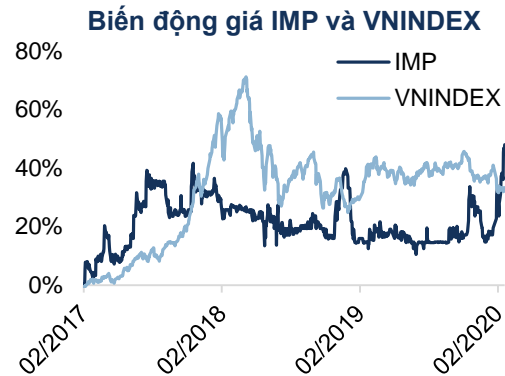


**NGÀNH: DƯỢC PHẨM**
**Ngày 28 tháng 02 năm 2020**
**CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)**
**Nguyễn Vũ Cường**

Chuyên viên phân tích

 Email: [cuongnv2@fpts.com.vn](mailto:cuongnv2@fpts.com.vn)

Tel.: (+84) 24 3773 7070 – Ext.: 4309


**Thông tin giao dịch ngày 28/02/2020**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	58.300
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	62.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	46.200
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	49,42
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	49,39
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	113.678
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.057,1
EPS trailing (VNĐ/cp)	3.288,0
P/E trailing	17,7x

**Thông tin doanh nghiệp**

Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 4, Đường 30/4, P.1, TP. Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Các sản phẩm Tân dược
Lợi thế cạnh tranh	Các dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu dược phẩm

**Cơ cấu cổ đông ngày 28/02/2020**

Tổng CT Dược Việt Nam-CTCP	22,8%
KWE Beteiligungen AG	14,3%
Ban Lãnh đạo	3,1%
Cổ đông nước ngoài khác	34,1%
Cổ đông trong nước khác	25,7%

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG 2019-2020**
**I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2019**

**Tổng doanh thu năm 2019 của Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm (IMP) đạt 1.428,2 tỷ đồng (+15,7% yoy)**, đạt 98,5% kế hoạch. Trong đó, doanh thu từ kênh ETC đạt 416,2 tỷ đồng (+115,8% yoy), tăng tỷ trọng doanh thu thuốc đấu thầu của IMP lên 29,1% doanh thu so với mức 15,6% năm 2018, nhờ khai thác hiệu quả các dây chuyền thuốc kháng sinh đạt chuẩn EU-GMP của IMP.

**Lợi nhuận trước thuế của IMP đạt 202,4 tỷ đồng (+16,5% yoy)**, đạt 101,2% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận trước thuế duy trì ở 14,2% năm 2019. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý được giữ ổn định, chiếm lần lượt 15,8% và 7,0% tổng doanh thu.

**II. KẾ HOẠCH KINH DOANH 2020**

**IMP đặt kế hoạch tổng doanh thu 1.750 tỷ đồng, (+22,5% yoy) và kế hoạch lợi nhuận trước thuế 260 tỷ đồng (+28,4% yoy)**. Việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu dự kiến sẽ ở mức 15% vốn điều lệ.

**Về cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối**, IMP đặt mục tiêu doanh thu từ kênh ETC đạt 870 tỷ (+109,0% yoy), tương ứng với khoảng 49,7% tổng doanh thu, nhờ các sản phẩm được sản xuất với tiêu chuẩn EU-GMP đấu thầu ở nhóm 2 ở kênh ETC. Mặt khác, IMP đặt mục tiêu doanh thu từ kênh OTC đạt 800 tỷ (-1,7% yoy).

**Về dự án nhà máy IMP4 sản xuất thuốc dạng non-beta-lactam**, IMP đã hoàn thành việc xây dựng. Các dây chuyền đang trong quá trình xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP, dự kiến được cấp chứng nhận cuối Q1 2020 và bắt đầu sản xuất sản phẩm đấu thầu đầu Q3 2020.

**III. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Việc phát triển kênh ETC là quyết định phù hợp của IMP** trong bối cảnh các chính sách pháp lý ở kênh OTC ngày càng chặt chẽ. Đầu tư cho chuẩn EU-GMP nhằm tham gia các nhóm thầu cao, IMP có tiềm năng tận dụng được các ưu tiên pháp lý cho các thuốc Generic so với các đối thủ nước ngoài ở kênh ETC. Ngoài ra, nhà máy IMP4 (dự kiến đạt EU-GMP Q1 2020) sẽ giảm tình trạng quá tải tại nhà máy IMP1 (WHO-GMP) và giúp IMP đưa các dòng thuốc non-beta-lactam<sup>(1)</sup> đấu thầu ở các phân khúc cao hơn.

