

NGÀNH: DƯỢC PHẨM
Ngày 08 tháng 07 năm 2024
CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)
Nguyễn Thị Thúy Vân

Chuyên viên phân tích

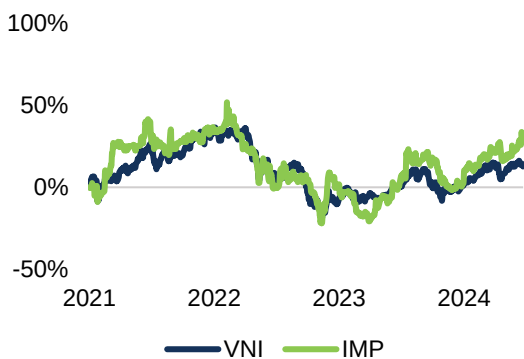
 Email: vanntt3@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7561

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu IMP và VNINDEX


Thông tin giao dịch	08/07/2024
Giá hiện tại (đồng/cp)	76.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	76.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	54.800
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	70,04
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	70,00
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	73.390
% sở hữu nước ngoài	49,7%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	700,4
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.369,36
P/E trailing 12 tháng (lần)	18,03x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	4,159

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 04, Đường 30/4, P.1, Tp. Cao Lãnh, Tỉnh Đồng Tháp
HĐKD chính	Sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu
Lợi thế cạnh tranh	Dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh
Rủi ro chính	Biến động giá hoạt chất dược phẩm (APIs)

Giá thị trường:	76.700	Khuyến nghị
Giá mục tiêu:	89.600	MUA
Chênh lệch:	+17%	

TRIỂN VỌNG ĐẾN TỪ DƯ ĐỊA MỞ RỘNG CÔNG SUẤT TẠI CÁC NHÀ MÁY EU-GMP
➤ KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2024

- Tỷ trọng kênh ETC mở rộng trong Q1/2024**, ước đạt 273 tỷ đồng (+58% YoY). Kết quả này đến từ (1) Bộ Y tế ban hành thông tư 03/2024 bao gồm danh mục thuốc nhóm 2 hạn chế nhập khẩu khi có đủ 3 doanh nghiệp đáp ứng tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP và (2) kênh phân phối ETC-đối tác tăng trưởng tích cực, ước đạt 218 tỷ đồng (+65% YoY). ([Chi tiết](#))
- Doanh thu kênh OTC ước đạt 262 tỷ đồng, giảm 9% YoY** trong bối cảnh thị trường bán lẻ ảm đạm và môi trường cạnh tranh quay trở lại khi chính phủ ban hành nghị định 80/2023/QH15 về việc gia hạn số đăng ký thuốc. ([Chi tiết](#))

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **IMP - CTCP Dược phẩm Imexpharm** niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu IMP là **89.600 đồng/cp**, cao hơn 17% so với mức giá đóng cửa ngày 08/07/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu IMP dựa trên các luận điểm sau:

➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Doanh thu kênh ETC dự phóng đạt 1.163 tỷ đồng (+36% YoY) trong năm 2024** nhờ triển vọng gia tăng công suất tại các nhà máy EU-GMP (IMP 2,3,4) đến từ (1) nhu cầu thuốc kháng sinh dự báo tăng 9,2%/năm, (2) kênh phân phối đa dạng giúp tăng khả năng trúng thầu và (3) tiếp tục hưởng lợi nhờ các chính sách ưu tiên doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nội địa. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng tại các cụm nhà máy EU-GMP đạt 192 triệu đvsp (+13% YoY) trong năm 2024. ([Chi tiết](#))
- Triển vọng khả quan ở kênh OTC nhờ kế hoạch mở rộng phân phối ra phía Bắc.** Hệ thống phân phối của IMP hiện tại chủ yếu tập trung tại các tỉnh miền Nam với khoảng ~70% chi nhánh bán hàng và ~60% trình dược viên. Chúng tôi dự phóng doanh thu kênh OTC của IMP đạt 1.137 tỷ đồng (+5% YoY) trong năm 2024 nhờ (1) kế hoạch thâm nhập thị trường miền Bắc và (2) tăng cường hợp tác với các nhà thuốc (chiếm 82% doanh thu OTC). ([Chi tiết](#))

