

KHẢ QUAN

CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HOSE: IMP)

Báo cáo lần đầu (08/08/2018)

Giá mục tiêu **56.600 VNĐ**

Upside **11%**

Giá hiện tại (8/8/2018) **51.000 VNĐ**

Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ) **2.568**

Giá trong 52 tuần (VNĐ) 63.500 – 50.700

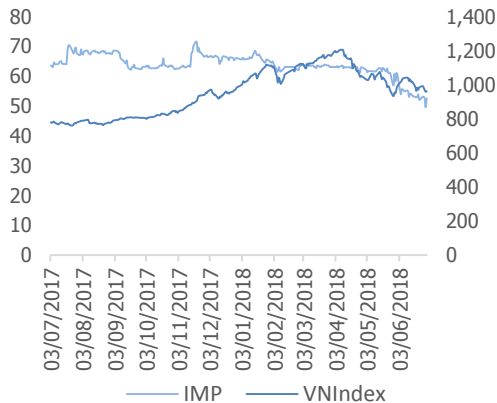
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%) 49%

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng và định giá

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu	1.010	1.185	1.260	1.423
EBIT	130	141	166,3	202,3
LNST	101,2	117,3	129,6	160,6
LNST (cơ bản)	101,2	117,3	129,6	160,6
P/E (x)	18,2	26,4	19	17,6
EPS (cơ bản) (VNĐ)	3.500	2.730	3.020	3.250
%EPS y-o-y	8,8%	-21,9%	10,5%	7,8%
EV/EBITDA (x)	8,2	14,8	11,9	8,7
Tỷ lệ cổ tức (%)	4,6%	2,2%	2,1%	2,5%
P/B (x)	2,13	2,34	1,76	1,74
ROE (%)	10,8%	8,4%	8,8%	9,5%
Ng/VCSH (%)	11%	6%	0%	0%

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1T	3T	12T
IMP (%)	5,82%	-0,8%	-21%
VNIndex (%)	1%	2,2%	23,4%

Nguồn: CafeF, MBS Research

Cấu trúc sở hữu (trên 5%)

Tổng công ty Dược Việt Nam	22,87%
Franklin Templeton Investment	6,88%
Kwe Beteligenen AG	10,12%
Những cổ đông khác	60,13%

Nguyễn Đăng Thiện

Chuyên viên phân tích ngành Dược phẩm

Thien.nguyendang@mbs.com.vn

Lấy lại vị thế đã mất

Cơ hội

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu IMP với mức giá 56.600 đồng/CP (+11% upside). Lợi nhuận của công ty ước tính tăng trưởng mạnh từ năm 2020 dựa trên: (i) Động lực từ hai nhà máy EU-GMP, giúp đa dạng hơn về sản phẩm và tăng công suất; (ii) Chiến lược sản xuất khác biệt, tạo vị thế riêng; (iii) Tình hình tài chính vững mạnh, kênh bán hàng ETC đang dần khôi phục thị phần.

L luận điểm đầu tư

- **Các nhà máy EU-GMP đang dần đi vào hoàn thiện.** Chúng tôi ước tính cuối năm 2018 và 2019, hai nhà máy mới của Imexpharm đi vào hoạt động với toàn bộ dây chuyền đạt tiêu chuẩn cao nhất hiện nay. Các sản phẩm chất lượng cao của IMP đã được xếp vào nhóm 2 khi đấu thầu, hiện tại đã có một sản phẩm đủ chuẩn đấu thầu nhóm 1 và dự kiến số lượng sản phẩm nhóm 1 sẽ tăng nhanh trong tương lai. Chúng tôi dự đoán doanh thu của Imexpharm sẽ tăng trưởng từ 14% trong giai đoạn 2018-2019, và đạt mức tăng trưởng từ 15,6%/y-o-y trong các năm sau. Trong đó hai nhà máy EU-GMP mới dự kiến đóng góp 30% tổng doanh thu và 27% LNST của doanh nghiệp vào năm 2022.
- **Chiến lược phát triển khác biệt.** Imexpharm chọn con đường phát triển thuốc kháng sinh và đặc trị với chất lượng cao nhất. Hiện tại, các đối thủ cùng ngành trừ Pymepharco đều sử dụng các nhà máy với tiêu chuẩn WHO-GMP, và chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp dòng thuốc giá rẻ khác. Với định hướng nhằm đến xuất khẩu và các sản phẩm chất lượng cao, mang lại lợi nhuận lớn, Imexpharm đã chọn con đường sản xuất tiêu chuẩn EU-GMP ngay từ những năm 2012 – 2013. Ước tính lợi thế về công nghệ và quy mô sẽ duy trì trong ít nhất nửa thập kỷ tới.
- **Diễn biến doanh thu và lợi nhuận 1H2018 có cải thiện về mặt lợi nhuận.** Lợi nhuận trước thuế (EBT) đạt 80,1 tỷ đồng (+7,3% n/n) và đóng góp 49,8% lợi nhuận dự phóng nhờ việc tập trung vào các sản phẩm có giá trị cao. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2018 doanh thu sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 8,2%/n/n nhưng chi phí quản lý và bán hàng chỉ tăng 5,9%/n/n. Ước tính LNTT doanh nghiệp tăng trưởng ở mức 10,3%/n/n trong năm 2018, đạt 161 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là 56.600 VNĐ (+11%) bằng phương pháp định giá FCFF, tốc độ tăng trưởng đều $g=2%$. Ở mức giá mục tiêu của chúng tôi, cổ phiếu được giao dịch tại mức P/E 2018 là 19.x.

Rủi ro chính

Giá nguyên vật liệu thời gian vừa qua đã tăng từ 3%-5% ở hầu hết mọi dòng sản phẩm. Ở một số phân khúc sản xuất API giá rẻ, giá nguyên liệu đã tăng tới 30% so với năm 2016 – 2017. Với đặc tính của Việt Nam không có khả năng sản xuất API cũng như tá dược, việc phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu đồng thời cũng dẫn đến rủi ro về tỷ giá, đặc biệt trong giai đoạn VND đang mất giá hơn 2% từ đầu năm 2018 cho tới nay. Một yếu tố cũng đáng quan tâm nữa đó là về rủi ro chính sách và cơ chế trong hệ thống ngành Dược.

Mục lục

Luận điểm đầu tư

Tiêu điểm đầu tư	03
Cập nhật kết quả 1H2018	06
Rủi ro chính	07
Định giá và cơ sở của giá mục tiêu	08

Phân tích cạnh tranh

Đánh giá sự hấp dẫn của ngành	09
Các đối thủ cạnh tranh cùng ngành	11

Phân tích tài chính và dự phóng

Phân tích kết quả kinh doanh và earnings models	13
Phân tích các chỉ số so với các đối thủ cùng ngành	13

Phụ lục

Tóm tắt báo cáo tài chính và dự phóng	16
---	----

Luận điểm đầu tư

Phân khúc sản phẩm riêng

Ngay từ những ngày đầu định hướng của Imexpharm đã hướng đến những sản phẩm có chất lượng cao nhất và ít bị cạnh tranh nhất. Hiện nay, các dự án triển khai dây chuyền EU-GMP mới của Pymepharco hay Dược Hậu Giang đều chưa đi vào xây dựng. Từ đó, chúng tôi ước tính lợi thế về công nghệ của Imexpharm sẽ tiếp tục được duy trì ít nhất từ 3 - 5 năm tới. Trong vòng nửa thập kỷ tới, Imexpharm là đơn vị duy nhất có khả năng cung ứng các hoạt chất phức tạp và thuốc bào chế đặc trị cho kháng sinh và các bệnh như ung thư, tim mạch etc. với quy mô lớn nhất cả nước.

Hiện tại, cả nước có khoảng 214 đơn vị sản xuất thuốc đạt từ chuẩn WHO-GMP trở lên. Chúng ta có thể phân ra làm ba nhóm sản xuất tân dược chính ở trong nước:

Bảng 1: Phân loại các nhóm công ty sản xuất Tân Dược

1	<p>Nhóm thuốc kháng sinh và đặc trị: Imexpharm, Pymepharco</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tập trung vào nhóm Đặc trị - Kháng sinh - Tương đương sinh học - Các nhà máy chuẩn EU-GMP và có lợi thế về công nghệ - Nguyên liệu đa phần từ châu Âu và các nước có ngành hóa Dược chất lượng cao - Có định hướng xuất khẩu sang châu Âu và đấu thầu ETC nhóm 1&2
2	<p>Nhóm thuốc generics chất lượng cao: Domesco, Dược Hậu Giang, Dược Bình Định, Mekorpar.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Chủ yếu các nhà máy PIC/s và WHO-GMP - Sản xuất các loại thuốc ung thư, hạ sốt giảm đau, thuốc bổ ... - Tập trung khai thác kênh OTC, mục tiêu đấu thầu ETC nhóm 2,3 và 5
3	<p>Nhóm thuốc generics đơn giản: Dược Hà Tây, Dược Cửu Long, Dược Bến Tre etc.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Đa phần cơ sở hạ tầng chỉ đạt chuẩn WHO-GMP do Việt Nam chứng nhận nên hầu như không có khả năng xuất khẩu - Chủ lực vẫn là các dòng thuốc giá rẻ, nguyên liệu từ Ấn Độ và Trung Quốc. - Biên lợi nhuận thấp nhất trong ba nhóm sản xuất Tân Dược và chủ yếu bán cho các thị trường ETC và OTC ở các tỉnh.

