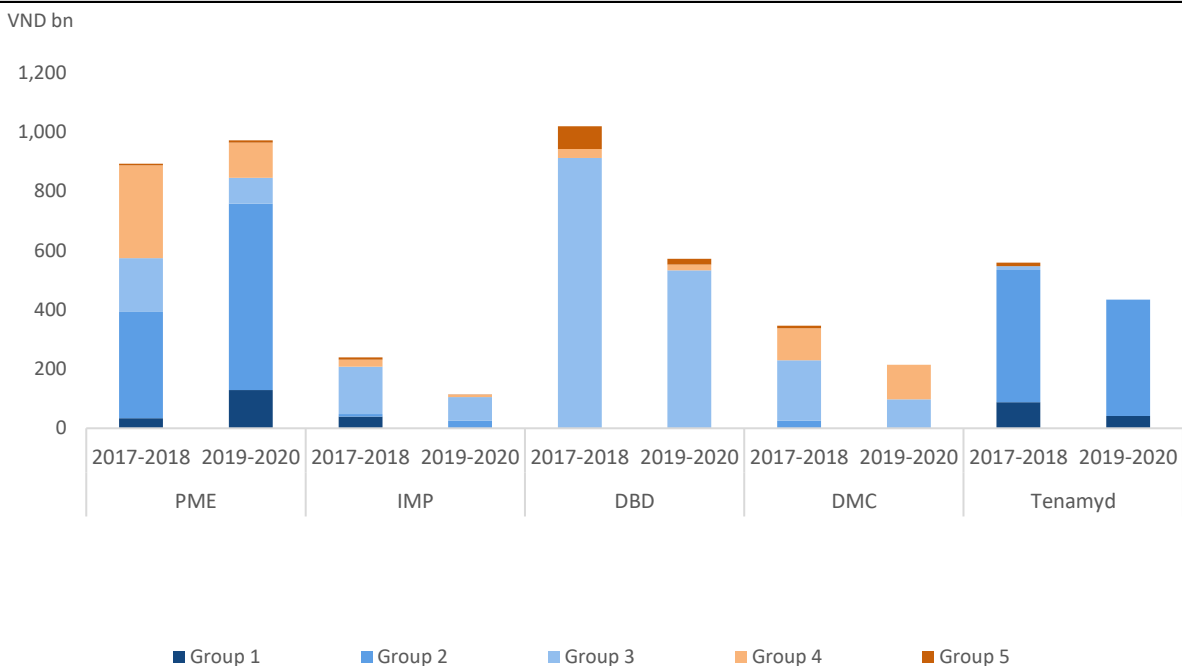
Hình 3. Tóm tắt chính sách đấu thầu mới



Source: Ministry of Health, Thuvienphapluat, MAS Research

Kết quả đấu thầu 9M2019, PME là doanh nghiệp duy nhất có tổng giá trị trúng thầu 971 tỷ đồng, cao hơn giá trị trúng thầu 892 tỷ đồng của giai đoạn 2017 – 20218. Việc chính thức thông qua luật đấu thầu thuốc đã thay đổi cơ bản vị thế các doanh nghiệp Dược. Chúng tôi đánh giá nhóm 1 kênh ETC và biệt dược gốc sẽ bị chi phối hoàn toàn bởi các doanh nghiệp ngoại như Sanofi, Merck, GSK, Roche hay J&J etc. Trừ các dòng thuốc đặc biệt của Imexpharm hay Pymepharco đã được lưu hành ở Tây Ban Nha và Đức, toàn bộ các dây chuyền EU-GMP hay PIC/s của các công ty dược phẩm niêm yết chỉ có thể đấu thầu ở nhóm 2 & 3. Chúng tôi nhận thấy kết quả đấu thầu ETC 9M19 cho giai đoạn 2019f – 2020f có sự suy giảm mạnh, tiêu biểu như DBD chỉ đạt 572 tỷ đồng (-51.5% vs VND 1,179bn giai đoạn 2017 – 2018), IMP đạt 112 tỷ đồng (-53% vs 239 tỷ đồng giai đoạn 2017 – 2018). **Duy nhất PME vẫn duy trì được sự tăng trưởng 8.8%, tương ứng với doanh thu ETC 971 tỷ đồng,** trong bối cảnh kết quả đấu thầu 4Q19 chưa được ghi nhận. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của các dòng thuốc Beta Lactam của PME, có thể tiếp tục thúc đẩy doanh thu PME tăng trưởng 5%-7% trong trường hợp dòng thuốc Non-Beta Lactam chưa thể trúng thầu trong giai đoạn 2020f – 2021f. Chúng tôi cho rằng với sự bổ sung các dòng thuốc EU-GMP Non-Beta Lactam từ nhà máy Hoàng Văn Thụ, doanh thu năm 2020f của PME sẽ đạt 2,095 tỷ đồng (+17.6% yoy), trong đó doanh thu từ nhà máy mới đóng góp 15.9% tổng doanh thu 2020f, tương ứng 333 tỷ đồng.

