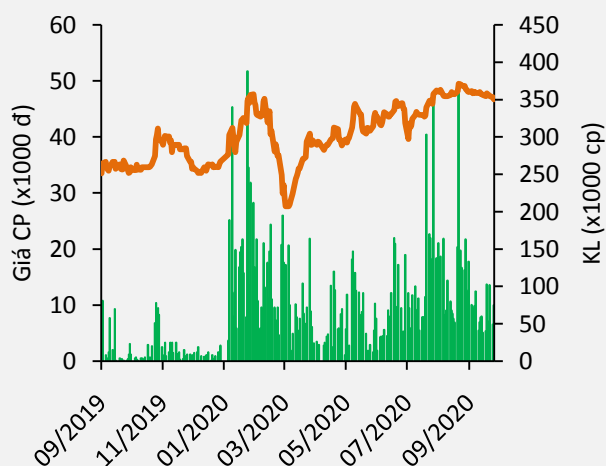


CTCP Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP)

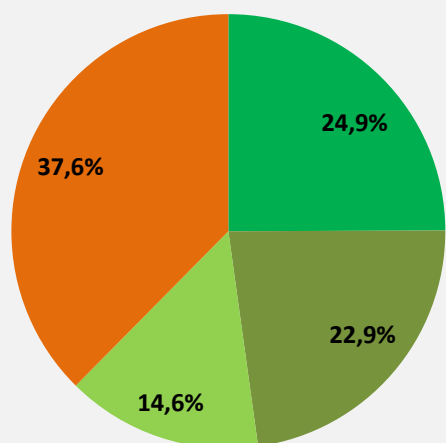
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Nhóm ngành	SX thuốc & dược phẩm	
Số lượng CP lưu hành	Triệu CP	66,7
Giá sổ sách	Đồng	25.429
Thị giá (30/09/2020)	Đồng/CP	49.100
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	3.274
KLGD BQ 10 phiên	CP	94.774
Sở hữu nước ngoài	%	47,6

BIỂU ĐỒ BIẾN ĐỘNG GIÁ



THÔNG TIN CỔ ĐÔNG



■ SK Investment III Pte.Ltd
 ■ Tổng Công ty Dược VN
 ■ Kwe Beteiligungen AG
 ■ Cổ đông khác

NỘI DUNG TÓM TẮT

-Kết quả kinh doanh: Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm đạt 882 tỷ đồng (-0,5% yoy), LNST đạt 139 tỷ đồng (+26% yoy). Kết quả kinh doanh 9T đầu năm 2020 của IMP chịu nhiều ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid. Doanh thu đi ngang so với cùng kỳ chủ yếu do kênh OTC suy giảm 15%, trong khi kênh ETC tăng 52%. Cạnh tranh từ phân khúc OTC và suy giảm nhu cầu do dịch bệnh đã đẩy doanh thu kênh này giảm. Ngược lại, kênh ETC tăng trưởng tốt nhờ vào giá trị trúng thầu tăng 50% so với cùng kỳ và các bệnh viện chủ động tích trữ thuốc nhiều hơn để phòng chống dịch bệnh trong nước. Lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn doanh thu chủ yếu nhờ vào biên lợi nhuận kênh ETC cao hơn OTC, trong khi đó giãn cách xã hội làm giảm số lượng hội nghị bán hàng nên giúp Imexpharm tiết giảm được các chi phí, qua đó lãi ròng tăng 26%.

- Dự báo quý 4, thị trường dược trong nước sẽ hồi phục dần trở lại. Qua đó, ước tính kết quả kinh doanh 2020, doanh thu thuần đạt 1.413 tỷ đồng (+1% yoy), LNST đạt 207 tỷ đồng (+28% yoy).

- Giá trị trúng thầu kênh ETC tính đến tháng 7 đạt 567 tỷ đồng (ước tăng 50% so với cùng kỳ), qua đó giúp gia tăng công suất cho nhà máy IMP3. Chúng tôi cho rằng, IMP3 và IMP2 sẽ là động lực tăng trưởng 2020-2021. Nhà máy IMP4 dự kiến xét duyệt EU-GMP Q4.2020 và vận hành từ đầu năm 2021, đóng góp năm đầu khoảng 5% doanh thu nhưng sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn cho Imexpharm.

- Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để tiến hành định giá, phương pháp này phù hợp với tốc độ tăng trưởng nhanh trong ngắn hạn của IMP. Ước tính giá trị hợp lý mỗi cổ phần là **62.400 đồng**. Khuyến nghị **MUA** với IMP.