Nguồn: MBS Research

Khác với 2 nhóm còn lại, nhóm 1 với các loại thuốc đặc trị được đăng ký giá bán trần cao hơn đáng kể so với các loại thuốc thông thường, giúp biên lợi nhuận gộp ít bị ảnh hưởng bởi giá API và tá dược như các doanh nghiệp sản xuất thuốc nhóm 3. Hiện nay Việt Nam chỉ có 2 công ty niêm yết là Pymepharco và Imexpharm đạt chuẩn EU-GMP. Đây cũng là hai doanh nghiệp tăng trưởng 11% trong khi mức tăng trưởng của các doanh nghiệp khác có mức tăng trưởng âm từ 5%-8% trong Q1/2018 vừa qua. Chúng tôi kỳ vọng hai doanh nghiệp này sẽ duy trì được mức tăng trưởng doanh thu trên 15% trong năm nay và không bị tác động nhiều trước ảnh hưởng bởi đợt điều chỉnh tăng giá của giá API năm nay.

Với đợt điều chỉnh tăng giá nguyên liệu đầu vào, các công ty thuộc nhóm 3 mức biên LNST chỉ đạt từ 5%-7% nay sẽ suy giảm từ 1%-2%. Trong khi đó, các công ty nhóm 2 lại bị ảnh hưởng bởi DT02/2017 quy định các thuốc sản xuất theo chuẩn PIC/s chỉ được trúng thầu nhóm, tức nhóm đấu thầu ETC giá trị thấp nhất sẽ gây khó khăn cho việc tăng trưởng doanh thu trong thời gian tới.

Hiện tại, Imexpharm đã có hai nhà máy chuẩn EU-GMP, hai nhà máy chuẩn WHO-GMP và dự kiến trong hai năm tới lần lượt đưa vào vận hành thêm hai nhà máy EU-GMP. Tổng công suất thiết kế đạt gần 300 triệu đơn vị/năm, tăng 20% so với thời điểm hiện tại với các sản phẩm chủ yếu đóng góp từ nhóm kháng sinh, giảm đau-hạ sốt và nhóm đặc trị là các trụ cột chính, đóng góp hơn 80% doanh thu trong các năm gần đây.

Bảng 2: Công suất và đóng góp doanh thu của các nhà máy hiện có

Tên nhà máy	Địa điểm	Công suất	% đóng góp sản lượng 2017	% đóng góp doanh thu 2017	% đóng góp dự kiến doanh thu 2022	% đóng góp dự kiến lợi nhuận 2022
Non-Betalactam	Tp Cao Lãnh, Đồng Tháp	1200 triệu đơn vị/năm	67,36%	36,6%	18.40%	16,20%
Penicillin		300 triệu đơn vị/năm	10,30%	24,8%	27.60%	35,8%
Cephalosporin	KCN VSIP II, Bình Dương	12 triệu lọ và 500 triệu viên/năm	9,31%	18,3%	18%-20%	11%-12%
Penicillin		Công suất nhà máy đạt 10 triệu lọ/năm	4,08%	15,2%	7%-8%	9%-10%

Năm qua, nhóm sản phẩm kháng sinh từ Penicillin đóng góp giá trị rất lớn, chiếm tới 40% tổng doanh thu. Đặc biệt, các sản phẩm kháng sinh đến từ nhà máy Penicillin, tạo đến 40% doanh thu dù chỉ chiếm khoảng 14% sản lượng.

Bảng 3: Dự báo doanh thu đóng góp của hai nhà máy mới trong giai đoạn 2022

Tên nhà máy	Địa điểm	Công suất	% đóng góp dự kiến doanh thu 2022	% đóng góp dự kiến lợi nhuận 2022
Nhà máy Dược CNC Bình Dương	KCN VSIP II. Bình Dương	Công suất thiết kế 59,3 triệu đơn vị/năm	10%-11%	11%-12%
Nhà máy Kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc	KCN Vĩnh Lộc. TpHCM	Công suất thiết kế 250 triệu đơn vị/năm.	16%-18%	14%-16%

Chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng doanh thu của Imexpharm sẽ ở mức lần lượt là 8,2% và 14% trong năm 2018 và 2019, sau đó bắt đầu tăng cao hơn từ 2020 với tốc độ 15,6%. Ước tính nhóm kháng sinh sẽ chiếm khoảng 40% doanh thu trong hàng tự sản xuất còn nhóm thuốc đặc trị và hạ sốt – giảm đau chiếm khoảng 35%. Tổng giá trị doanh thu mang về từ nhà máy CNC Bình Dương và Vĩnh Lộc sẽ đạt gần tối đa 900 tỷ đồng/năm với hơn 50% doanh thu đến từ các dạng thuốc đặc trị công nghệ cao và thuốc xuất khẩu.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy mảng Outsources của công ty đang chững lại và chưa có tín hiệu phục hồi do đó chúng tôi ước tính đóng góp từ mảng này giảm dần còn 2%-3% doanh thu trong giai đoạn dự phóng đến năm 2022 so với mức 8%-10% trong quá khứ. Trước mắt, Imexpharm vẫn chủ yếu giữ phần Outsources chủ yếu cho Sandoz, nhưng định hướng Imexpharm vẫn muốn hợp tác với các công ty nước ngoài nhằm nâng cao trình độ cũng như khẳng định uy tín trên thị trường thế giới.

Sự tham gia của Phano – triển vọng đóng góp chưa đáng kể

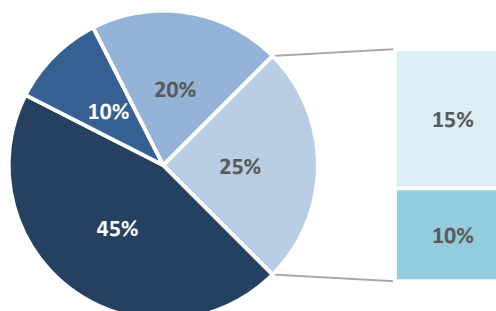
Cuối năm 2014, Phano chính thức trở thành cổ đông chiến lược của Imexpharm. Sự hợp tác này được kỳ vọng sẽ tiết giảm hoa hồng ở các khâu trung gian và gia tăng tỷ suất lợi nhuận cho IMP do Phano là chuỗi nhà thuốc đứng thứ hai tại Việt Nam và có hệ thống phân phối và kho bãi chuyên nghiệp. Tuy nhiên, theo cập nhật mới nhất thì Phano đã không còn là cổ đông chiến lược của Imexpharm. Sự bất đồng về giá bán, mức chiết khấu cho hai bên cũng như chiến lược kinh doanh của Phano trở nên ngày càng khác biệt so với Imexpharm. Việc Phano chỉ còn nắm dưới 5% cổ phần sẽ phần nào ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh trong ngắn hạn của Imexpharm. Chúng tôi dự đoán mức ảnh hưởng này không quá trọng yếu ở mức nhỏ hơn 5% tổng doanh thu 2017. Hiện tại, các chi nhánh của Imexpharm được lập nên các năm qua nay đã đủ khả năng để phân phối, cũng như lợi thế về thương mại nhằm đàm phán ở một mức giá tốt hơn.