IMP đang được giao dịch ở giá 58.300 tại ngày 28/02/2020, tương đương với P/E trailing 17,7x, cao hơn so với mức P/E 15,6x trung bình ngành. **Kết hợp với việc nguồn cung và giá nhập nguyên liệu của IMP có khả năng bị ảnh hưởng tiêu cực nếu dịch bệnh COVID-19 kéo dài**, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu IMP. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu IMP ở giá 51.400 VNĐ/cp (thấp hơn 11,8% so với giá ngày 28/02/2020).

<sup>(1)</sup> Thuốc chứa beta-lactam có thành phần hoạt động chứa cấu trúc phân tử beta-lactam (amid vòng 4 cạnh), gồm 2 họ kháng sinh chính là Penicillins và Cephalosporins. Thuốc không chứa nhóm beta-lactam (non-beta-lactam) là các loại thuốc còn lại.

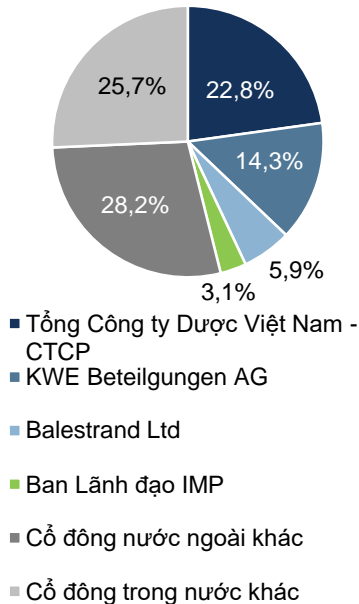
## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### 1. Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
1983	Xí nghiệp Liên Hiệp Dược Đồng Tháp được thành lập, sản xuất thủ công khoảng 10 loại sản phẩm.
2001	Cổ phần hóa, đổi tên thành CTCP Dược phẩm Imexpharm với vốn điều lệ 22 tỷ đồng.
2006	Nhà máy Đồng Tháp (IMP1) được cấp chứng nhận WHO-GMP. Cổ phiếu niêm yết tại Sở GDCK TP. Hồ Chí Minh (HOSE) với mã chứng khoán IMP.
2016	Nhà máy Beta-lactam Bình Dương (IMP3) được cấp chứng nhận EU-GMP bởi Bộ Y tế Tây Ban Nha.
2017	Sản phẩm thuốc tiêm Imetoxim 1g được cấp visa châu Âu, tạo cơ hội mở rộng thị trường xuất khẩu.
2018	Nhà máy kháng sinh CNC Vĩnh Lộc (IMP2) được cấp chứng nhận EU-GMP bởi Bộ Y tế Bồ Đào Nha.
2019	Nhà máy CNC Bình Dương (IMP4) đang trong quá trình xét duyệt EU-GMP, dự kiến sản xuất các sản phẩm non-beta-lactam để đầu thầu vào đầu Q3 2020.

### 2. Cơ cấu cổ đông

**Cơ cấu cổ đông**  
28/02/2020



Nguồn: IMP

Tổng Công ty Dược Việt Nam – CTCP đang là cổ đông lớn nhất với 22,8% cổ phần và chưa có kế hoạch thoái vốn tại IMP. Trong khi đó, tổng tỷ lệ sở hữu của Ban Lãnh đạo chỉ ở khoảng 3,1%:

- Bà Trần Thị Đào sở hữu 0,97%. Với chuyên môn tại Đại học Dược và Trường Quản lý Y tế TP. Hồ Chí Minh cùng kinh nghiệm tại xưởng Dược và Sở Y tế Đồng Tháp, bà đã là Giám đốc dẫn dắt Xí nghiệp Liên hiệp Dược Đồng Tháp từ năm 1984 thành IMP hiện nay. Bà từng là Chủ tịch HĐQT IMP nhưng đã chuyển xuống cương vị Phó Chủ tịch HĐQT IMP từ năm 2013.
- Ông Nguyễn Quốc Định sở hữu 1,01%. Với gần 15 năm kinh nghiệm tại Sở Tài chính Đồng Tháp và Cục Quản lý vốn và tài sản Nhà nước, ông đã đóng góp cho IMP qua việc xây dựng hệ thống tài chính, kiểm soát nội bộ, quản trị rủi ro và sử dụng nguồn vốn hiệu quả. Ông gắn bó với IMP 20 năm qua dưới vai trò Phó Giám đốc và tiếp nối bà Trần Thị Đào trở thành Chủ tịch HĐQT từ năm 2013.
- Các thành viên nội bộ khác: 1,12%.