RỦI RO

- Tình hình dịch bệnh Covid diễn biến phức tạp, kéo dài hơn dự kiến, ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng nguyên vật liệu và hoạt động bán hàng của Imexpharm.
- Imexpharm nơi room ngoại và cổ đông lớn nhất hiện tại là SK Investment có thể mua trên 50% cổ phần, tạo chất xúc tác cho giá cổ phiếu.

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH QUAN TRỌNG. (ĐVT: Tỷ đồng)

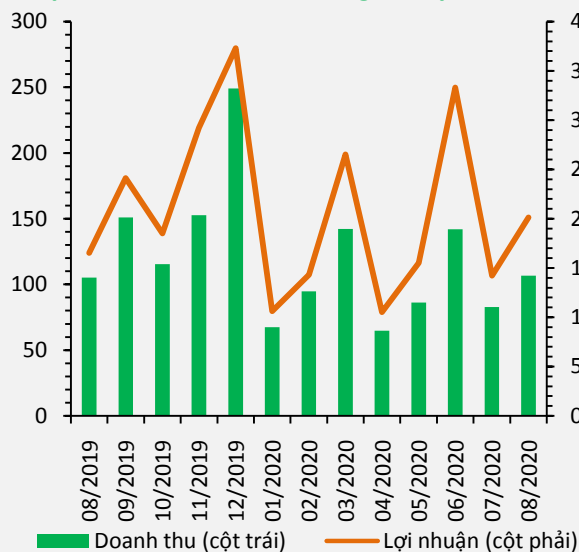
Chỉ tiêu	2018	2019	2020E	2021E
Doanh thu	1.185	1.402	1.413	1.829
LN gộp	470	528	548	695
LNST cty mẹ	139	162	207	260
EPS (đồng)	2.976	3.287	3.105	3.900
ROE (%)	9,6	10,6	12,3	14,7

Kết quả kinh doanh 9T.2020:

(tỷ đồng)	9T.2019	9T.2020	yoy
Doanh thu thuần	886	882	0%
Giá vốn hàng bán	547	534	-2%
Lợi nhuận gộp	339	349	3%
Doanh thu tài chính	9	8	-11%
Chi phí tài chính	11	13	18%
Chi phí bán hàng	154	130	-16%
Chi phí QLDN	53	49	-8%
Lãi thuần từ HĐKD	130	165	27%
Lãi khác	8	2	-75%
LNTT	137	167	22%
LNST	110	139	26%
Biên lãi gộp	38,3%	39,6%	
Biên lãi ròng	12,4%	15,8%	

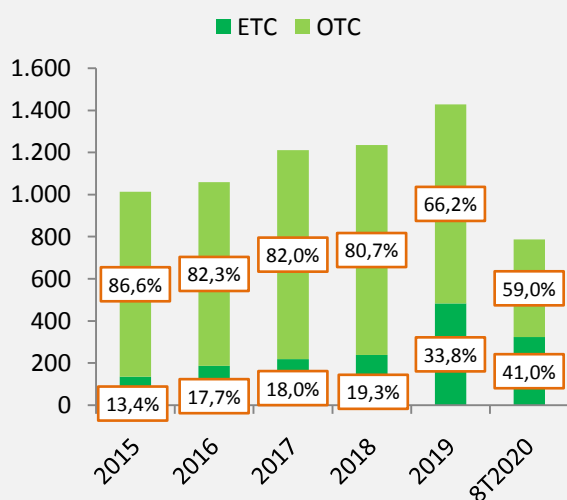
BCTC IMP, DAS Research tổng hợp

Kết quả kinh doanh theo tháng Imexpharm



Imexpharm, DAS Research tổng hợp

Tổng Doanh thu Imexpharm (tỷ đồng)



Imexpharm, DAS Research tổng hợp

Cập nhật tình hình HĐKD:

- Doanh thu thuần 9 tháng đầu năm đạt 882 tỷ đồng (-0,5% yoy), LNST đạt 139 tỷ đồng (+26% yoy). Kết quả kinh doanh 9T đầu năm 2020 của IMP chịu nhiều ảnh hưởng từ dịch bệnh Covid.

(i) Quý 1.2020: Doanh thu thuần đạt 303,7 tỷ đồng (+11,2% yoy), LNST đạt 41,1 tỷ đồng (+13,2% yoy). Tỷ trọng kênh ETC và OTC lần lượt là 30,5% và 69,5%. So với năm 2019 khi ETC/OTC là 34/66, theo chúng tôi tỷ trọng OTC trong quý 1 tăng đến từ nhu cầu thu gom thuốc của các cửa hiệu thuốc khi dịch bệnh đang bùng phát tại Việt Nam.