Bảng 4: Số nhà thuốc của Phano

	Số lượng chuỗi nhà thuốc T4/2018
Pharmacy	100
Phano	60
Medicare	59
Guardian	49

Nguồn: Phano. Brands.vn. MBS Research

Biểu 1: Cơ cấu giá thành từ tay người sản xuất đến tay người tiêu dùng



■ Giá bán nhà sản xuất ■ Thuế ■ LN của nhà bán lẻ ■ Phí bảo hiểm, vận chuyển, kho bãi etc. ■ LN của nhà phân phối

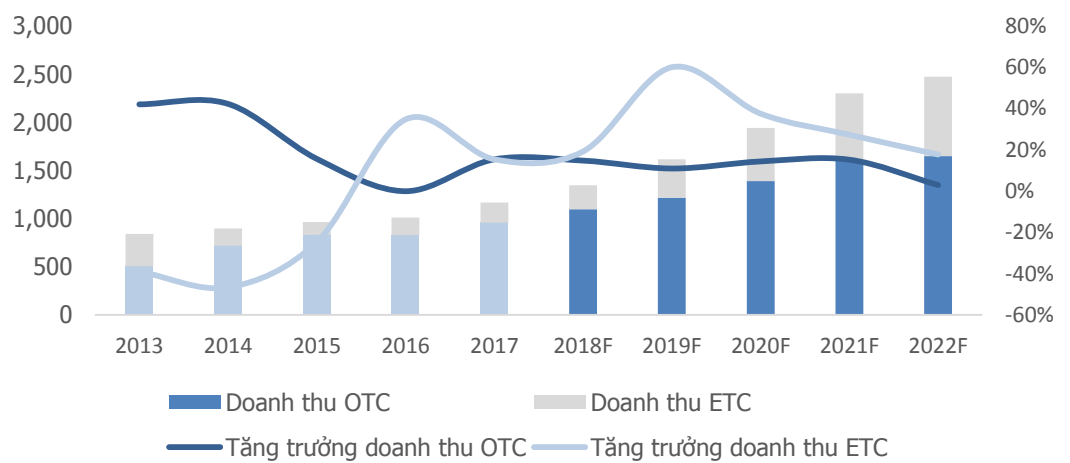
Nguồn: MBS Research

Định hướng chiến lược đúng đắn

Trong giai đoạn khủng hoảng 2012-2014, khi Luật Đấu Thầu mới thông qua. Imexpharm đã bị mất thị phần kênh ETC một cách nhanh chóng. Luật mới yêu cầu các thuốc trúng thầu nhóm 1&2 phải đạt chuẩn ít nhất từ PIC/s và EU-GMP trở lên. Ngoài ra giá thuốc trúng thầu hướng tới các dòng sản phẩm giá rẻ hơn. Yêu cầu cấp thiết là phải thay đổi toàn bộ hệ thống vận hành nhằm đưa hàng từ kênh ETC qua bán kênh OTC. Năm 2013 – 2014 cơ cấu mảng ETC giảm 50%, năm 2014 – 2015 giảm tiếp 30%. Chúng tôi cho rằng việc công ty đã tìm được hướng giải quyết nhờ việc đẩy các mặt hàng qua kênh OTC thông qua việc tận dụng uy tín bán chủ yếu cho các phòng khám tư nhân. So với kháng sinh cùng loại nhập khẩu, sản phẩm của Imexpharm rẻ hơn từ 20%-30% nhưng mang lại hiệu quả tương đương.

Theo ước tính việc mất đi thị phần ETC đã làm Imexpharm mất đi khoản doanh thu hơn 200 tỷ/năm. Dự kiến với thị trường ETC hồi phục, mỗi năm công ty sẽ đạt được ít nhất 250 tỷ doanh thu kênh ETC, bắt đầu từ 2018. Cập nhật cho đến hết t5/2018, Imexpharm đã ký kết được hơn 150 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính năm nay, Imexpharm sẽ đạt được mục tiêu lợi nhuận cho cả hai mảng OTC lẫn ETC.

Biểu 2: Tăng trưởng doanh thu kênh OTC và ETC qua các năm



Nguồn: BCTN Imexpharm, MBS Research

Cập nhật kết quả 1H2018

Bảng 5: Kết quả kinh doanh theo quý

(triệu đồng)	1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018	%y-o-y 1H2017	%y-o-y 2H2017	%y-o-y 1H2018
Doanh thu gộp	451.615	607.021	521.728	689.811	525.979	15,5%	13,6%	0,8%
Doanh thu thuần	429.105	581.241	500.146	665.309	513.572	16,6%	14,5%	2,7%
Giá vốn hàng bán	263.491	341.802	286.759	420.721	299.005	8,8%	23,1%	4,3%
Lợi nhuận gộp	165.614	239.439	213.386	244.588	214.567	28,8%	2,2%	0,6%
Chi phí bán hàng	89.476	114.398	105.368	125.852	101.557	17,8%	10%	-3,6%
Chi phí quản lý	25.406	45.856	35.784	49.721	33.138	40,8%	8,4%	-7,4%
Lợi nhuận thuần	51.422	75.354	75.676	70.080	78.121	47,2%	-7%	3,2%
Lợi nhuận trước thuế	50.604	75.912	74.624	71.934	80.097	47,5%	-5,2%	7,3%
Lợi nhuận sau thuế	40.619	60.540	59.799	57.561	63.942	47,2%	-4,9%	6,9%

Nguồn: FS Imexpharm, MBS Research

1H2018, doanh thu gộp của Imexpharm đạt mức 526 tỷ đồng, đạt 37,6% kế hoạch năm 2018. LNTT là 80,1 tỷ tăng trưởng (+7,3% n/n), đạt 42,1% theo kế hoạch cả năm. Quý 1/2018 ghi nhận mức tăng trưởng tích cực khi doanh thu ròng đạt được là 259,56 tỷ, tăng 11,4% n/n. LNTT quý 1/2018 đạt được

39,34 tỷ đồng, tăng 21% n/n. Sang tới Q2/2018, doanh thu gộp giảm 7,7% n/n, doanh thu đạt được 288,7 tỷ. Nguyên nhân đến từ việc doanh nghiệp đang tiếp tục xây dựng hệ thống bán hàng và phân phối mới không phụ thuộc quá nhiều vào Phano cũng như sự cạnh tranh gay gắt trên kênh OTC. Ngoài ra, do ảnh hưởng của chi phí nguyên vật liệu, giá nguyên liệu đầu vào nửa đầu năm 2018 tăng ở mức 4,3% n/n, với tổng giá trị là 299 tỷ đồng. Bù lại, chi phí quản lý doanh nghiệp 1H2018 là 33,14 tỷ đồng, giảm 7,4% so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra, lượng hàng trả lại thấp hơn cũng như được lợi về thuế giúp doanh thu thuần và LNST của Imexpharm tăng lên lần lượt là 2,7% và 6,9% so với cùng kỳ năm 2017, tương ứng với mức doanh thu thuần và LNST là 513,58 tỷ và 64 tỷ đồng.

Năm 2018, công ty có kế hoạch doanh thu ròng và LNTT lần lượt là 1.400 tỷ và 190 tỷ. Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận của Q2/2018 gặp khó khăn khi chưa tìm được đầu ra cho các sản phẩm bán trên kênh OTC. Chúng tôi đánh giá trong cả năm 2018, Imexpharm đạt được mức LNTT bằng 84,2% kế hoạch, tương ứng với 161 tỷ đồng, tăng 9,9% so với năm 2017. Đối với LNST năm 2018 sẽ là 129,6 tỷ, tăng 10,5% so với mức LNST năm 2017 và không có pha loãng cổ phiếu.

Rủi ro chính

Rủi ro về thay đổi tỷ giá và nguyên vật liệu: Với cơ cấu nhập khẩu gần như 100% API cũng như tá dược, đặc biệt nguồn hàng chủ yếu từ châu Âu, cụ thể là Tây Ban Nha. Điều này dẫn đến rủi ro về tỷ giá, đặc biệt trong giai đoạn tỷ giá Việt Nam và ngoại tệ đang suy giảm khoảng hơn 2% từ đầu năm tới nay. Đồng thời, giá các API chính sản xuất các dòng thuốc kháng sinh đã tăng đồng loạt với mức từ 2%-3% trong 6 tháng vừa qua cũng sẽ tạo nên nguy cơ suy giảm biên lợi nhuận hoạt động của Imexpharm trong nửa cuối năm nay.

Rủi ro về chính sách: Thông tư 02/2012 quy định về cơ chế đấu thầu thuốc mới. dựa trên các tiêu chuẩn quốc tế. Thông tư 36/2013 bổ sung rõ hơn về phân loại nhóm thuốc trong đấu thầu ETC. Tuy nhiên, việc chọn đấu thầu giá thuốc thiên về giải pháp chọn giá thuốc rẻ nhất, khiến cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc chất lượng cao với chi phí lớn đều liên tục mất thị phần trong các năm trở lại đây. Tuy rằng DT02/2017 Bộ Y tế đã có chiều hướng tích cực hơn khi dần quay lại với dòng thuốc chất lượng cao. nhưng yếu tố bất ngờ đến từ vĩ mô là không thể không tính đến.