Hình 4: Kết quả đấu thầu kênh ETC năm giai đoạn 2017 – 2018 và 2019f – 2020f (Kết quả cho tới 9M2019)



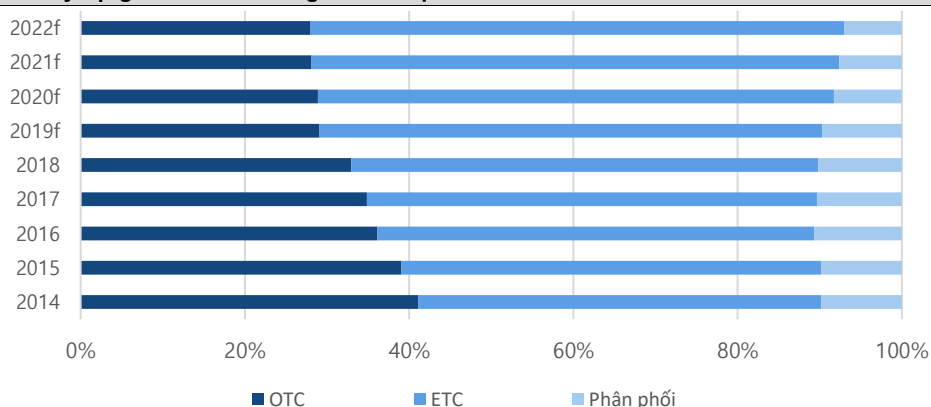
Source: DAV, Bộ Y tế, MAS Research

2. Kỳ vọng nhà máy Dược phẩm EU-GMP Hoàng Văn Thụ tạo động lực tăng trưởng 15%/yoy từ năm 2020f

a. Dự phóng tỷ trọng kênh ETC sẽ chiếm 63%/tổng doanh thu vào năm 2020f (vs 49% năm 2014), tương ứng 1,319 tỷ đồng

Nhà máy Dược Hoàng Văn Thụ bổ sung dòng thuốc Non-Beta Lactam, khép kín chuỗi sản phẩm của PME. Trong năm 2020f, sẽ có ít nhất 3 dây chuyền Non-beta Lactam đưa vào vận hành thử nghiệm, đến từ hai đối thủ cạnh tranh trực tiếp là Dược Bình Định và Imexpharm. Tuy nhiên, nhóm thuốc của Dược Bình Định hướng đến là nhóm thuốc Ung Thư, còn Imexpharm hiện tại chưa có kinh nghiệm sản xuất các dòng thuốc Non-Beta Lactam tiêu chuẩn EU-GMP, cũng như không có sự hỗ trợ từ chuyển giao sản phẩm từ đối tác chiến lược nước ngoài. Do đó, thời gian để kiểm chứng chất lượng và có khả năng cạnh tranh đấu thầu sẽ kéo dài ít nhất là 18 tháng sau ngày khánh thành. Các nhà máy của DBD và IMP sẽ chính thức vận hành vào 4Q2020, chúng tôi dự phóng cho đến cuối 4Q21, IMP và DBD mới có khả năng đấu thầu các dòng kháng sinh Non-Beta Lactam ở kênh ETC. Chúng tôi cho rằng các đối thủ chính của PME khi đấu thầu kênh ETC vẫn chủ yếu là dòng thuốc ngoại nhập hoặc từ Tenamyd. Do đó, chúng tôi cho rằng PME vẫn có lợi thế về giá khi đấu thầu ở mảng ETC, đồng thời chịu ít rủi ro từ các đối thủ nội địa.