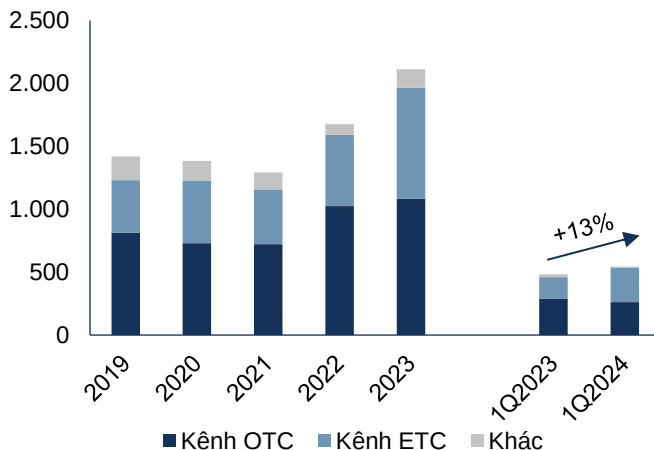
I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA IMP TRONG 2023 VÀ Q1/2024

Khoản mục (tỷ đồng)	2022	2023	%YoY	Q1/2023	Q1/2024	%YoY
Tổng doanh thu	1.676	2.114	26,1%	482	545	13,1%
Kênh OTC	1.024	1.083	5,8%	287	262	-9,0%
Kênh ETC	567	884	56,0%	172	273	58,0%
Khác	86	147	71,6%	22	11	-50,6%
Doanh thu thuần	1.644	1.994	21,3%	479	491	2,5%
Giá vốn hàng bán	946	1.184	25,2%	248	311	25,0%
Lợi nhuận gộp	697	811	16,4%	231	181	-21,8%
Chi phí bán hàng	269	310	15,2%	92	69	-25,0%
Chi phí QLDN	132	120	-9,1%	38	29	-23,7%
Lợi nhuận từ HĐKD	296	381	28,7%	101	83	-17,8%
Doanh thu tài chính	24	25	4,2%	4	2	-50,0%
Chi phí tài chính	29	31	6,9%	6	6	0,0%
Chi phí lãi vay	4	6	50,0%	0	0	N/A
Lợi nhuận khác	1	3	200,0%	1	-1	-200,0%
Lợi nhuận trước thuế	291	377	29,6%	99	78	-21,2%
Lợi nhuận sau thuế	224	300	33,9%	78	62	-20,4%
Chỉ số tài chính						
Tỷ suất LN gộp	42,4%	40,7%	-1,7 đpt	48,2%	36,9%	-11,4 đpt
CP Bán hàng/DTT	16,4%	15,5%	-0,8 đpt	19,2%	14,1%	-5,2 đpt
CP QLDN/DTT	8,0%	6,0%	-2,0 đpt	7,9%	5,9%	-2,0 đpt
Tỷ suất LN HĐKD	18,0%	19,1%	1,1 đpt	21,1%	16,9%	-4,2 đpt
Doanh thu tài chính/DTT	1,5%	1,3%	-0,2 đpt	0,8%	0,4%	-0,4 đpt
Tỷ suất LNTT	17,7%	18,9%	1,2 đpt	20,7%	15,9%	-4,8 đpt

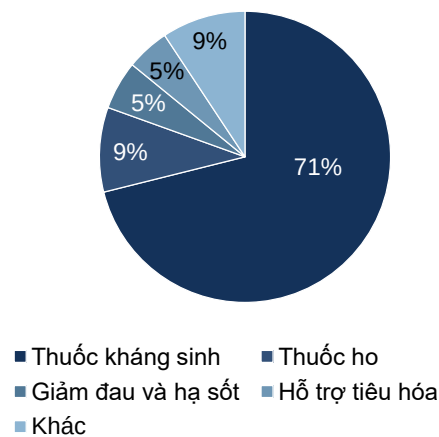
Doanh thu Q1/2024 của IMP đạt 545 tỷ đồng (+13% YoY), chủ yếu đến từ tăng trưởng mạnh mẽ ở kênh ETC (+58% YoY). Trong khi đó, doanh thu ở kênh OTC giảm nhẹ 9% YoY, ghi nhận đạt 262 tỷ đồng trong Q1/2024.