Rủi ro về đăng ký thuốc và đấu thầu: Sự xuất hiện của các nhà máy EU-GMP góp phần làm đa dạng hóa các sản phẩm của Imexpharm. Điểm cần lưu ý nhất chính là thời gian xét duyệt thuốc khá lâu, đặc biệt khi xét duyệt tiêu chuẩn để xin Visa Châu Âu cho một số dòng thuốc. Việc Bộ Y tế ngày càng thắt chặt quy định về kiểm nghiệm thuốc sẽ khiến thời gian để các nhà máy mới có thể đưa vào vận hành quy mô lớn tốn nhiều thời gian hơn dự kiến.

Hình 1: Hình ảnh nhà máy Imexpharm Vĩnh Lộc



Hình 2: Hình ảnh nhà máy Dược CNC Bình Dương



Nguồn: Imexpharm. MBS tổng hợp

Quan điểm và định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) để xác định giá trị của cổ phiếu IMP. Đặc điểm doanh nghiệp là dòng tiền tương đối ổn định, cùng với việc chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận doanh nghiệp tăng trưởng sau khi 2 nhà máy mới hoạt động ổn định từ năm 2020, giá trị của cổ phiếu IMP được xác định là 56.600/cổ phiếu (11% upside). Do vậy chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu IMP.

Bảng 6: Định giá cổ phiếu theo phương pháp FCFF

VND	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	Terminal
Doanh thu	1.260.839	1.423.085	1.644.453	1.928.181	2.302.286	-
EBIT	166.362	202.228	250.831	314.130	394.656	-
(-) Tax	268.399	313.309	355.788	386.295	460.288	-
(+) D&A	49.475	92.967	92.967	92.967	92.967	-
(-) thay đổi vốn lưu động	75.910	138.376	29.880	23.675	110.963	-
(-) Capex	247.400	47.727	47.727	47.727	47.727	-
FCF	(139.914)	70.717	218.533	283.862	269.734	3.239.042
Suất chiết khấu	0,9	0,81	0,73	0,66	0,6	-
NPV of FCF	571.773					
NPV of terminal value	2.038.081					
Giá trị doanh nghiệp	2.506.464					
Vay ròng	120.000					
Giá trị VCSH	2.988.897					
# SLCP	49.401.359					
Giá trị cổ phiếu (VND)	56.600					
WACC	10,9%					
Tăng trưởng dài hạn	2%					
Ls phi rủi ro	6%					
Beta	0,6					
Phần bù rủi ro	13%					
Chi phí VCSH	13,8%					
Chi phí lãi vay	0.0%					

Nguồn: MBS Research

Quan điểm chúng tôi trong giai đoạn 2018-2019 doanh thu tăng trưởng từ 14%, sau đó tăng trưởng lên lần lượt là 15,6%, 17,25% và 19,4% trong giai đoạn ba năm từ 2019 - 2022. Riêng trong năm 2018, việc ghi nhận nhà máy mới sẽ làm tăng chi phí khấu hao cũng như các chi phí về phần mềm quản trị và vận hành thử nghiệm. Chúng tôi dự báo Imexpharm vẫn tiếp tục duy trì được mức LNST vẫn tăng 10,4% so với năm 2017 trong năm tài chính 2018.

Phân tích tổng quan ngành

Đánh giá sự hấp dẫn của ngành

Ngành dược Việt Nam và Thế Giới

Độ tuổi trung bình của dân số thế giới ngày càng cao, đặc biệt là nhóm độ tuổi trên 60. Môi trường sống ngày càng bị ô nhiễm và biến đổi khí hậu ở nhiều khu vực kéo theo bệnh tật cho cư dân. Do đó nhu cầu về thuốc men tăng, đẩy tổng chi tiêu cho thuốc tăng cao trên toàn thế giới.

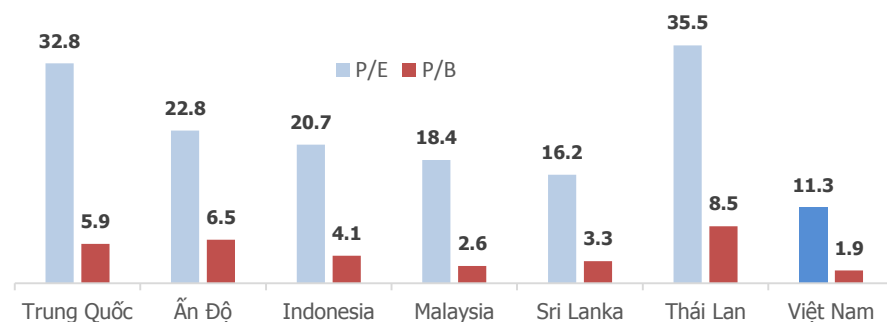
Mỹ vẫn là nước dẫn đầu trong việc chi tiêu cho thuốc, chiếm khoảng 34% tổng giá trị tiêu thụ thuốc toàn cầu, tiếp theo là Nhật Bản chiếm 12%.

Trung bình các nước kém phát triển sẽ dành khoảng 5,7% GDP cho hệ thống chăm sóc y tế, trong khi con số này ở các nước phát triển là 12,3%. Chi tiêu cho thuốc ở các nước phát triển vẫn chiếm 67% tổng chi tiêu của toàn cầu, sau đó đến các nước thuộc nhóm thị trường mới nổi. Hiện nay các thị trường dược của các nước mới nổi phát triển với tốc độ nhanh và sẽ dần thu hẹp khoảng cách với các nước phát triển. Giá thuốc ở các nước đang và chậm phát triển vẫn còn cao so với thu nhập người dân, một phần vì chi phí khá lớn cho hệ thống phân phối đến vùng sâu vùng xa, chi phí nhập khẩu do hầu hết các nước đang phát triển phải nhập nguyên liệu hoặc thành phẩm.

Ngành dược Việt Nam cũng có nhiều đặc điểm tuân theo xu hướng của toàn cầu khi phải đối mặt với những vấn đề bệnh tật đến từ việc già hóa dân số, ô nhiễm môi trường sống và chế độ dinh dưỡng không hợp lý. Theo báo cáo của BMI, thị trường dược Việt Nam năm 2017 đạt 120.195 tỷ VND. và có mức tăng trưởng khoảng 12% so với năm 2016. Tuy vậy, chúng ta vẫn phụ thuộc khá nhiều vào thuốc nhập khẩu với 63% giá trị toàn thị trường.

Các doanh nghiệp dược vừa trải qua một năm 2017 thành công với mức tăng trưởng về mặt vốn hóa. Giá trị vốn hóa ngành dược cuối năm 2017 tăng hơn so với 2016 gần 40%. Tuy nhiên, so với các quốc gia trong khu vực và cùng nhóm thì ngành dược vẫn còn ở mức khá rẻ. Ở thị trường trong khu vực, các công ty ngành Dược luôn nằm ở nhóm các công ty có mức P/E và P/B cao nhất. Chúng tôi dự đoán việc các công ty Dược nội địa nếu thể hiện được tiềm năng phát triển cũng như thuốc đạt chất lượng cao. mức P/E và P/B tương xứng lần lượt là 22 và 3,2, ngang bằng với mức định giá các công ty Dược trong khu vực.