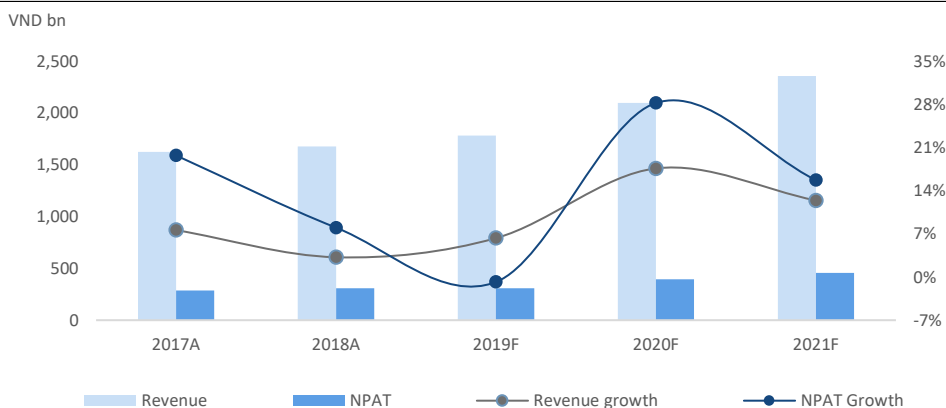
Hình 5: Tỷ trọng các kênh bán hàng của PME qua các năm



Source: Virac, Euro Monitor, MAS Research

Dự phóng doanh thu FY20 đạt 2,095 tỷ đồng (+17.6% yoy), trong đó nhà máy EU-GMP Non-Beta Lactam đóng góp 333 tỷ đồng (15.9% tổng doanh thu). Chúng tôi dự đoán nhà máy Dược EU-GMP sẽ cung cấp các dòng thuốc viên Non-Beta Lactam cho kênh OTC và ETC từ 4Q19, qua năm 2Q2020f sẽ cung cấp thêm dòng thuốc đặc trị - kháng sinh và thuốc tiêm. Dự phóng doanh thu của PME trong năm 2019f và 2020f lần lượt đạt 1,788 tỷ đồng (+6.3% yoy) và 2,095 tỷ đồng (+17.6% yoy). LNST tương ứng lần lượt đạt 306.9 tỷ đồng (-1% yoy) cho năm FY19 và 393 tỷ đồng (+28.2% yoy) cho năm FY20. Chúng tôi cho rằng việc chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng đột biến trong năm 2019f (SG&A FY19: 499 tỷ đồng; +12% yoy) đến từ việc đầu tư cho nhà máy mới, bao gồm chi phí quản lý, nhân lực etc. và các chi phí chuẩn bị cho các dòng thuốc sắp ra mắt của nhà máy Dược Hoàng Văn Thụ. Chúng tôi dự phóng chi phí SG&A trong năm FY20 chỉ tăng 11%, tương ứng 553 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng 17.6% doanh thu FY20 sẽ giúp cải thiện biên LNST của PME từ mức 17.2% cho năm 2019f lên mức 18.8% vào năm 2020f.

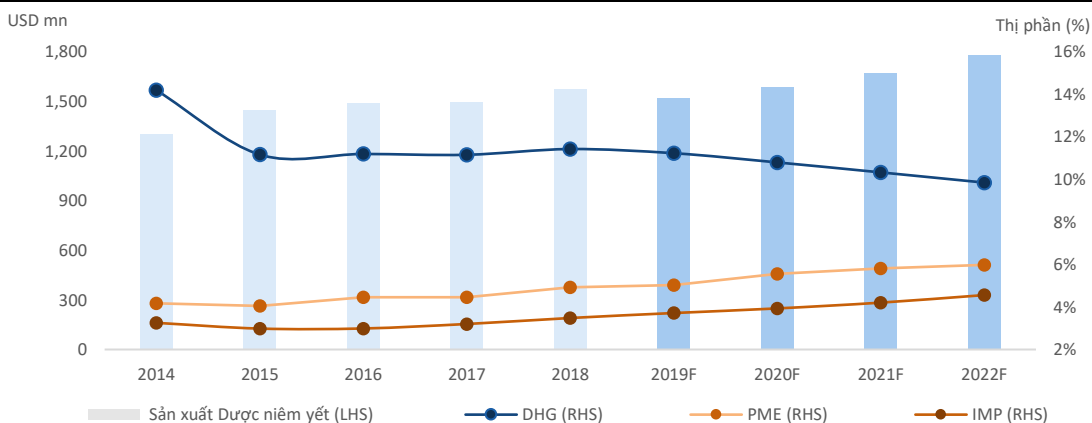
Hình 6: Dự phóng tăng trưởng doanh thu và LNST của PME giai đoạn 2017 – 2021f