(ii) Quý 2.2020: Doanh thu thuần đạt 288,7 tỷ đồng (+1,1% yoy) và LNST đạt 47,3 tỷ đồng (+45,1% yoy). Quý 2, doanh thu thuần tăng nhẹ chủ yếu do kênh OTC suy giảm nhu cầu, trong khi đó kênh thuốc bệnh viện tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào các bệnh viện tích trữ thuốc khi số ca nhiễm trong nước tăng nhanh, đòi hỏi nhu cầu thuốc kháng sinh tăng. Biên lãi ròng cải thiện nhờ vào các gói thầu ETC có giá trị cao và tiết giảm chi phí bán hàng.

(iii) Quý 3.2020: Doanh thu thuần 290 tỷ đồng (-11% yoy), và LNST đạt 51 tỷ đồng (+23% yoy). Doanh thu giảm ở quý 3, nguyên nhân do dịch bệnh Covid tái bùng phát lần 2 đã ảnh hưởng nhu cầu ở cả 2 kênh, kênh bệnh viện ETC tăng trưởng 22% so với cùng kỳ trong khi kênh cửa hiệu thuốc giảm khoảng 24%. Tâm lý hạn chế đến bệnh viện vì sợ nhiễm Covid, trong khi lượng tồn kho còn cao của các cửa hiệu thuốc là những yếu tố tác động đến doanh thu IMP Q3.2020.

- Biên lãi gộp 9T2020 đạt 39,6% (9T2019 đạt 38,3%), sự cải thiện biên lãi gộp đến từ IMP tập trung vào phân khúc đấu thầu thuốc có biên lãi cao hơn. Tỷ trọng ETC trong 9 tháng đầu năm là khoảng 40%, so với cùng kỳ 2019 là 28%.

- Khi dịch bệnh bùng phát, các hoạt động như tiếp thị, tổ chức các hội nghị xúc tiến & bán hàng thu hẹp giúp IMP tiết giảm chi phí. 9T2020 chi phí bán hàng đạt 130 tỷ đồng, giảm 16% so với cùng kỳ.

- Nhìn chung, 9T2020, IMP thực hiện chiến lược tập trung vào kênh ETC nhờ giá trị trúng thầu cao, biên lãi gộp mảng ETC cao hơn, kiểm soát các khoản chi phí bán hàng, những yếu tố này giúp LNST tăng 26% đạt 139 tỷ đồng. Lũy kế 9T, kênh ETC tăng 52% và kênh OTC giảm 15%.

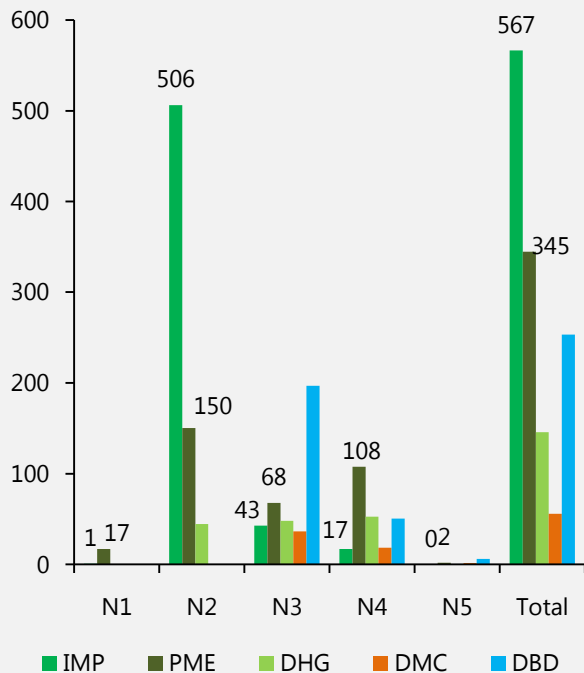
- Hàng tồn kho tại thời điểm 30/09/2020 đạt 436,7 tỷ đồng, tăng 24,6% so với thời điểm đầu năm, trong đó nguyên vật liệu tăng 54% và thành phẩm tăng 10%, lần lượt chiếm 70% và 25% hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng, IMP đang tích cực tích lũy nguyên vật liệu để phòng ngừa rủi ro về giá nguyên vật liệu cũng như gián đoạn trong việc nhập khẩu nguyên liệu sản xuất. API (Active Pharmaceutical Ingredient) được gọi chung là các thành phần dùng sản xuất thuốc, khoảng 2/3 API trên thế giới được sản xuất tại Ấn Độ và Trung Quốc, khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát tại những quốc gia này, đã dẫn đến khó khăn trong khâu sản xuất và logistics do đóng cửa biên giới, Imexpharm nhập khẩu một phần API từ các nước Âu Mỹ nhằm sản xuất ra các sản phẩm chất lượng cao, tuy nhiên một số nước Âu - Mỹ cũng sử dụng API từ Trung Quốc để tinh chế lại nhằm đạt các tiêu chuẩn khắt khe, ngoài ra khi Covid-19 tăng nhanh tại Âu-Mỹ vào quý 2 cũng đã ảnh hưởng nhiều đến Imexpharm. Xét theo cơ cấu nhập khẩu nguyên liệu của Imexpharm, Trung Quốc - Ấn Độ chiếm tỷ trọng 50%, phần còn lại các hoạt chất khác dùng để sản xuất các sản phẩm chất lượng cao nhập từ Âu-Mỹ. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 70% giá thành sản xuất, chúng tôi cho rằng hàng tồn kho tại Q3.2020 đảm bảo đủ cho Imexpharm sử dụng 6 - 9 tháng mà không cần nhập thêm nguyên vật