Biểu 3: Định giá ngành Dược Việt Nam so với các nước trong khu vực

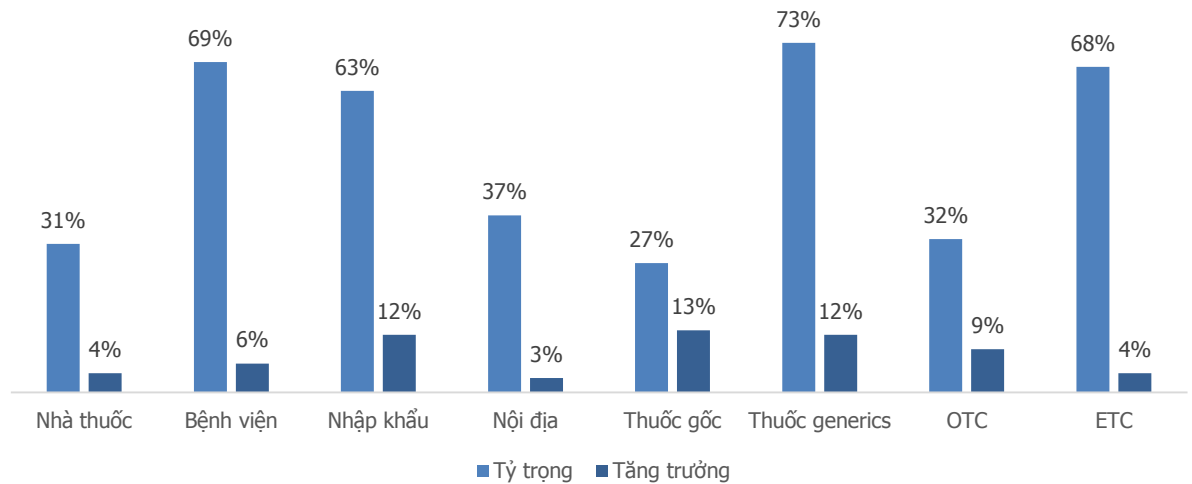


Nguồn : IMS Heaalth. MBS Research

Hiện tại, có hai kênh bán hàng chính của ngành dược là kênh ETC (bán cho bệnh viện) và OTC (bán lẻ nhà thuốc). Trong đó kênh ETC vẫn chiếm tỷ trọng lớn với khoảng 70% nhu cầu thuốc trong cả nước. Tuy nhiên, có tới gần 40% tổng sản lượng thuốc được tiêu thụ ở thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, hai nơi tập trung phân phối dược phẩm của hai miền. Đồng thời, tốc độ tăng trưởng của thuốc nhập khẩu vẫn chiếm ưu thế, cao hơn khá nhiều so với thuốc nội địa. Ngoài ra, kênh bệnh viện vẫn là kênh tiêu thụ thuốc chủ yếu. Chúng tôi dự kiến, tỷ trọng các yếu tố ngành Dược nội địa trong thời gian tới vẫn chưa có sự thay đổi đáng kể, khi không hề có động lực phát triển rõ ràng nào từ mảng sản xuất thuốc nội địa, hay nhu cầu dịch chuyển từ kênh ETC sang OTC. Do đó, việc các sản phẩm nội địa với chất

lượng cao vẫn còn ít đối thủ cạnh tranh. Đồng thời, với ưu thế giá rẻ hơn nhưng chất lượng tương đương thuốc nhập, các doanh nghiệp Dược nội với phương hướng sản xuất thuốc chất lượng cao vẫn còn nhiều cơ hội phát triển và chiếm lĩnh thị phần.

Biểu 4: Tỷ trọng và tăng trưởng của các kênh bán hàng và thuốc thị trường Dược nội địa năm 2017



Nguồn: Cục quản lý dược, MBS Research

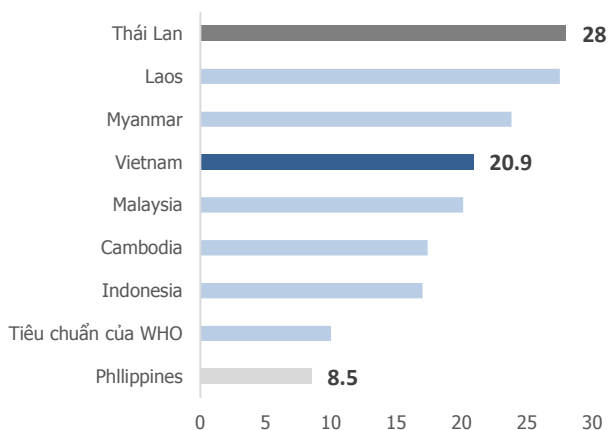
Triển vọng ngành Dược phẩm nội địa

Kênh OTC đang dần thay đổi khi chuỗi nhà thuốc mở rộng các điểm bán một cách nhanh chóng. Cho đến 2025, dự báo mô hình chuỗi dược phẩm sẽ chiếm ít nhất 20% số lượng nhà thuốc ở hai thành phố Hà Nội và Hồ Chí Minh, góp phần thay đổi thói quen mua thuốc truyền thống của người dân.

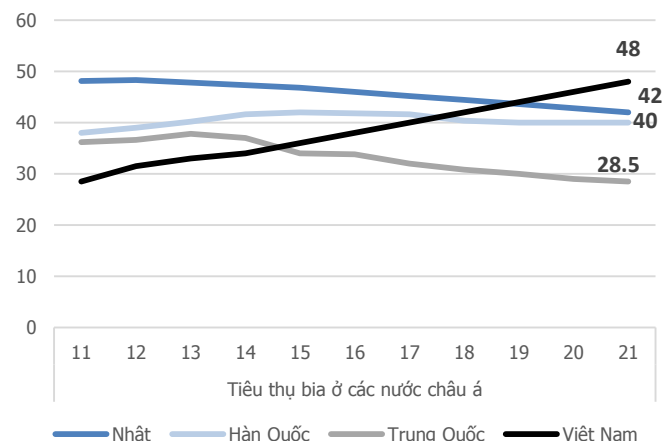
Doanh thu từ kênh ETC tiếp tục gia tăng khi các chính sách của bảo hiểm toàn dân có độ phủ tới phần lớn dân số, chi phí khám chữa bệnh phải chi trả của người dân sẽ giảm đi đáng kể. Dự báo chính sách sắp tới ngành Y tế sẽ ưu tiên cho các sản phẩm nội địa đạt chất lượng tốt. Các doanh nghiệp dược nội sẽ có nhiều cơ hội phát triển và tăng thị phần.

Nhu cầu về thuốc sẽ dịch chuyển sang các loại thực phẩm bảo vệ sức khỏe, cũng như các sản phẩm thanh lọc cơ thể và thuốc đặc trị. Nguyên do chính đến từ việc chất lượng môi trường sống chưa được cải thiện, thực phẩm bẩn và thói quen hút thuốc cũng như sử dụng rượu bia của người dân. Theo lộ trình phát triển ngành Dược thuốc generics nội được ưu tiên, nhằm tự chủ ít nhất 80% nhu cầu trong nước.

Biểu 5: Chỉ số ô nhiễm không khí (PM2.5-micrograms/m³)



Biểu 6: Dự báo mức độ tiêu thụ bia bình quân (lít/người)



Nguồn: Imexpharm, MBS tổng hợp

Các đối thủ cạnh tranh cùng ngành Tân Dược

Hiện tại, việc cạnh tranh ở cả hai mảng OTC lẫn ETC đối với Imexpharm đều rất gay gắt. Trong đó:

- Mảng OTC: đối thủ cạnh tranh cả trong lẫn ngoài nước, phân thành ba phân khúc giá từ cao tới thấp. Có rất nhiều công ty nội địa sản xuất thuốc generics với chất lượng thấp, bán cạnh tranh về giá. Ngoài ra tình trạng thuốc ngoại tràn lan cũng khiến thị trường OTC trong nước. Một số doanh nghiệp thuốc OTC nổi tiếng có thể kể đến Dược Hậu Giang ở phân khúc giá trung bình. Dược Hà Tây ở phân khúc giá rẻ hay Domesco, Dược Bình Định và Sanofi hay Pfizer ở phân khúc thuốc chất lượng cao.
- Mảng ETC: cạnh tranh chủ yếu với các doanh nghiệp ngoại. Các doanh nghiệp nội hoặc liên doanh sản xuất nội địa hiện nay chỉ có 6 doanh nghiệp có khả năng trúng thầu nhóm 1&2. Đa phần thuốc biệt dược gốc và thuốc đặc trị chỉ có khả năng nhập khẩu, nguyên nhân chính đến từ việc quốc gia có ngành Hóa-Dược còn yếu và chưa có các nghiên cứu chuyên sâu.
- Hiện nay, các doanh nghiệp nội như Tenamyd, Dược Phú Yên và Imexpharm cũng đang kiến nghị hạn chế nhập khẩu các loại hoạt chất trong nước có thể sản xuất. Cộng hưởng với chính sách đấu thầu Bảo Hiểm Xã Hội (BHXH) dự kiến sẽ tăng thêm các thuốc chất lượng cao, tương lai mảng kênh ETC là rất rộng mở.

Thời gian tới, theo như DT02/2017, các loại thuốc sản xuất theo tiêu chuẩn PIC/s sẽ bị loại hoàn toàn khỏi nhóm đấu thầu 1&2. Trong thời gian tới, chúng tôi dự đoán nhà máy của Sanofi và Korea Pharmaceutical sẽ không đáp ứng đủ điều kiện đấu thầu cho hai nhóm cao nhất mảng ETC. Do đó mức độ cạnh tranh nội địa sẽ chỉ còn 4 doanh nghiệp. Ngoài ra, cơ hội sẽ mở rộng cho tất cả các doanh nghiệp vốn chủ trương đầu tư theo EU-GMP và các cơ sở có khả năng sản xuất các hoạt chất tương đương. Tuy nhiên, ở thời điểm hiện tại vẫn chưa có công ty nào thực hiện nâng cấp từ WHO-GMP lên chuẩn EU-GMP. Chúng tôi dự kiến ít nhất từ 3-5 năm tới ngành Dược nội địa mới xuất hiện thêm các nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP.