Với việc các cổ đông lớn và cổ đông nội bộ không sở hữu đủ tỷ lệ phủ quyết tối thiểu 36%, IMP có khả năng phải đối mặt với rủi ro bị thôn tóm.

KWE Beteiligungen AG, Balestrand Ltd và các quỹ đầu tư/công ty tài chính nước ngoài khác chiếm khoảng 48,4% cổ phần IMP. IMP hiện chưa có cổ đông nước ngoài chiến lược.

### 3. Lĩnh vực kinh doanh

Ngành nghề kinh doanh chính của IMP là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm tân dược. Các dòng sản phẩm chủ lực chiếm khoảng 80% doanh thu thuần mỗi năm gồm nhóm thuốc kháng sinh (dạng uống và dạng tiêm), nhóm thuốc đặc trị (thuốc tim mạch, tiểu đường, kháng Histamin và kháng dị ứng, giãn mạch ngoại biên và hoạt hóa não, v.v.) và nhóm thuốc hạ sốt – giảm đau. Các dòng sản phẩm khác bao gồm nhóm thuốc tiêu hóa – gan mật, nhóm thuốc cơ – xương khớp, nhóm thực phẩm chức năng, nhóm vitamin, v.v.

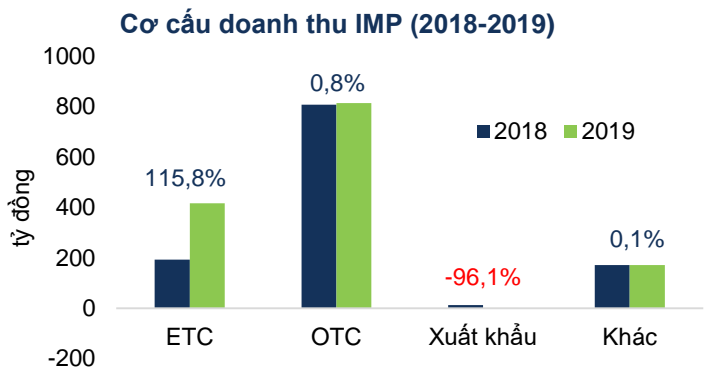
Về kênh phân phối, khoảng 57% doanh thu của IMP đến từ kênh bán lẻ (OTC) với các chi nhánh phân phối tại 20 tỉnh trên toàn quốc, tập trung ở khu vực Đồng bằng sông Cửu Long. Doanh thu từ kênh đấu thầu (ETC) của IMP chiếm 29,1% tổng doanh thu năm 2019 và doanh thu từ các sản phẩm xuất khẩu chiếm tỷ trọng <1%. Các nguồn doanh thu khác đến từ mảng sản xuất nhượng quyền và phân phối cho các tập đoàn dược phẩm nước ngoài như Sandoz, Union Pharma, Innotech, v.v. chiếm khoảng 12% tổng doanh thu của IMP.

**II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2019**

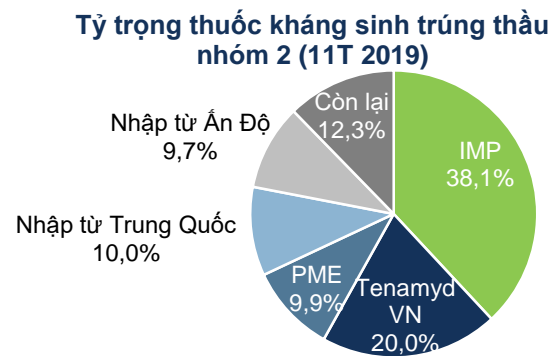
Khoản mục (tỷ đồng)	2019	2018	% yoy	Nhận xét
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.428,2</b>	<b>1.234,7</b>	<b>+15,7%</b>	<p>Tổng doanh thu của IMP tăng 15,7% năm 2019 nhờ doanh thu từ kênh ETC tăng 115,8%. Nguyên nhân do (1) nhà máy IMP2 đạt chuẩn EU-GMP đi vào hoạt động, tăng giá trị trúng thầu mảng kháng sinh ở nhóm 2 thêm khoảng 113,6 tỷ đồng và (2) các chính sách pháp lý tiếp tục cho các doanh nghiệp nội địa hưởng ưu tiên so với các doanh nghiệp nước ngoài.</p> <p>Trong khi đó, doanh thu từ kênh OTC tăng trưởng chỉ ở mức 0,8% do (1) kháng sinh và các nhóm thuốc kê đơn tiếp tục được kiểm soát chặt chẽ hơn ở các kênh bán lẻ và (2) dây chuyền sản xuất nhóm thuốc non-beta-lactam ở nhà máy IMP1 đang hoạt động gần tối đa công suất do phải cung cấp cho cả kênh bán lẻ và hoạt động đấu thầu ở nhóm 3 kênh ETC.</p>
<i>Kênh OTC</i>	814,1	807,8	+0,8%	
<i>Kênh ETC</i>	416,2	192,9	+115,8%	
<i>Xuất khẩu</i>	0,5	12,7	-96,1%	
<i>Khác</i>	171,7	171,5	+0,1%	
Giảm trừ doanh thu	25,7	49,9	-48,4%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.402,5</b>	<b>1.184,8</b>	<b>+18,4%</b>	
Giá vốn hàng bán	874,5	715,2	+22,3%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>527,9</b>	<b>469,6</b>	<b>+12,4%</b>	Lợi nhuận gộp của IMP tăng 12,4%, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 39,6% xuống 37,6% do giá nguyên liệu dược phẩm từ Trung Quốc và Ấn Độ (chiếm khoảng 50% giá trị nguyên liệu) tăng trong năm 2019.
Chi phí bán hàng	225,1	212,1	+6,1%	IMP kiểm soát chặt chẽ các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, giữ tỷ trọng trên doanh thu ổn định lần lượt trong khoảng 16-18% đối với chi phí bán hàng và 7,0-7,5% với chi phí QLDN.
Chi phí QLDN	99,8	88,2	+13,1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	203,0	169,3	+19,9%	
Doanh thu tài chính	10,1	18,9	-46,6%	
Chi phí tài chính	18,7	17,6	+6,3%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	3,7	1,3	+192,2%	
Lợi nhuận khác	8,0	3,2	+152,7%	
Lợi nhuận trước thuế	202,4	173,8	+16,5%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>162,4</b>	<b>138,7</b>	<b>+17,1%</b>	