Năng lực sản xuất của IMP

Nhà máy (NM)	Thông tin
NM Đồng Tháp (IMP1)	Vận hành khoảng 71% công suất. Công suất thiết kế khoảng 1.200 triệu đơn vị/năm. Đạt tiêu chuẩn WHO-GMP. Gồm 2 NM Non-Betalactam và Penicillin (uống).
NM Kháng sinh công nghệ cao Vĩnh Lộc (IMP2)	NM mới hoạt động T7/2019, vận hành 3% công suất năm 2019. Công suất thiết kế 240 triệu đơn vị/năm. Tiêu chuẩn EU-GMP.
NM Công nghệ cao Betalactam Bình Dương (IMP3)	Vận hành khoảng 45% công suất. Công suất thiết kế gần 210 triệu đơn vị/năm. Đạt tiêu chuẩn EU-GMP. Gồm NM Cephalosporin và NM Penicillin (tiêm).
NM Dược Công nghệ cao Bình Dương (IMP4)	Đạt tiêu chuẩn WHO-GMP, dự kiến xét duyệt EU-GMP vào quý 3/2019 và đưa vào sản xuất từ Q4/2020. NM có quy mô lớn nhất IMP.

Imexpharm, DAS Research tổng hợp

Giá trị trúng thầu kênh ETC năm 2020, tính đến tháng 7/2020 (theo Thông tư 11/2016/TT-BYT và 15/2019/TT-BYT)



Cục Quản Lý Dược, DAS Research tổng hợp

liệu, mức công suất giữ tương đương 2019. Thành phẩm tăng 10% so với đầu năm và quý 3 giảm 11% so với quý 2, chúng tôi cho rằng khi dịch bệnh Covid bùng phát lần sóng thứ 2 trong nước vào tháng 7 – tháng 8, Imexpharm đã chủ động giảm hàng thành phẩm để tránh ứ đọng hàng hóa, tạm thời không gia tăng thêm thành phẩm để chờ đợi tín hiệu khả quan từ thị trường.

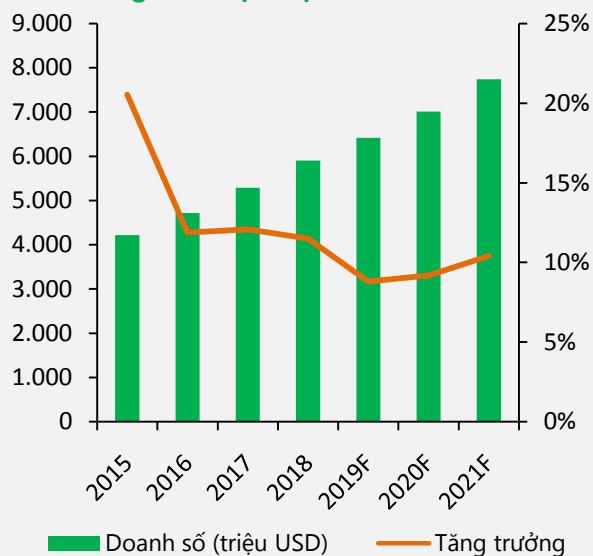
- Công suất sản xuất hiện nay của Nhà máy IMP1 (WHO-GMP) đạt khoảng 71%-73% công suất thiết kế, đóng góp khoảng 62% tổng doanh thu của IMP, dư địa nâng công suất còn khá tốt nhưng trước áp lực cạnh tranh phân khúc thuốc qua kênh OTC, chúng tôi cho rằng xu hướng 2-3 năm tới IMP thay vì nâng công suất IMP1 sẽ trung cải thiện hiệu quả sản xuất với các dòng sản phẩm giá trị cao hơn. Nhà máy IMP3 có 5 dây chuyền đạt EU-GMP, chiếm 33% doanh thu, các sản phẩm chủ yếu sử dụng cho phân khúc đấu thầu ETC. Nhà máy IMP2 và IMP3 tiếp tục đóng góp tăng trưởng lợi nhuận chính cho 2020-2021. Trong khi IMP4, dự kiến quý 4/2020 xét duyệt EU-GMP.

