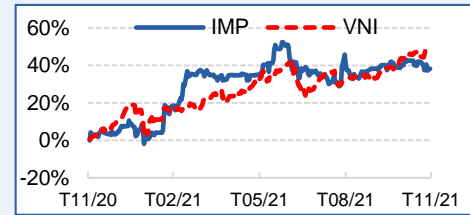


# CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP) [KHẢ QUAN +14,9%]

Cập nhật

Ngành	Dược phẩm		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	29/11/2021	Tăng trưởng DT	-2,4%	-0,9%	47,5%	27,7%
Giá hiện tại	73.000VND	Tăng trưởng EPS	28,0%	-5,9%	58,4%	29,9%
Giá mục tiêu	81.900VND	Biên LN gộp	39,9%	40,0%	42,0%	42,7%
Giá mục tiêu gần nhất	76.900VND	Biên LN ròng	15,3%	15,0%	16,1%	16,5%
TL tăng	+12,2%	EV/EBITDA	15,4x	15,4x	9,9x	7,6x
Lợi suất cổ tức	+2,7%	Giá CP/DTHĐ	51,0x	20,4x	21,3x	18,1x
Tổng mức sinh lời	+14,9%	P/E	25,6x	27,2x	17,2x	13,2x



			IMP	Peers*	VNI
GT vốn hóa	210tr USD	P/E (trượt)	27,9x	15,4x	17,6x
Room KN	0USD	P/B (hiện tại)	2,8x	1,9x	2,8x
GTGD/ngày (30n)	36.000USD	Nợ ròng/CSH	-0,0x	-0,1%	N/A
Cổ phần Nhà nước	22,9%	ROE	11,5%	14,9%	15,8%
SL cổ phiếu lưu hành	66,7 tr	ROA	9,1%	10,1%	2,5%
Pha loãng	66,7 tr				
PEG 3 năm	1,0				

### Tổng quan về công ty:

IMP là công ty sản xuất dược phẩm generic tại Việt Nam. Các sản phẩm chính của công ty bao gồm kháng sinh và các loại thuốc đặc trị. IMP áp dụng công nghệ tiên tiến đạt tiêu chuẩn EU-GMP.

**Trần Thái Sơn**  
Chuyên viên cao cấp

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
Phó Giám đốc

## Lợi nhuận phục hồi khi gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP) khi chúng tôi tin rằng công nghệ sản xuất hàng đầu và công suất dồi dào của IMP cùng với bối cảnh Chính phủ đưa ra những chính sách có lợi cho thuốc chất lượng cao, sản xuất trong nước tại kênh bệnh viện sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng cao trong vài năm tới
- Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2022-2024. Trong khi đó, chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 7% khi việc cập nhật giá mục tiêu đến cuối năm 2022 bù đắp cho việc chúng tôi tăng dự báo chi phí vốn chủ sở hữu thêm 60 điểm cơ bản lên 11,1% sau khi thay đổi các giả định chi phí vốn.
- Kỳ vọng các gián đoạn do dịch COVID-19 hạ nhiệt so với năm 2021, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu từ sản phẩm tự sản xuất lần lượt đạt 50%/29% trong năm 2022/2023, so với mức 1% vào năm 2021 nhờ chi tiêu cho dược phẩm cao hơn - đặc biệt là trong kênh bệnh viện - và giá trị trúng thầu cao vào kênh bệnh viện của IMP.
- Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của mảng sản phẩm tự sản xuất của IMP sẽ tăng từ 41,0% vào năm 2020 lên 44,0% vào năm 2024 trong khi ROIC sẽ tăng từ 16,3% vào năm 2020 lên 31,5% vào năm 2024, dựa theo dự báo của chúng tôi rằng hiệu suất hoạt động tại các nhà máy EU-GMP của IMP sẽ cải thiện từ khoảng 25% vào năm 2020 lên khoảng 65% vào năm 2024.
- Yếu tố hỗ trợ: Hỗ trợ về công nghệ và phân phối từ nhà đầu tư chiến lược SK Group có thể giúp IMP thâm nhập tốt hơn vào phân khúc thuốc nhóm 1 (nhóm thuốc có chất lượng cao nhất trong kênh bệnh viện) và thị trường xuất khẩu.
- Rủi ro: Sự gián đoạn do dịch COVID-19 kéo dài có thể ảnh hưởng đến lưu lượng khách đến nhà thuốc và bệnh viện; cạnh tranh gia tăng; các chính sách không thuận lợi.