Source: Finnpro, MAS Research

Dự phóng PME chiếm 6% thị phần của các công ty Dược phẩm niêm yết vào năm 2022f (vs. 4% thị phần năm 2015). Hiện nay, tổng doanh thu của 49 doanh nghiệp sản xuất dược niêm yết đạt USD 1.567bn (+5.3% yoy) cho năm FY18, nhưng chúng tôi dự phóng sẽ có sự suy giảm nhẹ về mặt doanh thu của cả ngành trong năm FY19, tương ứng USD 1.512bn (-3.9% yoy), nguyên nhân đến từ sự cạnh tranh khốc liệt của các dòng thuốc giá rẻ ngoại nhập (Báo cáo ngành Dược phẩm). Bất chấp việc tăng trưởng doanh thu cả ngành suy giảm âm 3.9% trong dự phóng năm 2019f, PME vẫn duy trì được mức doanh thu 1,780 tỷ đồng (+6.3% yoy), tương ứng với 5% thị phần. Chúng tôi dự phóng với nhà máy mới, PME tiếp tục duy trì tăng trưởng ở mức CAGR 9.4% giai đoạn 2018 – 2022f (Doanh thu FY22: 2,626 tỷ đồng; +11.5% yoy), tương ứng với thị phần 6% (vs. 4% thị phần ở FY15). Chúng tôi đánh giá trong số các công ty Dược phẩm niêm yết, PME sẽ tiếp tục là công ty dược dẫn đầu về tốc độ chiếm lĩnh thị phần trong giai đoạn 2018 – 2022f nhờ các dòng thuốc chất lượng EU-GMP và tương đương sinh học được triển khai từ 4Q19.

Hình 7: Tổng doanh thu và thị phần các công ty sản xuất Dược niêm yết



Source: Finnpro, MAS Research

CTCP Pymepharco (PME VN/MUA)

Comprehensive Income Statement (Summarized)

(VNDbn)	2019F	2020F	2021F	2022F
Revenue	1,781	2,095	2,355	2,627
Cost of Sales	-915	-1,066	-1,197	-1,340
Gross Profit	866	1,029	1,158	1,287
SG&A Expenses	-499	-553	-607	-660
Operating Profit	366	475	551	627
Non-Operating Profit	1.811	1.895	1.982	2.073
Net Financial Income	16	15	16	14
Pretax Profit	384	492	569	642
Income Tax	-77	-98	-114	-128
Net Profit	307	394	455	514
EPS (VND)	4,073	5,228	6,049	6,830

Growth & margins (%)

Revenue growth	6.3%	17.6%	12.4%	11.5%
Gross profit growth	7.3%	18.9%	12.6%	11.1%
EBIT growth	1.7%	29.9%	15.9%	13.7%
Net profit growth	-0.8%	28.2%	15.7%	12.9%
EPS growth	-0.8%	28.3%	15.7%	12.9%
Gross margin	48.6%	49.1%	49.2%	49.0%
EBIT margin	20.6%	22.7%	23.4%	23.9%
Net profit margin	17.2%	18.8%	19.3%	19.6%

Statement of Financial Condition (Summarized)

(VNDbn)	2019F	2020F	2021F	2022F
Current Assets	199	1,179	1,452	521
Cash and Cash Equivalents	150	1122	1393	407
AR & Other Receivables	49	57	59	113
Inventories	0	0	0	1
Other Current Assets	0	0	0	0
Non-Current Assets	1,918	1,641	1,949	2,863
Net fixed assets	564	555	519	572
Investments	876	466	392	392
Other long-term assets	478	620	1,038	1,899
Total Assets	2,117	2,820	3,401	3,384
Current Liabilities	130	304	332	248
AP & Other Payables	47	55	72	84
Short-Term Financial Liabilities	71	105	7	7
Other Current Liabilities	12	144	253	157
Non-Current Liabilities	1,684	2,136	2,480	2,658
Total Liabilities	1,814	2,440	2,812	2,906
Controlling Interests	302	380	589	478
Capital Stock	160	160	160	160
Treasury Shares	0	0	0	0
Funds	30	50	78	73
Retained Earnings	112	170	351	245
Non-Controlling Interests	0.0	0.0	0.0	0.0
Stockholders' Equity	302	380	589	478
BVPS (VND)	132,284	176,241	212,571	211,513

Cash Flows (Summarized)

Cash Flows from Op Activities	309	524	264	430
Net Profit	307	394	455	514
Depr. & amortization	61	62	65	72
Others	-9,469	-8,856	-9,589	-8,175
Chg in Working Capital	-49	77	-247	-147
Cash Flows from Inv Activities	-24	-611	-46	-16
Capital expenditures	-40	-626	-72	-38
Others	15,781	15	25	23
Cash Flows from Fin Activities	-150	-225	-263	-300
Dividends	-150	-225	-263	-300
Increase in equity	-	-	-	-
Increase in debt	-	-	-	-
Beginning Balance	357	492	180	135
Ending Balance	492	180	135	249