- **Đối thủ cạnh tranh:** Trong nhóm doanh nghiệp được nội địa đang niêm yết, có tham gia phân khúc đấu thầu thuốc (ETC), các doanh nghiệp dược đầu ngành có mỗi phân khúc thế mạnh riêng. Dược Hậu Giang (DHG) tham gia đấu thầu ở Nhóm 2, 3, 4 nhờ nhà máy Japan-GMP nhưng giá trị trúng thầu còn rất thấp vì kênh ETC không phải là mục tiêu của DHG, Dược Bình Định (DBD) tập trung ở nhóm 3 với dòng sản phẩm đặc trị ung thư. Tại nhóm 1 và nhóm 2 chủ yếu là Imexpharm và Pymepharco (PME). PME có sự hỗ trợ từ Stada (Đức), qua đó trúng thầu danh mục thuốc đa dạng hơn Imexpharm, cùng với đó là việc Stada rút lui khỏi liên doanh Stada-Việt Nam, nhờ vậy Stada có thể tập trung nhiều hơn vào PME.

- **Kết quả trúng thầu** được thực hiện theo Thông tư 11/2016/TT-BYT và 15/2019/TT-BYT, từ đầu năm đến tháng 7/2020, giá trị trúng thầu kênh ETC của Imexpharm là 567 tỷ đồng (ước tính tăng 50% so với cùng kỳ), vươn lên vị trí dẫn đầu trong các doanh nghiệp dược nội địa đang niêm yết tại kênh ETC, đồng thời tổng giá trị trúng thầu nhóm 1 và 2 của IMP gấp 3 lần so với Pymepharco. Chúng tôi cho rằng, giá trị trúng thầu này sẽ đẩy công suất của IMP3 lên mức gần như tối đa (so với cùng kỳ 45-50% công suất thiết kế). Đối với trường hợp của PME, theo Thông tư 15/2019/TT-BYT, thuốc sản xuất để đấu thầu vào nhóm 1 sẽ phải đạt tiêu chuẩn EU-GMP tại nước thuộc danh sách SRA, vì vậy Stada (Đức) đã chuyển giao nhiều công nghệ và tư vấn để PME được cấp phép này. Hiện nay, PME có 3 sản phẩm đấu thầu nhóm 1 và được phép lưu hành tại Đức gồm Viên nang cứng Cefaclor Stada 500mg Capsules, Viên nén bao phim Cepoxitil 200 (Cefpodoxime 200mg), Thuốc bột pha tiêm Ceftriaxone EG 1g/10ml (Ceftriaxone 1g). Năm 2018, Imexpharm đã có 1 sản phẩm là thuốc bột pha tiêm Imetoxim 1g (được lưu hành tại Bồ Đào Nha) và đã được đấu thầu nhóm 1, năm 2020 thuốc này trúng thầu vào nhóm 1 với giá trị 0,55 tỷ đồng, tuy rằng giá trị còn rất nhỏ nhưng là thành công rất lớn của doanh nghiệp, tạo tiền đề cho dài hạn gia tăng tỷ trọng ETC nhóm 1. Giữa 2020, IMP cũng đã thành công khi xin đăng ký lưu hành tại Tây Ban Nha Viên nang cứng Opxil IMP 500 mg. Như vậy, PME có 3 sản phẩm nhóm 1 và IMP có 2 sản phẩm, mặc dù không có cổ đông chiến lược như PME, nhưng với kinh nghiệm và tâm huyết của ban lãnh đạo, IMP cũng đã có 2 sản phẩm được cấp phép lưu hành tại các nước thuộc SRA, chúng tôi đánh giá rất cao triển vọng dài hạn với nhóm 1 của Imexpharm.