## 1. Tăng trưởng chính tới từ doanh thu trúng thầu kênh ETC

Doanh thu từ mảng kháng sinh ở kênh đấu thầu (ETC) tăng trưởng mạnh (+115,8%) giúp IMP đạt 98,5% kế hoạch tổng doanh thu 2019 và đồng thời vươn lên vị trí dẫn đầu về giá trị trúng thầu mảng kháng sinh ở nhóm 2.



Nguồn: IMP



Nguồn: Bộ Y tế

Gần 90% doanh thu kênh ETC của IMP tới từ doanh thu đấu thầu thuốc kháng sinh ở nhóm 2, chiếm tỷ trọng khoảng 38% giá trị trúng thầu của các kháng sinh cùng hoạt chất nhóm 2 năm 2019 nhờ:

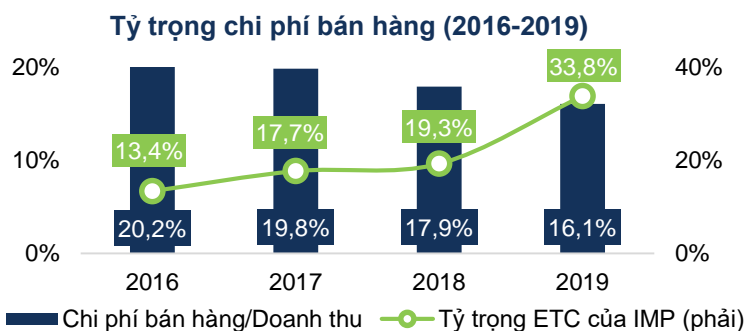
### a. Nhà máy và dây chuyền kháng sinh mới của IMP đạt chuẩn EU-GMP đi vào hoạt động:

- Nhà máy Kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc (IMP2) bắt đầu đi vào hoạt động từ cuối Q2 2019. Được sản xuất với tiêu chuẩn EU-GMP cấp bởi Bộ Y tế Bồ Đào Nha, các sản phẩm kháng sinh Penicillin thế hệ mới từ nhà máy IMP2 được hưởng vào nhóm thầu 2 kênh ETC và đóng góp vào khoảng 7,7% doanh thu từ kênh ETC của IMP sau khoảng nửa năm hoạt động.
- Nhà máy Kháng sinh Beta-lactam Bình Dương (IMP3) được tái xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP, đồng thời đưa thêm 2 dây chuyền thuốc gói và viên nén vào hoạt động từ Q3 2019. Với dây chuyền được cấp chuẩn bởi Bộ Y tế Tây Ban Nha, các dòng sản phẩm kháng sinh nhóm Cephalosporin thế hệ mới và Penicillin được hưởng vào nhóm thầu 2 kênh ETC, đóng góp vào khoảng 32,9% doanh thu các sản phẩm tự sản xuất của IMP.