Bảng 7: Các công ty sản xuất nội địa đủ tiêu chuẩn trúng thầu nhóm 1&2 kênh ETC

Danh sách nhà máy EU-GMP	Chủng 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 Co.. 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	
Korea United Pharm Int'l JSC.	* Thuốc không vô trùng: Viên nén bao phim chứa Metformin HCl 500mg.	PIC/S GMP		2
Imexpharm Corporation Branch III (IMP3)	* 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	

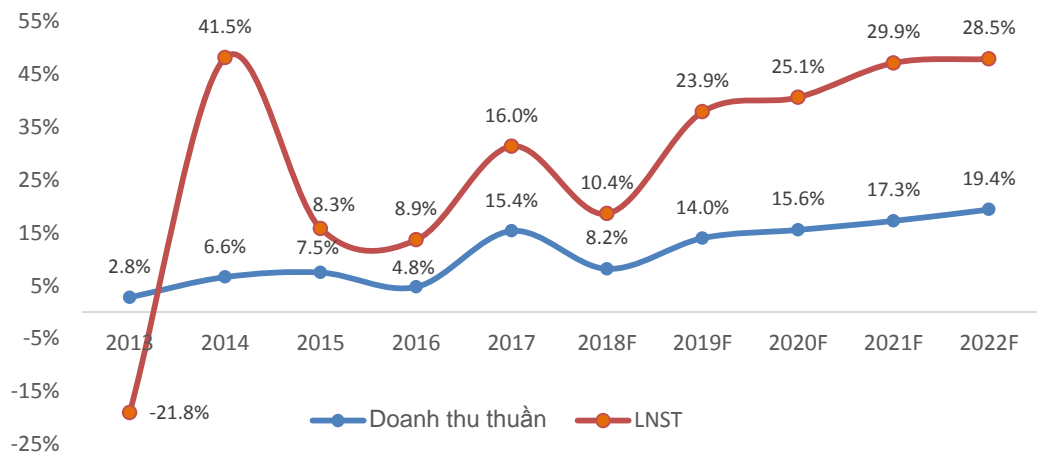
Nguồn : Cục quản lý dược. MBS Research

Phân tích tình hình tài chính

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng ổn định sau giai đoạn khủng hoảng

Trong năm 2012, sau khi TT01/2012/TTLT-BYT-BTC có hiệu lực đã khiến cho hàng loạt doanh nghiệp dược chuyên cung cấp cho kênh ETC mất thị phần cũng như suy giảm doanh thu nghiêm trọng. Trong đó có thể kể đến các doanh nghiệp tiêu biểu như Imexpharm, Domesco hay Dược Bình Định, vốn nổi tiếng dòng thuốc chất lượng cao, biệt dược hay các thuốc đặc trị chuyên cung cấp cho kênh bệnh viện trong những năm đầu thế kỷ 21. Trong đó, Imexpharm chịu sự ảnh hưởng mạnh nhất, khi thị phần ETC trong năm 2012 chiếm 57% nhanh chóng tụt giảm xuống chỉ còn chiếm 40% trên tổng doanh thu trong năm 2013, tương ứng với giá trị là 341 tỷ đồng. Qua năm năm 2015, tỷ lệ đóng góp của mảng ETC suy giảm kỷ lục, xuống chỉ còn 14% trên tổng doanh thu, tương ứng với giá trị chỉ còn 135 tỷ đồng.

Biểu 7: Tốc độ tăng trưởng Doanh thu thuần và LNST



Nguồn : BCTN Imexpharm. MBS Research

Lý giải cho việc sụt giảm mạnh ở mảng ETC, do Bộ Y tế và Bảo hiểm xã hội muốn tiết giảm chi phí chi trả cho thuốc. Do đó, với TT01/2012/BYT đã thay đổi khá nhiều điểm, trong đó việc đặt ra các yêu cầu kỹ thuật và tiêu chí đấu giá đã làm thay đổi hoàn toàn thị phần đóng góp của các doanh nghiệp nội ở kênh ETC. Theo đó, các loại thuốc chỉ cần vượt qua các yêu cầu khá đơn giản về mặt chất lượng sẽ được đấu thầu và chọn ra loại thuốc giá rẻ nhất. Imexpharm với nguồn nguyên liệu chủ yếu nhập khẩu trực tiếp từ châu Âu đã hoàn toàn thất thế và suy giảm thị phần vào tay các công ty phân phối và sản xuất các loại thuốc nguồn gốc từ Trung Quốc và Ấn Độ.

Giai đoạn 2013 – 2016 là giai đoạn Imexpharm phải tự tái cấu trúc và thay đổi chiến lược bán hàng. Các dự án như BSC, ERP-SAP liên tục đưa vào trong ứng dụng thực tế với doanh nghiệp. Đẩy mạnh kênh OTC bù đắp ETC, trong đó, việc bán OTC phải chịu nhiều chiết khấu và chi phí quản lý cũng như duy trì đội ngũ trình dược viên, khiến cho những năm đầu LNST chưa thực sự đáp ứng được kỳ vọng. Năm 2014 mức tăng trưởng của LNST là 41,5%, nhưng chủ yếu đến từ hiệu ứng “Low basement” của năm 2013, trong khi tốc độ tăng trưởng doanh thu chỉ đạt 6,6%. Tuy nhiên, với tín hiệu tích cực hiện tại, chúng tôi tin tưởng trong các năm tới mức doanh thu thuần sẽ tiếp tục duy trì ở mức hai con số. Cơ sở cho việc kỳ vọng mức LNST sẽ tăng trưởng ở mức khá tốt 10,5% nằm ở việc cơ cấu sản xuất các sản phẩm trong tương lai chủ yếu đến từ biệt dược, tương đương sinh học và thuốc đặc trị. Với việc hai nhà máy EU-GMP đi vào hoạt động, chúng tôi đánh giá Imexpharm sẽ ít bị ảnh hưởng do biến động giá nguyên liệu đầu vào, bởi các sản phẩm chiến lược sắp tới chủ yếu là các sản phẩm chất lượng cao. Biên lợi nhuận gộp tăng lên, cũng như ưu đãi về thuế sẽ giúp LNST của Imexpharm có những chuyển biến tích cực. Chúng tôi dự phóng cho đến hết năm 2022, LNST của Imexpharm đạt được là 335 tỷ, gấp 2,85 lần so với thời điểm LNST 117,4 tỷ trong năm 2017.

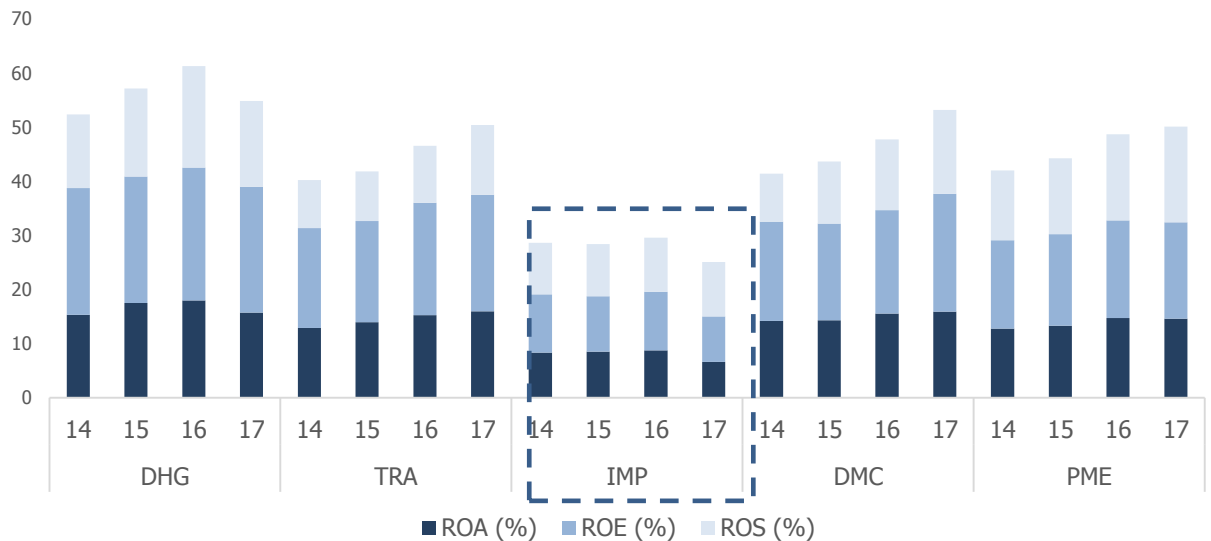
Biên lợi nhuận tuy chưa cao nhưng còn nhiều dư địa cải thiện trong tương lai

Nhìn chung, khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, các chỉ số đo lường ROA, ROE hay ROS của Imexpharm là khá thấp so với mặt bằng ngành. Nhưng nhìn rộng hơn, chúng tôi nhận định việc

doanh nghiệp truyền thống sản xuất các dòng thuốc đặc trị – kháng sinh chuyên bán cho kênh ETC nay bán ra kênh OTC sẽ rất khó để điều chỉnh giá bán. Ngoài ra, việc tăng vốn trong các năm 2014 và 2017, từ 167 tỷ đồng lên 430 tỷ đồng cũng làm ảnh hưởng tới chỉ số ROE. Mục đích của việc tăng vốn chủ yếu để thực hiện hai nhiệm vụ:

- Thứ nhất khoảng 10% số tiền tăng vốn được dùng để áp dụng thêm các phần mềm, công cụ quản trị doanh nghiệp và sales.
- Khoản còn lại với 90% số tiền được dùng để nâng cấp hai dây chuyền WHO-GMP ở Bình Dương thành chuẩn EU-GMP vào giai đoạn 2014 – 2015, ngoài ra số tiền tăng vốn năm 2017 đầu tư vào hai nhà máy mới ở Vĩnh Lộc và Bình Dương với tổng mức đầu tư dự kiến là 650 tỷ.