- Tại phân khúc nhóm 1 và nhóm 2, chúng tôi cho rằng Pymepharco là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Imexpharm, bên cạnh các doanh nghiệp có vốn nước ngoài. Công suất Pymepharco hiện nay, gồm 2 nhà máy: (1) nhà máy thuốc viên Non-Betalactam 1 tỷ viên/năm (WHO-GMP) hoạt động gần full công suất

Doanh số ngành Dược Việt Nam



BMI, DAS Research tổng hợp

Dự phóng Kết quả kinh doanh 2020:

(tỷ đồng)	2019	2020E	yoy
Doanh thu thuần	1.402	1.413	1%
Giá vốn hàng bán	875	866	-1%
Lợi nhuận gộp	528	548	4%
Doanh thu tài chính	10	9	-10%
Chi phí tài chính	19	24	26%
Chi phí bán hàng	225	205	-9%
Chi phí QLDN	100	78	-22%
Lãi thuần từ HĐKD	194	250	29%
Lãi khác	8	2	-75%
LNTT	202	252	25%
LNST	162	207	28%
Biên lãi gộp	37,7%	38,8%	
Biên lãi ròng	11,6%	14,7%	

DAS Research dự phóng

và xưởng Betalactam 300 triệu viên/năm (EU-GMP) khoảng 75% công suất, (2) nhà máy thuốc tiêm 30 triệu đơn vị/năm (WHO-GMP) khoảng 25% công suất và xưởng thuốc bột pha tiêm Cephalosporin 12 triệu đơn vị/năm (EU-GMP) khoảng 50% công suất. Có thể thấy rằng, các xưởng đạt chuẩn WHO-GMP hiện nay đã gần như khó gia tăng thêm công suất do thị trường OTC gặp phải áp lực cạnh tranh lớn, trong khi đó, động lực tăng trưởng đến từ 2 xưởng EU-GMP còn lại cho phân khúc ETC, thế mạnh của Pymepharco là dòng sản phẩm thuốc viên kháng sinh Beta-lactam. Xét theo sản phẩm, Imexpharm và Pymepharco đều có thế mạnh trong việc sản xuất các sản phẩm kháng sinh Betalactam dòng Cephalosporin dạng viên, trong khi dạng tiêm đều đang gặp khó khăn trước sự cạnh tranh từ các đối thủ nước ngoài nên dây chuyền thuốc tiêm vận hành còn ở mức thấp. Điểm khác nhau giữa IMP và PME là PME có danh mục thuốc trúng thầu đa dạng hơn, giá trị các gói thầu nhỏ và dàn trải, trong khi đó IMP có thêm thế mạnh ở thuốc kháng sinh dòng Penicillin dạng tiêm, ngoài ra IMP có số lượng trúng thầu ít nhưng giá trị các gói thầu rất cao. Hiện nay, cả IMP và PME đều chuẩn bị đưa nhà máy EU-GMP vào sản xuất các sản phẩm Non-Betalactam vào vận hành 2020-2021.

- **Ngành Dược Việt Nam:** Theo Business Monitor International (BMI), doanh số ngành Dược Việt Nam 2019 gần 6,5 tỷ USD (+10% yoy). Trong cơ cấu ngành dược theo kênh bán hàng, kênh OTC (Over The Counter) là kênh bán thuốc không cần kê đơn, tức là kênh bán lẻ tại các cửa hiệu thuốc, hiện nay chiếm 25% doanh số ngành dược. Kênh ETC (Ethical drugs) bán thuốc theo đơn, hay còn gọi là kênh đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế - bệnh viện, chiếm 75% doanh số ngành dược. Theo Tổng cục Thống kê 2019, tỷ trọng dân số 15-64 tuổi chiếm 68% dân số, nhưng tỷ trọng dân số từ 65 tuổi trở lên đang tăng nhanh, hiện chiếm 7,7%. Dự báo tỷ trọng dân số trên 65 tuổi năm 2020 khoảng 7,9% và đến năm 2049 là 18,1%, dân số già nhanh kéo theo nhu cầu khám chữa bệnh tại các cơ sở y tế tăng theo. Trong khi đó, gần 91% dân số hiện nay đã có Bảo hiểm Y tế. Bên cạnh khung pháp lý là Thông tư 15/2019/TT-BYT về tiêu chuẩn đấu thầu thuốc và Thông tư 03/2019/TT-BYT về ưu tiên sử dụng thuốc nội trong đấu thầu thuốc, thì các yếu tố kể trên là chất xúc tác mà chúng tôi cho rằng góp phần duy trì nhu cầu thuốc cho kênh ETC tăng trưởng 2 chữ số trong dài hạn, phù hợp với định hướng tăng tỷ trọng ETC của Imexpharm. Theo dữ liệu BMI, ngành Dược Việt Nam 2016-2018, doanh số kênh ETC và OTC lần lượt tăng trưởng khoảng 12% và 11%. Chúng tôi cho rằng, giai đoạn 2020-2025, kênh ETC tăng trưởng 10-11% và OTC tăng trưởng 9-10%.