### b. Lợi thế cạnh tranh tốt so với cả doanh nghiệp nội địa và doanh nghiệp nước ngoài:

- So với doanh nghiệp nội địa:** với 2 nhà máy sản xuất kháng sinh đạt chuẩn EU-GMP được cấp bởi thành viên SRA, IMP là 1 trong số 2 doanh nghiệp Việt Nam có khả năng đấu thầu thuốc kháng sinh ở nhóm 1 và 2<sup>(2)</sup>. Nhờ các doanh nghiệp không đủ chuẩn bị đẩy xuống nhóm thấp hơn sau thông tư 15/2019/TT-BYT, áp lực cạnh tranh ở nhóm thầu 2 đã được giảm bớt cho các doanh nghiệp đầu tư cho chất lượng cao.
- So với doanh nghiệp nước ngoài:** các sản phẩm của IMP có giá thầu rẻ hơn thuốc ngoài trung bình 25-30%, do đó có khả năng trúng thầu cao hơn nhờ chính sách đấu thầu ưu tiên về giá.

### c. Tăng tỷ trọng doanh thu mảng ETC giúp IMP cải thiện chi phí bán hàng:



Nguồn: IMP

IMP tăng tỷ trọng doanh thu từ kênh đấu thầu và giảm tỷ trọng doanh thu từ kênh bán lẻ đồng nghĩa với việc IMP có thể giảm số lượng trình dược viên và chi ít hơn cho nhân viên bán hàng, thể hiện ở tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu giảm từ 20,2% (2016) xuống 16,1% (2019). Đối với kênh ETC, do 76,0% giá trị thuốc đấu thầu là qua các đối tác trung gian phân phối, nên tỷ trọng doanh thu từ ETC tăng sẽ không ảnh hưởng tới chi phí bán hàng.

<sup>(2)</sup> IMP và PME là 2 doanh nghiệp nội địa có sản phẩm kháng sinh đấu thầu ở nhóm 2. Ngoài ra, Savipharm cũng đủ tiêu chuẩn đấu thầu nhóm 2 nhưng không trúng thầu sản phẩm kháng sinh.



## 2. Tăng trưởng doanh thu các mảng khác chưa tích cực

### a. Doanh thu từ kênh OTC chỉ tăng khoảng 0,8% do:

- Nhà máy Đồng Tháp (IMP1) gần đạt công suất hoạt động tối đa trong khi phải cung cấp cho cả việc bán hàng ở kênh OTC và hoạt động đấu thầu ở nhóm 3 và 4 kênh ETC.
- Chính sách pháp lý siết chặt việc mua bán kháng sinh ở kênh bán lẻ (Quyết định 4041/QĐ-BYT) gây khó khăn cho việc bán các sản phẩm từ phân xưởng Penicillin Đồng Tháp tại IMP1.

### b. Doanh thu mảng xuất khẩu giảm 96,1% do:

- Visa cho các sản phẩm xuất khẩu sắp hết hạn nên không thể cung cấp cho đối tác với hợp đồng 1-1,5 năm. Chi phí xin mới visa cao, ở khoảng 100.000-200.000 EUR (khoảng 2,5-5 tỷ đồng) nên IMP cần cân nhắc kỹ tiềm năng của sản phẩm dự định được xuất khẩu.
- Tuy nhiên, doanh thu từ mảng xuất khẩu không ảnh hưởng lớn tới kết quả kinh doanh của IMP do chỉ đóng góp vào khoảng 1% doanh thu của IMP năm 2018.

## III. KẾ HOẠCH KINH DOANH 2020 VÀ ĐÁNH GIÁ

**Kế hoạch doanh thu:** Năm 2020, IMP đặt kế hoạch tổng doanh thu đạt 1.750 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng 22,5% và lợi nhuận trước thuế đạt 260 tỷ đồng<sup>(3)</sup>, tương ứng với mức tăng trưởng 28,4%.

Chỉ tiêu	Kế hoạch năm 2020 (tỷ đồng)	% yoy
Tổng doanh thu	1.750	+22,5%
<i>Kênh OTC</i>	800	-1,7%
<i>Kênh ETC</i>	870	+109,0%
<i>Khác</i>	80	
Lợi nhuận trước thuế	260	+28,4%

**Kế hoạch sản xuất của các nhà máy:** IMP đặt kế hoạch tăng giá trị sản xuất của 3 nhà máy đạt chuẩn EU-GMP để tập trung vào tạo động lực tăng trưởng kênh ETC.