### Mức tăng trưởng về giá trị trúng thầu cho thấy triển vọng mạnh mẽ của kênh bệnh viện.

Trong 9 tháng đầu năm 2021, IMP đã trúng thầu 1,4 nghìn tỷ đồng giá trị hợp đồng trong gói thầu kênh bệnh viện. 96% số tiền này đến từ các loại thuốc bậc 1 và 2 - bậc cao nhất về chất lượng thuốc trong bệnh viện. Theo quan điểm của chúng tôi, bất chấp những khó khăn hiện tại từ COVID-19, thực tế là giá trị trúng thầu của IMP trong 9 tháng năm 2021 đã tương đương với 150% giá trị trúng thầu của năm 2020 là chỉ báo tốt cho tăng trưởng trung hạn của công ty. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng kênh bệnh viện - hiện chiếm khoảng 75% chi tiêu cho dược phẩm tại Việt Nam - sẽ vượt mức tăng trưởng chung của toàn ngành (theo công ty nghiên cứu thị trường IQVIA dự kiến ở mức 6-9%) được hỗ trợ bởi độ phủ sóng của bảo hiểm y tế toàn dân ngày càng mở rộng và các quy định chặt chẽ hơn về bán thuốc theo đơn tại các nhà thuốc. Tương ứng, chúng tôi dự báo doanh thu từ kênh bệnh viện của IMP sẽ đạt tăng trưởng CAGR khoảng 55% trong

giai đoạn 2021-2024, qua đó tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu của IMP từ 41% năm 2020 lên 71% vào năm 2024.

**Chúng tôi giả định nhà máy IMP4 mới sẽ đi vào hoạt động vào quý 2/2022, qua đó mở rộng thị trường mục tiêu của IMP trong kênh bệnh viện.** Không giống như các nhà máy EU-GMP khác của IMP tập trung vào các loại thuốc kháng sinh beta-lactam truyền thống (như cephalosporin và penicillin), IMP4 sẽ sản xuất các loại thuốc kháng sinh ngoài beta-lactam chất lượng cao mà Việt Nam phải nhập khẩu từ trước đến nay. Do quá trình xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP cho nhà máy IMP4 dự kiến sẽ bắt đầu vào cuối 2021, chúng tôi kỳ vọng IMP4 sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu vào giữa năm 2022. Chúng tôi dự báo đóng góp của IMP4 vào tổng doanh thu hàng tự sản xuất của IMP lần lượt là 7%/11%/16% trong năm 2022/2023/2024.