- Về cơ cấu cổ đông, tính đến cuối Q3.2020, SK Investment nắm giữ 25% cổ phần IMP, đây là quỹ đầu tư đã nhận chuyển nhượng hơn 12,3 triệu cổ phần từ các quỹ khác nắm IMP. Chúng tôi cũng cho rằng, nhiều khả năng trong thời gian tới, SK Investment cũng sẽ là đơn vị sẵn sàng mua thầu tóm IMP. Một số thương vụ điển hình sở hữu trên 50% trước đó như Abbott mua Domesco, Taisho mua Dược Hậu Giang và Stada mua Pymepharco.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi ước tính doanh thu thuần quý 4 đạt 531 tỷ đồng (+3% yoy), chủ yếu nhờ sự hồi phục của thị trường dược phẩm trong nước. Lãi gộp Q4 đạt 199 tỷ đồng, tăng 5% so với cùng kỳ. Doanh thu thuần 2020 ước đạt 1.413 tỷ đồng (+1% yoy), lãi gộp đạt 548 tỷ đồng (+4% yoy). Doanh thu ETC và OTC lần lượt tăng 40% và giảm 20% so với cùng kỳ 2019, tỷ trọng trong tổng doanh thu lần lượt là 47% và 53%.

- Năm 2020, chi phí bán hàng ước đạt 205 tỷ đồng (-9% yoy), chủ yếu là dịch bệnh giảm các hoạt động xúc tiến bán hàng của Imexpharm. Chi phí quản lý

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Dự phóng Kết quả kinh doanh 2021:

(tỷ đồng)	2020E	2021E	yoy
Doanh thu thuần	1.413	1.829	29%
Giá vốn hàng bán	866	1.134	31%
Lợi nhuận gộp	548	695	27%
Doanh thu tài chính	9	10	11%
Chi phí tài chính	24	28	17%
Chi phí bán hàng	205	256	25%
Chi phí QLDN	78	98	26%
Lãi thuần từ HĐKD	250	323	29%
Lãi khác	2	2	0%
LNTT	252	325	29%
LNST	207	260	26%
<i>Biên lãi gộp</i>	<i>38,8%</i>	<i>38,0%</i>	
<i>Biên lãi ròng</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,2%</i>	

DAS Research dự phóng

P/E các doanh nghiệp cùng ngành

	P/E trailing
CTCP Pymepharco (PME)	16,7
CTCP Dược Hậu Giang (DHG)	18,1
CTCP Trang thiết bị Y tế Dược Bình Định (DBD)	15,7
CTCP Traphaco (TRA)	13,8
CTCP Dược phẩm Imexpharm	16,5
Trung bình	16,2

DAS Research tổng hợp

doanh nghiệp đạt 78 tỷ đồng (-22% yoy), mức giảm phần lớn là do trong năm 2020 Imexpharm không trích lập Quỹ phát triển Khoa học Công nghệ, cùng kỳ 2019 Imexpharm đã trích 20 tỷ đồng.

- LNTT đạt 252 tỷ đồng (+25% yoy), hoàn thành 97% kế hoạch năm 2020. LNST đạt 207 tỷ đồng (+28% yoy).

Kết quả kinh doanh 2021:

- Doanh thu thuần ước đạt 1.829 tỷ đồng (+29% yoy), trong đó kênh OTC tăng 12,4% và kênh ETC tăng trưởng 45%. Chúng tôi dựa trên cơ sở giả định: (1) kênh OTC đạt xấp xỉ với thời kỳ trước dịch bệnh, đóng góp 850 tỷ đồng doanh thu thuần, (2) giá trị trúng thầu ETC tại tháng 7 năm 2020 là 567 tỷ đồng giúp IMP3 có thể chạy trên 80% công suất, (3) nhà máy IMP4 ước chạy 8-10% công suất trong năm 2021, đóng góp 5% doanh thu thuần.

- Lợi nhuận sau thuế ước đạt 260 tỷ đồng, tăng 26% so với 2020.

Quan điểm và định giá

- Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để tiến hành ước tính giá mục tiêu 2021 của Imexpharm. Chúng tôi cho rằng, phương pháp P/E sẽ phù hợp trong ngắn hạn với Imexpharm do sự tăng trưởng mạnh của doanh nghiệp sau dịch bệnh, các yếu tố hỗ trợ như tăng công suất nhà máy IMP3, đưa vào nhà máy IMP4 và giá trị trúng thầu kênh ETC tăng 50% so với cùng kỳ.

- Chúng tôi lựa chọn mức P/E của các doanh nghiệp cùng ngành Dược, mức trung bình ngành là 16,2 lần. Mức P/E được chọn là 16 lần để định giá cho Imexpharm, chúng tôi cho rằng giá trị này phù hợp với sự tăng trưởng nhanh và năng lực về công nghệ của doanh nghiệp. Theo đó, giá mục tiêu năm 2021 của Imexpharm là **62.400 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn với cổ phiếu IMP, tỷ suất sinh lời 27%.