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Kế hoạch SX 2020 (tỷ đồng)	Giá trị SX 2019 (tỷ đồng)	% thay đổi
Non-beta-lactam Đồng Tháp (IMP1)	WHO-GMP	390,0	479,6	-18,7%
Penicillin Đồng Tháp (IMP1)	WHO-GMP	395,0	422,0	-6,4%
Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc (IMP2)	EU-GMP	140,7	32,1	+338,3%
Beta-lactam Bình Dương (IMP3)	EU-GMP	815,4	458,7	+77,8%
Non-beta-lactam Bình Dương (IMP4)	EU-GMP (dự kiến)	99,8	0,0	-
<b>Tổng</b>		<b>1.840,9</b>	<b>1.392,4</b>	<b>+32,2%</b>

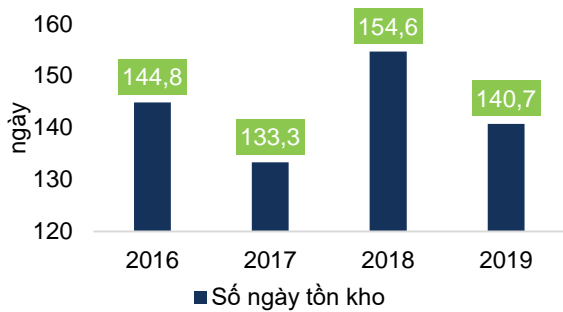
Chúng tôi đánh giá kế hoạch năm 2020 về doanh thu và lợi nhuận của IMP là phù hợp với các luận điểm chính sau:

### 1. IMP ít chịu ảnh hưởng từ rủi ro giá nguyên liệu tăng đầu năm 2020 nhờ chính sách dự trữ nguyên liệu

Biến động tăng giá nguyên liệu nhập khẩu năm 2020 do dịch bệnh: Từ tháng 12/2019, dịch bệnh COVID-19 bắt đầu tại tỉnh Hồ Bắc, Trung Quốc và lan nhanh khiến nhiều thành phố tại Trung Quốc đóng cửa và hàng loạt doanh nghiệp phải tạm dừng sản xuất. Mặc dù một số nhà máy sản xuất dược phẩm và APIs<sup>(4)</sup> được phép hoạt động trở lại từ ngày 14/02/2020, giá nhiều APIs cơ bản Trung Quốc xuất khẩu đã bắt đầu tăng, đặc biệt là nguyên liệu các dòng thuốc kháng sinh, chống viêm, hạ sốt: giá Paracetamol tăng 40%, giá Azithromycin tăng 70%, v.v.

<sup>(3)</sup> IMP dự định không trích quỹ Khoa học – Công nghệ ở mức 10% lợi nhuận trước thuế cho năm 2020.

<sup>(4)</sup> APIs (Active Pharmaceutical Ingredients): Nguyên liệu dược phẩm hoạt động, là thành phần chính mang tác dụng của mỗi loại thuốc tân dược.

**Số ngày tồn kho IMP (2016-2019)**


Nguồn: IMP

Do chỉ nhập khoảng 50% giá trị nguyên liệu từ Trung Quốc và Ấn Độ, cùng chính sách dự trữ nguyên liệu sản xuất (nguyên liệu dự trữ chiếm khoảng 57,4% giá trị hàng tồn kho, tương đương với khoảng 47,0% chi phí nguyên liệu cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm), IMP có khả năng giữ nguyên công suất sản xuất so với năm 2019 trong khoảng 2 quý đầu năm 2020. Tuy nhiên, nếu dịch bệnh kéo dài và tiếp tục gây thiếu nguồn cung APIs vào Q3 2020, IMP có thể gặp khó khăn trong việc thực hiện kế hoạch sản xuất như dự kiến, đặc biệt với nhà máy IMP4 mới. Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật những ảnh hưởng từ dịch bệnh COVID-19 trong thời gian tới.

## 2. Doanh thu từ kênh ETC của IMP có triển vọng tăng trưởng tốt

### a. Triển vọng tham gia đấu thầu các dược phẩm non-beta-lactam nhờ nhà máy IMP4 đi vào hoạt động:

IMP đã hoàn thành xây dựng và đăng ký chuẩn WHO-GMP cho nhà máy Non-beta-lactam Bình Dương (IMP4). Hiện doanh nghiệp đang đợi xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP cho 4 dây chuyền dược phẩm tại nhà máy này, dự kiến hoàn thành quá trình xét duyệt cuối Q1 2020 và bắt đầu sản xuất các sản phẩm đấu thầu vào đầu Q3 2020. Nhà máy IMP4 dự kiến sẽ sản xuất khoảng 20 sản phẩm dòng non-beta-lactam và đấu thầu ở nhóm 2 kênh ETC, đóng góp ước khoảng 99,8 tỷ đồng vào doanh thu IMP trong năm 2020.