Về cơ cấu sản phẩm, thuốc kháng sinh (chiếm 71% doanh thu) hiện là dòng sản phẩm chủ lực của công ty. Trong đó, chúng tôi ước tính khoảng 70% thuốc kháng sinh được sản xuất theo tiêu chuẩn EU-GMP tại 3 cụm nhà máy IMP 2, 3, và 4. ([Xem thêm: Chi tiết về các nhà máy sản xuất của IMP](#))

Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối của IMP (tỷ đồng)



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của IMP (2023)



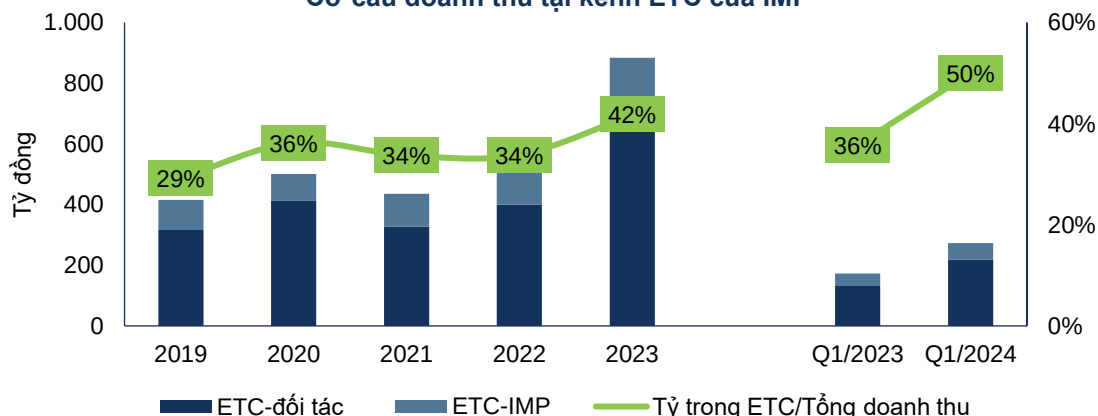
Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

1. Tỷ trọng kênh ETC mở rộng nhờ hưởng lợi từ môi trường pháp lý và đa dạng hóa kênh phân phối ([Quay lại trang bìa](#))

Tại kênh ETC, IMP phân phối qua hai hình thức chính, bao gồm (1) tự đầu thầu (ETC-IMP) và (2) cắt lô cho các nhà phân phối¹ (ETC-đối tác), ước chiếm trung bình lần lượt 28% và 72% doanh thu kênh ETC trong giai đoạn 2018-2023.

Doanh thu kênh ETC của IMP ghi nhận đạt 884 tỷ đồng (+56% YoY) và 273 tỷ đồng (+58% YoY) lần lượt trong năm 2023 và Q1/2024. Theo đó, tỷ trọng doanh thu ETC trên tổng doanh thu mở rộng từ 36% trong Q1/2023 lên 50% trong Q1/2024. Kết quả này đến từ (1) IMP hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ doanh nghiệp dược nội địa và (2) nỗ lực đa dạng hóa các hình thức phân phối ở kênh ETC, đặc biệt đối với ETC-đối tác.