- Theo các thương vụ M&A ngành Dược chúng tôi cập nhật được, mức EV/EBITDA 2019 của các doanh nghiệp tại Nhật là 16,6 lần, Mỹ là 15,6 lần và tại Trung Quốc là 29,2 lần. Mức EV/EBITDA của Imexpharm 2020 giao dịch khoảng 11 lần. Chúng tôi để ngỏ rủi ro tăng giá vượt dự báo trong dài hạn, khi Imexpharm nới room ngoại và có cổ đông chiến lược sẵn sàng mua trên 50% cổ phần, để qua đó hỗ trợ doanh nghiệp nhiều hơn về hoạt động kinh doanh. SK Investment nhiều khả năng là đơn vị sẵn sàng gom cổ phần Imexpharm.

TÓM TẮT BCTC:

Bảng CĐKT (Đvt: Tỷ đồng)				
Năm	2017	2018	2019	Q3.2020
Tài sản ngắn hạn	978	835	780	969
Tiền và tương đương tiền	106	190	75	73
Đầu tư TC ngắn hạn	183	4	5	49
CKPT ngắn hạn	396	290	330	49
Hàng tồn kho	282	324	350	437
TSNH khác	10	26	19	19
Tài sản dài hạn	796	940	1.067	1.103
CKPT dài hạn	-	4	2	2
Tài sản cố định	268	315	477	460
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	424	548	490	551
Đầu tư TC dài hạn	66	41	52	52
Tài sản dài hạn khác	39	32	46	38
Lợi thế thương mại				
Tổng tài sản	1.774	1.774	1.847	2.072
Nợ phải trả	378	270	288	440
Phải trả người bán ngắn hạn	225	109	91	77
Người mua trả tiền trước ngắn hạn	2	9	21	26
Phải trả người lao động	23	28	48	2
Chi phí phải trả NH	82	62	48	36
Vay nợ ngắn hạn	0	0	38	198
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0
Các khoản nợ khác	46	62	42	101
Vốn chủ sở hữu	1.395	1.505	1.559	1.633
Vốn góp chủ sở hữu	430	494	494	642
Thặng dư cổ phần	601	601	601	502
LNST chưa phân phối	96	125	158	135
Nguồn khác	268	285	306	354
Tổng nguồn vốn	1.774	1.774	1.847	2.072

Bảng KQ HĐKD (tỷ đồng)				
Năm	2017	2018	2019	9T2020
Doanh thu thuần	1.165	1.185	1.402	882
Giá vốn hàng bán	707	715	875	534
Lợi nhuận gộp	458	470	528	349
Doanh thu HĐ tài chính	18	19	10	8
Chi phí HĐ tài chính	14	18	19	13
Chi phí bán hàng	231	212	225	130
Chi phí QLDN	86	88	100	49
Lãi/lỗ LD LK	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	146	171	194	165
Lợi nhuận khác	1	3	8	2
Lợi nhuận trước thuế	147	174	202	167
Lợi nhuận sau thuế	117	139	162	139
Một số chỉ số tài chính				
Năm	2016	2017	2018	2019
Nhóm chỉ số tăng trưởng (%)				
Tăng trưởng Doanh thu	4,8	15,4	1,7	18,4
Tăng trưởng lãi gộp	5,7	13,1	2,6	12,4
Tăng trưởng LNST cổ đông cty mẹ	8,9	16,0	18,2	17,1
Nhóm chỉ số sinh lời (%)				
Biên lãi gộp	40,1	39,3	39,6	37,6
Biên lãi ròng	10,0	10,1	11,7	11,6
ROA	9,0	8,0	7,8	9,0
ROE	11,0	10,1	9,6	10,6
Cơ cấu tài sản (%)				
TSNH/Tổng TS	62,4	55,1	47,1	42,2
Tổng nợ/Tổng TS	19,0	21,3	15,2	15,6
Nợ vay/Tổng TS	-	-	-	2,0
Nhóm chỉ số định giá				
EPS (đồng)	3.495	2.978	2.976	3.287
BVPS (đồng)	32.348	32.481	30.457	31.565

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam và đang nỗ lực không ngừng để mang lại những dịch vụ tài chính tốt nhất đến với khách hàng. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính, Tư vấn đầu tư và Lưu ký chứng khoán.

Hệ thống chi nhánh**❖ Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (84 28) 3833 6333

Fax: (84 28) 3833 3891

❖ Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1. TP. HCM

Điện thoại: (84 28) 3821 8666

Fax: (84 28) 3821.4891

❖ Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (84 24) 3944 5175

Fax: (84 24) 3944 5178 - 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.