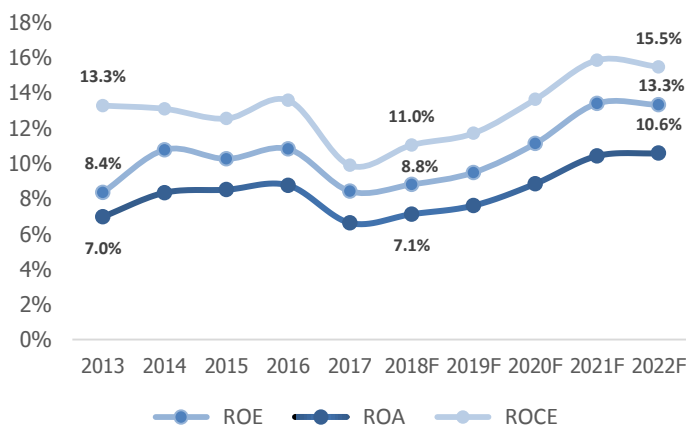
Biểu 8: Tỷ suất lợi nhuận của năm công ty Dược nội địa có quy mô lớn nhất



Nguồn: BCTN Imexpharm, MBS Research

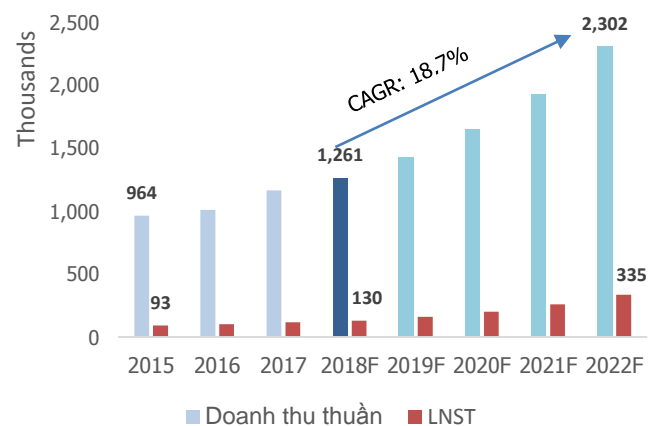
Theo trình bày ở bảng 4, hai nhà máy Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc và Dược CNC Bình Dương sẽ đi vào sản xuất các loại biệt Dược. Tổng sản lượng đóng góp ở hai nhà máy mới chỉ ở mức 25% so với tổng sản lượng của Imexpharm, và cần từ 3 – 5 năm mới thấy được hiệu quả đóng góp rõ rệt. Do đó, chúng tôi dự phóng các chỉ số ROE, ROA và ROIC tăng trong các năm tiếp theo, lần lượt đạt mức 13,5%, 10,6% và 15,5% trong năm 2022.

Biểu 9: Tỷ suất lợi nhuận qua các năm của Imexpharm



Nguồn: University of Chicago, MBS Research

Biểu 10: Dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST (tỷ đồng)



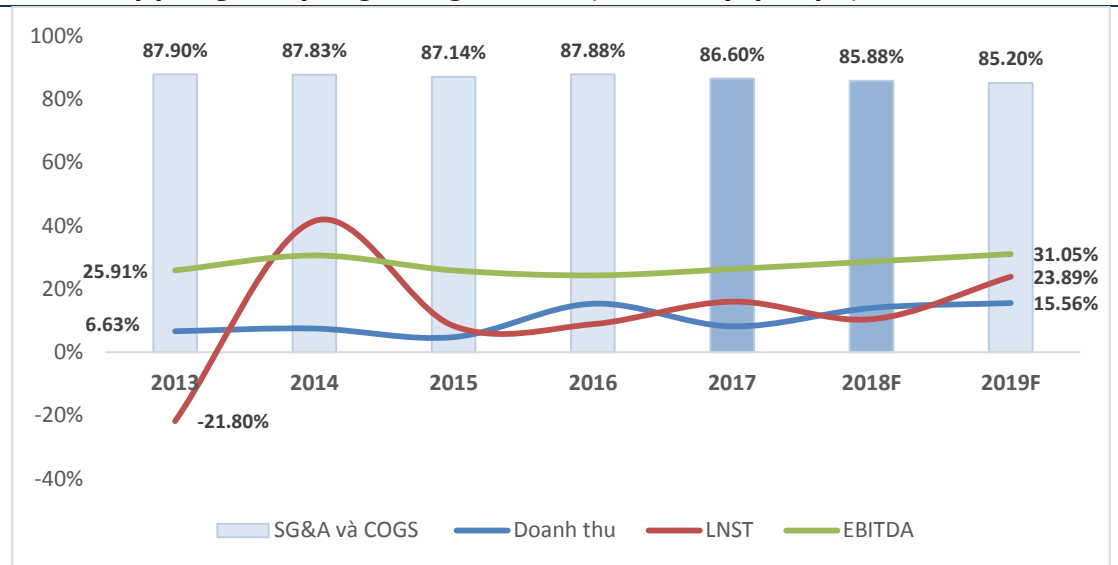
Nguồn: FS Imexpharm, MBS Research

Chi phí được kiểm soát chặt chẽ, có cơ cấu tài chính lành mạnh

Với việc đẩy mạnh các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao, đồng thời liên tục chịu các chi phí xây dựng hệ thống bán hàng trên kênh OTC cũng như thay đổi các nguyên liệu tương ứng, chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp cũng như giá vốn bán hàng của Imexpharm khá cao, luôn ở mức 87% - 89%. Tuy vậy, trong giai đoạn các năm gần đây, Imexpharm luôn duy trì được mức chi phí ổn định, dù cho rất nhiều lần giá nguyên liệu API tăng. Trong năm 2018, từ đầu năm tới nay giá nguyên vật liệu tăng khoảng 3% - 5% nhưng với việc một số tiết giảm chi phí quản lý, cũng như bán vào kênh ETC nên các hoạt động marketing không nhất thiết phải tốn quá nhiều chi phí thì tỷ lệ SG&A và COGS năm nay sẽ dự đoán ở mức 85,9% năm 2018 và 85,2% trong năm 2019f.

Đồng thời, việc chịu thêm các khoản khấu hao lớn từ nhà máy mới cũng như ưu đãi về thuế sẽ giúp tốc độ tăng của EBITDA và LNST ở một mức rất cao, lần lượt là 31,05% và 23,89% trong năm 2019.