Cơ cấu doanh thu tại kênh ETC của IMP

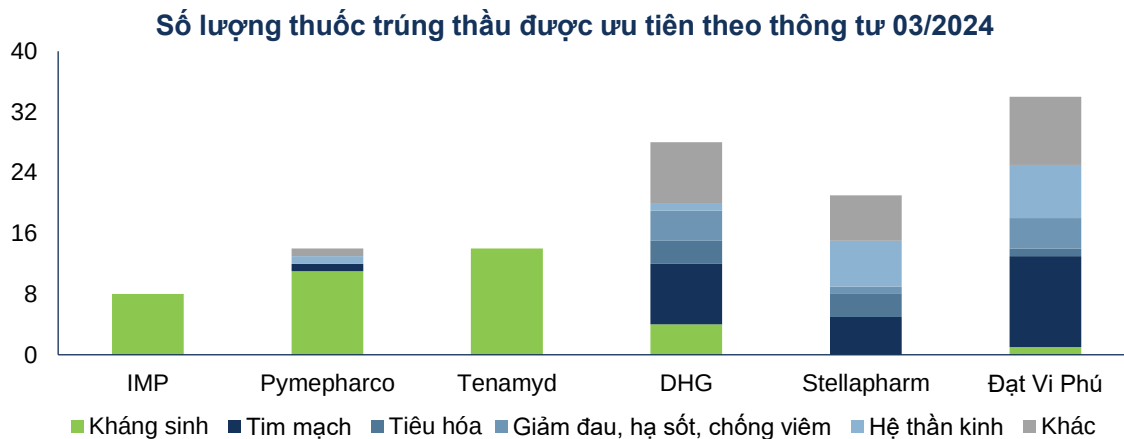


Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

¹ Cắt lô là hình thức ký hợp đồng giữa nhà sản xuất và nhà phân phối thuốc. Tại đó, nhà phân phối sẽ bao tiêu sản phẩm thuốc của nhà sản xuất.

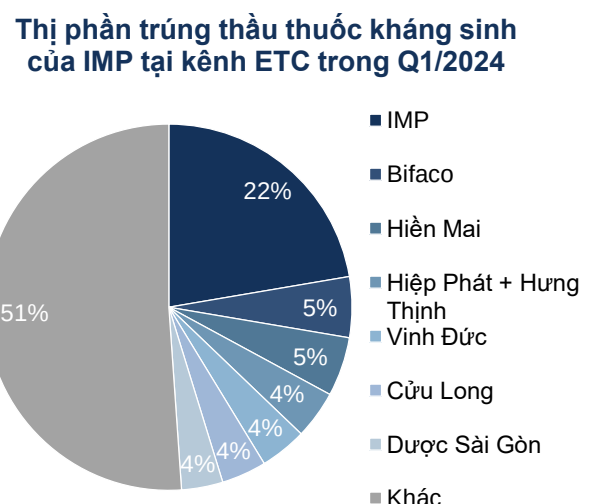
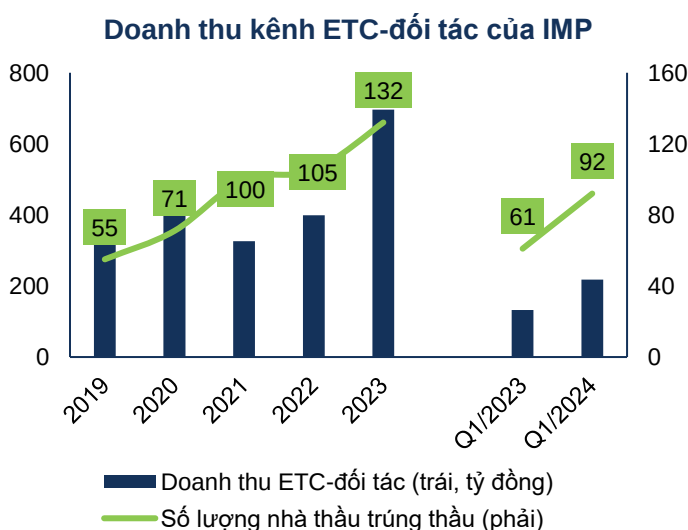
Môi trường pháp lý thuận lợi đối với các doanh nghiệp sở hữu dây chuyền sản xuất tiêu chuẩn cao. Tại [Thông tư 03/2024/TT-BYT](#), Bộ Y tế vừa ban hành danh mục 93 thuốc có ít nhất 3 hãng trong nước đáp ứng các tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP hoặc tương đương (phần lớn thuộc nhóm 2). Do đó, các doanh nghiệp nước ngoài không thể tham gia đấu thầu trong danh mục thuốc này. Điều này giúp gia tăng cơ hội trúng thầu cho các doanh nghiệp nội địa sở hữu dây chuyền sản xuất tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương.