### b. Chiến lược của IMP hướng tới nhóm thầu 2 phù hợp với xu hướng ngành Dược:

Các dòng thuốc Generic được sản xuất bởi các doanh nghiệp nội địa có khả năng thay thế thuốc Biệt dược gốc tiếp tục được hưởng những ưu tiên trên kênh đấu thầu ([xem thêm](#)). Nguy cơ mất cân bằng quỹ Bảo hiểm Y tế là một trong những nguyên nhân tỷ lệ sử dụng Biệt dược gốc tại các bệnh viện bị giới hạn. Nguy cơ này tiếp diễn có khả năng dẫn đến cả tỷ lệ sử dụng thuốc Generic ở nhóm 1 cũng bị giới hạn, mở ra triển vọng tăng trưởng cho thuốc Generic ở nhóm 2 với chất lượng cao và giá thấp hơn ([xem thêm](#)).

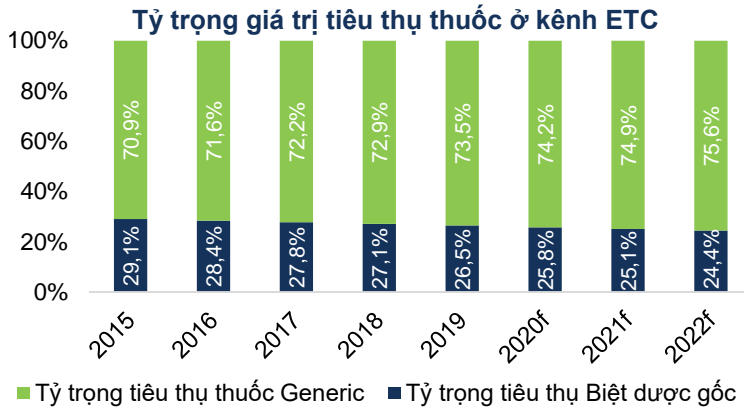
Trong bối cảnh như vậy, chúng tôi cho rằng **IMP sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi** khi tập trung đấu thầu ở nhóm 2 và có khả năng sản xuất dược phẩm với chất lượng EU-GMP (cấp bởi SRA) tương đương với với các sản phẩm ở nhóm 1 nhưng có giá rẻ hơn 25-30% thuốc ngoại.

## IV. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với giá đóng cửa 58.300 VNĐ/cp ngày 28/02/2020, IMP đang được giao dịch với mức P/E trailing là 17,7x. Triển vọng ngành tiếp tục có tín hiệu tích cực đối với các doanh nghiệp có khả năng đầu tư vào chất lượng và đấu thầu với giá thấp hơn dược phẩm ngoại. Sản xuất tân dược với tiêu chuẩn EU-GMP, sở hữu cơ cấu vốn tương đối an toàn, và có chiến lược thay đổi cơ cấu doanh thu từ kênh ETC mang tính dài hạn, IMP có đủ năng lực để tận dụng các lợi thế từ xu hướng thay đổi của ngành Dược. Tuy nhiên, do nguồn cung và giá nhập APIs của IMP có khả năng bị ảnh hưởng tiêu cực nếu dịch bệnh COVID-19 kéo dài sang Q3 2020, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu IMP. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu IMP ở mức giá 51.400 VNĐ/cp, thấp hơn 11,8% so với mức giá đóng cửa ngày 28/02/2020.

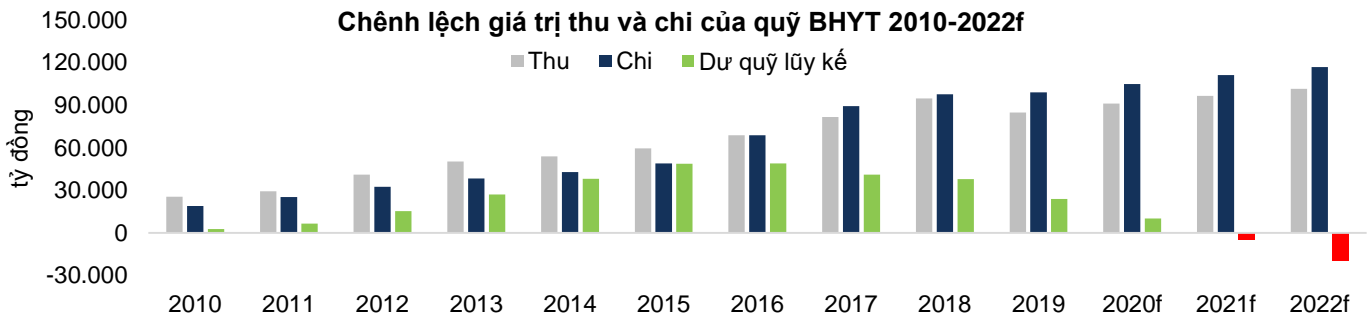
**So sánh P/E các doanh nghiệp tương đồng**