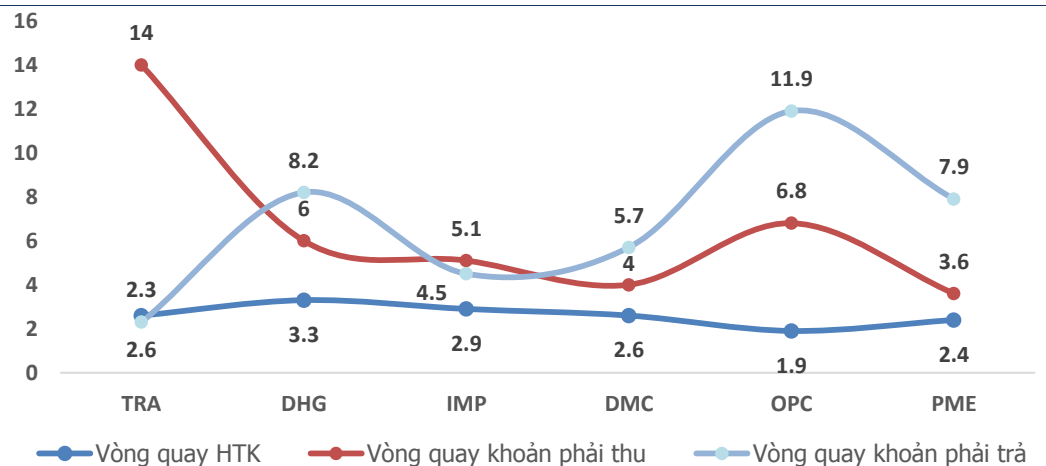
Biểu 11: Dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu, LNST và tỷ lệ chi phí, EBITDA



Nguồn: MBS Research

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành, các chỉ số của Imexpharm đều ở mức tương đối ổn định. Với đặc thù bán các loại thuốc kháng sinh, khối lượng khá nhỏ nhưng giá trị lớn nên việc khách hàng trả tiền chậm hơn các công ty chuyên sản xuất các mặt hàng thuốc generics đơn giản khác như Traphaco hay Dược Hậu Giang etc. Các chỉ số khoản phải thu luôn duy trì ở mức 5,1, thấp hơn mức trung bình ngành là 6,5. Chúng tôi đánh giá việc Imexpharm hiện các chỉ số tài chính ở mức vừa phải, hứa hẹn có nhiều cải thiện khi các dòng sản phẩm mới từ hai nhà máy khi đi vào vận hành ổn định chắc chắn giúp Imexpharm cải thiện nhiều đặc biệt ở biên lợi nhuận như đã giải thích ở trên. Ngoài ra, Imexpharm hiện là công ty có nhiều ưu thế về kỹ thuật cũng như năng lực sản xuất, trong tương lai hứa hẹn sẽ là một trong những doanh nghiệp đứng đầu cả nước trong mảng Tân dược.

Biểu 12: So sánh tỷ lệ vòng quay tài chính giữa các công ty



Kết quả kinh doanh	2017	2018F	2019F	2020F	Chỉ số chính	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.165.456	1.260.840	1.423.085	1.644.453	Khả năng sinh lời				
Giá vốn hàng bán	584.378	628.610	717.895	836.683	Biên lợi nhuận gộp	49,9%	50,1%	49,6%	49,1%
Lợi nhuận gộp	581.077	632.229	705.191	807.770	Biên EBITDA	24,3%	26,3%	28,7%	31,1%
Doanh thu hoạt động tài chính	16.741	8.870	10.201	11.731	Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	16,0%	10,4%	23,9%	25,1%
Chi phí tài chính	-619	-2.522	-2.846	-3.289	ROE	8,4%	8,8%	9,5%	11,1%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	0	0	0	0	ROA	6,6%	7,1%	7,6%	8,8%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	439.828	465.867	502.903	556.938	Tăng trưởng				
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	141.249	166.363	202.288	250.832	Doanh thu	15,4%	8,2%	14%	15,6%
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	Lợi nhuận gộp	8,7%	17,8%	21,6%	24%
Lợi nhuận trước thuế	146.559	161.009	198.243	247.935	Lợi nhuận trước thuế và khấu hao	3,2%	25,0%	36,8%	16,4%
Lợi nhuận sau thuế	117.360	129.612	160.577	200.828	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	16,0%	10,4%	23,9%	25,1%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	117.360	129.612	160.577	200.828	EPS	-21,9%	10,4%	7,8%	25,1%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0					
Bảng cân đối kế toán	2017	2018F	2019F	2020F	Thanh khoản				
Tài sản ngắn hạn	977.543	827.842	1.164.449	1.369.206	Thanh toán hiện hành	2,84x	2,63x	3,03x	3,18x
I. Tiền & tương đương tiền	289.503	93.435	221.891	349.713	Thanh toán nhanh	1,48x	1,11x	1,35x	1,60x
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	183.046	41.284	46.195	52.820	Nợ/tài sản	61,6%	57,8%	56,8%	56,8%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	218.062	256.901	297.086	338.957	Nợ/vốn chủ sở hữu	11,2%	6,4%	-6,3%	-13,1%
IV. Hàng tồn kho	282.179	304.935	442.865	452.450	Khả năng thanh toán lãi vay	228,3x	66,0x	71,1x	76x
V. Tài sản ngắn hạn khác	156.549	144.473	182.483	206.729					
Tài sản dài hạn	796.088	994.013	948.773	903.533	Định giá				
I. Các khoản Phải thu dài hạn	0	0	0	0	Cổ tức	44,9%	40%	42%	44%
II. Tài sản cố định	271.507	456.707	641.907	827.107	EPS (VND)	2.731	3.016	3.250	4.065
1. Tài sản cố định hữu hình	199.155	397.743	571.050	756.250	BVPS (VND)	30.782	32.592	32.840	35.116
2. Tài sản cố định vô hình	72.352	58.964	70.857	70.857					
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0	0					
IV. Tài sản dở dang dài hạn	423.883	458.183	238.683	238.683					
V. Đầu tư tài chính dài hạn	65.797	65.797	65.797	65.797					
VI. Tài sản dài hạn khác	38.899	38.899	38.899	38.899					
Tổng tài sản	1.773.631	1.821.855	2.113.222	2.272.739					
Nợ phải trả	378.317	348.773	418.549	465.603					
I. Nợ ngắn hạn	343.855	314.312	384.088	431.141					
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	224.903	195.089	249.543	275.249					
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	0	0	0	0					
II. Nợ dài hạn	34.461	34.461	34.461	34.461					
1. Các khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0					
2. Các khoản phải trả dài hạn khác	34.461	34.461	34.461	34.461					
Vốn chủ sở hữu	1.395.314	1.473.081	1.694.673	1.807.137					
1. Vốn điều lệ	429.782	429.782	494.010	494.010					
2. Thặng dư vốn cổ phần	601.241	601.241	601.241	601.241					
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	362.089	439.857	597.220	709.683					
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0					
Tổng nguồn vốn	1.773.631	1.821.855	2.113.222	2.272.739					

LIÊN HỆ: Trung tâm nghiên cứu

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU MBS

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) – Văn phòng chính

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng & Cao su thiên nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Dầu, khí và điện

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

Mức đánh giá cổ phiếu: Khuyến nghị dựa trên sự chênh lệch giữa giá mục tiêu 12 tháng và giá hiện tại:

Mức đánh giá	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KHÔNG KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG QUÂN ĐỘI (MBS)

Được thành lập vào tháng 5 năm 2000. MBS là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên hoạt động ở Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán dẫn đầu tại Việt Nam, cung cấp nhiều dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu, tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và bảo lãnh phát hành. Mạng lưới chi nhánh và phòng giao dịch của MBS vẫn không ngừng mở rộng và hoạt động hiệu quả tại những thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, Hải Phòng và những khu vực trọng yếu khác. Khách hàng của MBS chủ yếu là những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, những định chế tài chính và doanh nghiệp. Là một trong những thành viên của tập đoàn MB, bao gồm MB Land, AMC, MB Capital, công ty chứng khoán VIET R.E.M, MB Finance, MBS có thể tận dụng nguồn nhân lực, tài chính và công nghệ đáng kể để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà ít công ty chứng khoán ở Việt Nam có thể cung cấp.

MBS tự hào khi được công nhận:

- Công ty dẫn đầu môi giới – đứng đầu trong thị phần môi giới kể từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu nổi tiếng với đội ngũ chuyên viên phân tích giàu kinh nghiệm cung cấp những sản phẩm nghiên cứu và bình luận về thị trường chứng khoán cũng như nền kinh tế.
- Công ty cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư đáng tin cậy cho những khách hàng doanh nghiệp.

TRỤ SỞ CHÍNH CỦA MBS

Tòa nhà MB, 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
 Tel: +84 4 3726 2600 – Fax: +84 4 3726 2600
 Website: www.mbs.com.vn

LƯU Ý: Bản quyền. MBS 2014. TẤT CẢ ĐỀU ĐƯỢC BẢO QUYỀN. Những nghiên cứu được các tác giả thu nhập từ những nguồn đáng tin. Đối với quan điểm của MBS, các quan điểm được trình bày trong báo cáo là của mỗi tác giả và không nhất thiết liên quan. Không có bất kỳ thông tin cũng như ý kiến nào được viết cho mục đích quảng cáo hoặc khuyến nghị mua / bán bất kỳ chứng khoán nào. Không thể sao chép, lưu trữ bất kỳ phần nào của ấn phẩm này, được lưu trữ trong hệ thống truy xuất, hoặc truyền đi, dưới bất kỳ hình thức nào hoặc bằng bất kỳ phương tiện nào, ghi âm điện tử, cơ khí, photocopy hoặc nếu không có sự cho phép trước bằng văn bản của MBS.