Từ dữ liệu đấu thầu năm 2023 và Q1/2024, chúng tôi ước tính IMP đã trúng thầu 8/93 thuốc (~14% doanh thu kênh ETC của IMP)² thuộc danh mục tại thông tư 03/2024, phần lớn là thuốc kháng sinh nhóm Cephalosporin. Trong khi đó, DHG, Stellapharm và Đạt Vi Phú có số lượng thuốc trúng thầu lớn hơn nhờ sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng, bao gồm các loại thuốc đặc trị khác như: tim mạch, tiêu hóa, hệ thần kinh,...



Nguồn: Dữ liệu trúng thầu năm 2023 và Q1/2024, FPTTS tổng hợp và ước tính

Đa dạng hóa hình thức phân phối giúp doanh thu kênh ETC của IMP tăng trưởng tích cực với CAGR = 36%/năm trong giai đoạn 2018-2023, chủ yếu đến từ sự tăng trưởng nhanh chóng của kênh ETC-đối tác (CAGR = +49%/năm trong cùng giai đoạn). Hoạt động tự đấu thầu (ETC-IMP) và cắt lô cho nhà phân phối (ETC-đối tác) ước chiếm lần lượt 22% và 78% doanh thu thuốc kháng sinh của IMP tại kênh ETC trong Q1/2024. Một số đối tác tiêu biểu tại kênh ETC của IMP bao gồm Bifaco, Hiền Mai, Hiệp Phát và Hưng Thịnh, Vinh Đức,... Chúng tôi đánh giá việc hợp tác với các nhà phân phối giúp IMP (1) gia tăng khả năng trúng thầu, từ đó mở rộng doanh thu kênh bệnh viện, và (2) tiết kiệm chi phí bán hàng.



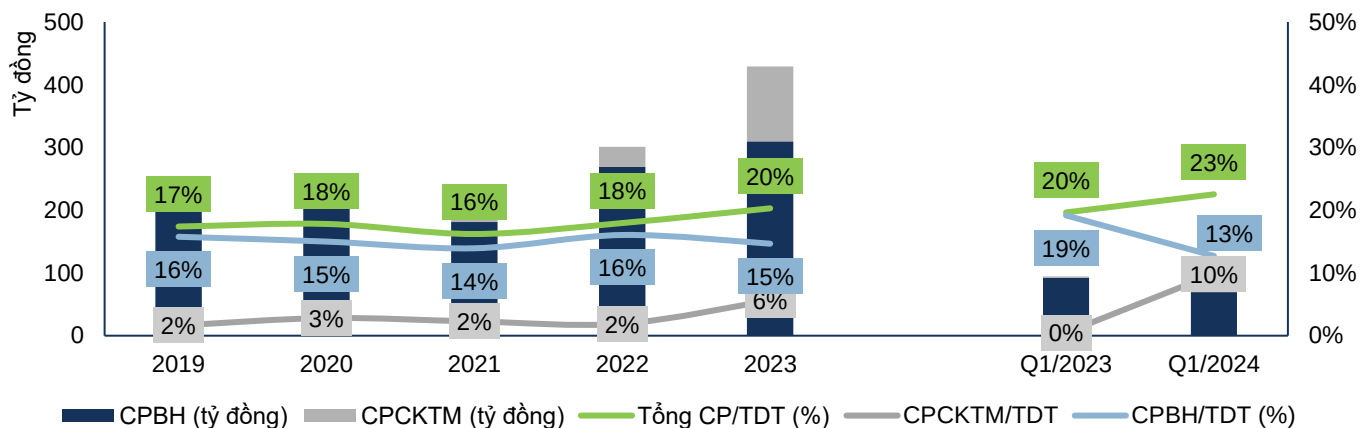
Nguồn: IMP, Cục Quản Lý Dược, FPTTS tổng hợp và ước tính