Doanh nghiệp	Giá cổ phiếu ngày 28/02/2020 (VNĐ/cp)	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VNĐ)	P/E trailing
PME	56.900	75.011.625	4.088,13	320,96	13,3x
DBD	48.300	52.379.000	2.613,71	141,01	17,9x
TRA	55.900	41.450.540	2.317,09	170,63	13,6x
<b>Trung bình</b>					<b>15,6x</b>
<b>IMP</b>	<b>58.300</b>	<b>49.387.359</b>	<b>2.810,14</b>	<b>162,39</b>	<b>17,7x</b>

**V. PHỤ LỤC (trở lại [Đánh giá triển vọng kênh ETC của IMP](#))**
**1. Các chính sách pháp lý ưu tiên cho thuốc Generic nội địa**


Nguồn: Bộ Y tế

- **Luật Dược 105/2016/QH13 (Chương II – Điều 7)** ủng hộ việc phát triển các thuốc Generic trong nước ngay khi hết hạn bằng sáng chế hoặc độc quyền, đồng thời yêu cầu ưu tiên các nhà thầu nội địa nếu các doanh nghiệp này có khả năng tương đồng với các doanh nghiệp sản xuất nước ngoài trong việc đáp ứng được chất lượng sản phẩm, giá đấu thầu và khả năng cung cấp.
- **Thông tư 03/2019/TT-BYT** tăng số lượng hoạt chất ưu tiên đấu thầu cho các doanh nghiệp sản xuất nội địa từ 146 lên 640 hoạt chất.

**2. Xu hướng giới hạn tỷ lệ sử dụng thuốc giá cao do nguy cơ mất cân bằng quỹ Bảo hiểm Y tế**


Nguồn: Namud Insider, Tổng cục thống kê

Mất cân đối giữa thu và chi quỹ Bảo hiểm Y tế (BHYT) dẫn tới việc các thuốc giá cao được giới hạn tỷ trọng sử dụng. Từ năm 2017, tổng thu quỹ BHYT (81,6 nghìn tỷ đồng) đã ở mức thấp hơn tổng chi quỹ BHYT (89,4 nghìn tỷ đồng), làm giảm kết dư (số dư quỹ lũy kế) xuống còn 41,1 nghìn tỷ đồng. Mặc dù tỷ lệ sử dụng thuốc giá cao như Biệt dược gốc đã được quy định giới hạn để giảm chi phí cho quỹ BHYT (CV3794/BHXH-DVT), kết dư tiếp tục giảm và ước còn 23,9 nghìn tỷ đồng năm 2019.

**Công văn 3794/BHXH-DVT thống nhất tỷ lệ dùng Biệt dược gốc theo chỉ đạo của Chính phủ năm 2018**

Tuyến bệnh viện	% sử dụng Biệt dược gốc/Tổng chi thuốc
Bệnh viện tuyến trung ương	30%
Bệnh viện tuyến tỉnh	5%
Bệnh viện tuyến huyện	Không sử dụng Biệt dược gốc

Nguồn: Vietnam Regulatory Affairs Society

**Tình trạng bội chi được dự báo sẽ tiếp tục xảy ra:** Năm 2020, Chính phủ giao chi Khám chữa bệnh qua BHYT là 103 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên mức thu ước sẽ chỉ đạt 91,1 nghìn tỷ đồng; kết dư được dự báo sẽ hết vào năm 2021. Với thực tế là các biện pháp như điều chỉnh và siết chặt cách quản lý qua các tổ giám định độc lập hoặc qua công nghệ thông tin sẽ mất nhiều thời gian để trở nên hiệu quả, Chính phủ sẽ phải xem xét các biện pháp ngắn hạn như tăng phí đóng BHYT bắt buộc và tiếp tục giảm tỷ lệ thuốc giá cao được sử dụng trong khám chữa bệnh qua BHYT. Với phương án thứ 2, nhiều khả năng không những tỷ lệ sử dụng các thuốc Biệt dược gốc mà cả tỷ lệ sử dụng các thuốc Generic tiêu chuẩn cao ở nhóm 1 cũng sẽ bị giới hạn, dẫn tới nhu cầu cho các thuốc có tiêu chuẩn tương đương hoặc gần tương đương nhưng có giá thấp hơn ở nhóm 2 tăng.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 181 cổ phiếu IMP và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành  
Times Square, 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí  
Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường  
Thạch Thang, Quận Hải Châu,  
TP. Đà Nẵng, Việt Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888