## Báo cáo Tài chính

QQLN (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.369</b>	<b>1.357</b>	<b>2.002</b>	<b>2.557</b>	Tiền và tương đương	85	117	84	101
Giá vốn hàng bán	-822	-815	-1.162	-1.465	Đầu tư TC ngắn hạn	64	200	150	50
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>547</b>	<b>542</b>	<b>840</b>	<b>1.092</b>	Các khoản phải thu	318	264	395	511
Chi phí bán hàng	-213	-217	-328	-421	Hàng tồn kho	424	446	493	622
Chi phí quản lí DN	-71	-71	-104	-133	TS ngắn hạn khác	91	106	156	199
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>263</b>	<b>255</b>	<b>408</b>	<b>538</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>982</b>	<b>1.133</b>	<b>1.279</b>	<b>1.484</b>
Doanh thu tài chính	10	13	15	13	TS dài hạn (gộp)	1.463	1.531	1.599	1.667
Chi phí tài chính	-20	-19	-24	-25	- Khấu hao lũy kế	-438	-498	-579	-680
Trong đó, chi phí lãi vay	-5	-7	-6	-2	TS dài hạn (ròng)	1.026	1.034	1.020	987
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	52	52	52	52
Lợi nhuận/(chi phí) khác	3	5	3	3	TS dài hạn khác	37	41	60	77
<b>LNTT</b>	<b>255</b>	<b>254</b>	<b>402</b>	<b>529</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.114</b>	<b>1.126</b>	<b>1.132</b>	<b>1.115</b>
Thuế TNDN	-46	-51	-80	-106	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.096</b>	<b>2.259</b>	<b>2.411</b>	<b>2.599</b>
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>210</b>	<b>203</b>	<b>322</b>	<b>423</b>	Phải trả ngắn hạn	60	69	99	131
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	131	140	50	0
<b>LN ròng trừ CĐTS, báo cáo</b>	<b>210</b>	<b>203</b>	<b>322</b>	<b>423</b>	Nợ ngắn hạn khác	156	130	191	244
<b>LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh (1)</b>	<b>210</b>	<b>203</b>	<b>322</b>	<b>423</b>	Tổng nợ ngắn hạn	347	338	341	375
EBITDA	316	315	489	639	Nợ dài hạn	0	92	92	0
EPS báo cáo, VND	2.847	2.680	4.244	5.512	Nợ dài hạn khác	19	19	19	19
EPS điều chỉnh (1), VND	2.847	2.680	4.244	5.512	<b>Tổng nợ</b>	<b>366</b>	<b>449</b>	<b>452</b>	<b>394</b>
EPS điều chỉnh pha loãng (1), VND	2.847	2.680	4.244	5.512	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.500	2.000	2.500	3.000	Vốn cổ phần	667	667	667	700
DPS/EPS (%)	52,7%	74,6%	58,9%	54,4%	( <sup>1</sup> ) điều chỉnh cho khoản mục bất thường	507	507	507	514
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Lợi nhuận giữ lại	205	284	434	639
<b>Tăng trưởng</b>					Vốn khác	351	351	351	351
Tăng trưởng doanh thu	-2,4%	-0,9%	47,5%	27,7%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LN HĐKD	29,3%	-2,9%	60,1%	31,7%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.730</b>	<b>1.809</b>	<b>1.959</b>	<b>2.204</b>
Tăng trưởng LNTT	26,2%	-0,6%	58,4%	31,5%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.096</b>	<b>2.259</b>	<b>2.411</b>	<b>2.599</b>
Tăng trưởng EPS điều chỉnh	28,0%	-5,9%	58,4%	29,9%	SL cổ phiếu lưu hành. tr	66,7	66,7	66,7	70,0
<b>Khả năng sinh lời</b>					SL vở phiếu quỹ. tr	0,0	0,0	0,0	0,0
Biên LN gộp %	39,9%	40,0%	42,0%	42,7%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN từ HĐ %	19,2%	18,8%	20,4%	21,0%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>75</b>	<b>85</b>	<b>117</b>	<b>84</b>
Biên EBITDA	23,1%	23,2%	24,5%	25,0%	Lợi nhuận sau thuế	210	203	322	423
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,3%	15,0%	16,1%	16,5%	Khấu hao	53	60	81	101
ROE %	12,7%	11,5%	17,1%	20,3%	Thay đổi vốn lưu động	-142	0	-136	-204
ROA %	10,6%	9,3%	13,8%	16,9%	Điều chỉnh khác (*)	-25	-24	-39	-51
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>96</b>	<b>238</b>	<b>228</b>	<b>270</b>
Số ngày tồn kho	171,9	195,1	147,6	138,9	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-112	-68	-68	-68
Số ngày phải thu	74,3	78,3	60,1	64,7	Đầu tư, ròng	-47	-140	31	83
Số ngày phải trả	30,7	28,0	25,4	26,4	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-159</b>	<b>-208</b>	<b>-37</b>	<b>15</b>
TG luân chuyển tiền	215,6	245,3	182,3	177,2	Cổ tức đã trả	-49	-100	-133	-167
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) vốn	30	0	0	40
CS thanh toán hiện hành	2,8	3,3	3,8	4,0	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	93	9	-90	-50
CS thanh toán nhanh	1,6	2,0	2,3	2,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	92	0	-92
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,2	0,3	Tiền từ các hoạt động khác	0	0	0	0
Nợ/Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,0	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>74</b>	<b>1</b>	<b>-223</b>	<b>-269</b>
Nợ/Vốn sử dụng	0,1	0,1	0,1	0,0	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>10</b>	<b>32</b>	<b>-32</b>	<b>16</b>
Nợ/Vốn CSH	-0,0	-0,0	-0,0	-0,1	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>85</b>	<b>117</b>	<b>84</b>	<b>101</b>
Khả năng thanh toán lãi vay	48,6	34,4	65,8	221,3					

Nguồn: thông tin từ công ty, VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Trần Thái Sơn xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

#### Nghân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, TP, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

##### Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.