Forecasts/Valuations (Summarized)

P/E (x)	15.7	12.2	10.6	9.4
P/CF (x)	15.5	9.2	18.2	11.2
P/B (x)	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	10.70	8.50	7.40	6.50
EPS (VND)	4,073	5,228	6,049	6,830
CFPS (VND)	6,986	3,519	5,734	7,282
BPS (VND)	30,361	33,292	36,432	39,956
DPS (VND)	2,168	3,252	3,794	4,336
Payout ratio (%)	49%	57%	58%	58%
Dividend Yield (%)	3%	5%	6%	7%
Accounts Receivable Turnover (x)	109.00	105.00	105.00	106.00
Inventory Turnover (x)	165.00	169.00	176.00	176.00
Accounts Payable Turnover (x)	54.00	54.00	52.00	51.00
ROA (%)	13.2%	15.5%	16.4%	16.9%
ROE (%)	17.2%	18.8%	19.3%	19.6%
Liability to Equity Ratio (%)	19.4%	20.3%	20.4%	20.7%
Current Ratio (%)	560.0%	400.0%	420.0%	440.0%
Net Debt to Equity Ratio (%)	30.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Interest Coverage Ratio (x)	58.00	80.50	86.20	115.00

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Stock Ratings	Industry Ratings
Buy : Relative performance of 20% or greater	Overweight : Fundamentals are favorable or improving
Trading Buy : Relative performance of 10% or greater, but with volatility	Neutral : Fundamentals are steady without any material changes
Hold : Relative performance of -10% and 10%	Underweight : Fundamentals are unfavorable or worsening
Sell : Relative performance of -10%	

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (→), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo.

APPENDIX 2

Bảng 4: Danh sách các nhà máy đủ chuẩn đầu thầu nhóm 1 & 2 tại Việt Nam

Danh sách nhà máy EU-GMP	Chứng loại	Tiêu chuẩn/Nhóm trúng thầu		
Sanofi-Synthelabo Vietnam Pharmaceutical Shareholding Company	*Thuốc không vô trùng: Thuốc dùng ngoài dạng lỏng.	PIC/S GMP		2
Stada - VN Joint Venture Coporation Ltd.	* Thuốc không vô trùng: Viên nang cứng; viên nén (bao gồm cả viên bao); viên sủi.	EU-GMP		2
	8 dòng sản phẩm đang lưu hành ở Đức		1	
Tenamyd Pharmaceutical Corporation	* Thuốc vô trùng: + Thuốc sản xuất vô trùng: Thuốc bột pha dung dịch tiêm chứa kháng sinh nhóm β -lactam.	EU-GMP		2
Pymepharco Joint Stock Company	Thuốc không vô trùng chứa kháng sinh nhóm Cephalosporin: Viên nang cứng; viên nén bao phim.	EU-GMP		2
	* Thuốc sản xuất vô trùng: thuốc bột và dung môi pha dung dịch tiêm chứa Cephalosporin.	EU-GMP		
	* Sản phẩm: - Viên nang cứng Cefaclor Stada 500mg Capsules - Viên nén bao phim Cepoxitil 200	EU-GMP	1	
	Nhà máy Non-Betalactam đã đưa vào chạy thử từ tháng 7/2019, công suất 1,2 tỷ viên, đang chờ xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP cho nội địa.			2
Korea United Pharm Int'l JSC.	* Thuốc không vô trùng: Viên nén bao phim chứa Metformin HCl 500mg.	PIC/S GMP		2
Imexpharm Corporation	* Thuốc vô trùng: + Thuốc sản xuất vô trùng: thuốc dạng rắn và cấy ghép chứa kháng sinh nhóm beta-lactam; * Thuốc không vô trùng: viên nang cứng chứa kháng sinh nhóm beta-lactam	EU-GMP		2
	* Sản phẩm được xét nhóm thầu 1 (lưu hành tại Bồ Đào Nha): + Thuốc bột pha tiêm IMETOXIM 1g (Cefotaxim (dưới dạng Cefotaxim natri) 1g)		1	
	Nhà máy Dược CNC IMP xây dựng ở Bình Dương, công suất 59.3 triệu đơn vị/năm, dự kiến khánh thành Q1/2020, sản xuất các dòng thuốc đặc trị.			2
	Nhà máy Dược CNC Vĩnh Lộc, sản xuất thuốc kháng sinh, công suất 250 triệu đơn vị/năm, dự kiến khánh thành Q1/2020.			2

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan
12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai
200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila
Olímpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