² Nguồn: Dữ liệu trúng thầu năm 2023, FPTTS tổng hợp và ước tính

Trong Q1/2024, doanh thu kênh ETC-đối tác đạt 218 tỷ đồng (+65% YoY) nhờ tăng số lượng nhà thầu trúng thầu từ 61 trong Q1/2023 lên 92 (+51% YoY) trong Q1/2024. Về chi phí hoạt động tại kênh ETC, IMP sẽ ghi nhận chi phí bán hàng đối với hoạt động tự đấu thầu và phân phối thuốc tại các cơ sở y tế. Trong khi đó, việc cắt lỗ cho đối tác sẽ giúp IMP tiết kiệm khoản chi phí này. Thay vào đó, IMP phải xây dựng mức chiết khấu phù hợp cho các nhà phân phối để bù đắp chi phí bán hàng. Theo đó, chi phí bán hàng (CPBH) và chi phí chiết khấu thương mại (CPCKTM) lần lượt đạt 69 tỷ đồng (-25% YoY) và 53 tỷ đồng (+2.151% YoY) trong Q1/2024.

Tỷ lệ CPBH/tổng doanh thu của IMP giữ ở mức ổn định 15% trong giai đoạn 2019-2023 và giảm 6 đpt YoY (đạt 13%) trong Q1/2024 nhờ tiết kiệm được nhiều khoản chi phí bán hàng khi cắt lỗ cho đối tác. Trong khi đó, tỷ lệ CPCKTM/tổng doanh thu ghi nhận mức tăng đáng kể, lần lượt đạt 6% (+4 đpt YoY) và 10% (+10 đpt YoY) trong năm 2023 và Q1/2024. Điều này dẫn đến tỷ trọng tổng chi phí hoạt động kênh ETC/tổng doanh thu tăng nhẹ so với cùng kỳ, ước tính lần lượt đạt 20% (+2 đpt YoY) và 23% (+3 đpt YoY) trong năm 2023 và Q1/2024.

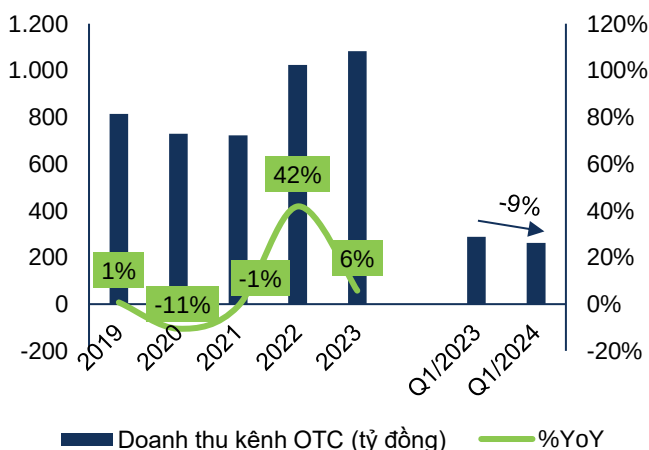
Chi phí bán hàng và chi phí chiết khấu cho đối tác của IMP



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Doanh thu kênh OTC giảm nhẹ trong bối cảnh thị trường bán lẻ phục hồi chậm ([Quay lại trang bìa](#))

Tăng trưởng kênh OTC của IMP



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

Năm 2023, IMP ghi nhận doanh thu OTC đạt 1.083 tỷ đồng (+6% YoY), tăng trưởng tích cực hơn thị trường OTC ngành dược (+5,5% YoY³) nhờ (1) doanh thu phân phối qua các chuỗi nhà thuốc tăng gấp 3 lần svck, ước đạt 97 tỷ đồng và (2) hưởng lợi khi doanh nghiệp nước ngoài hết hạn đăng ký thuốc. Trong Q1/2024, doanh thu kênh OTC của IMP đạt 262 tỷ đồng, giảm 9% YoY do (1) nhu cầu yếu trong bối cảnh thị trường bán lẻ phục hồi chậm, và (2) môi trường cạnh tranh trở về mức bình thường khi chính phủ ban hành nghị định 80/2023/QH15 về việc gia hạn số đăng ký thuốc. Theo đó, IMP chủ động điều tiết giảm ~4,3% YoY lượng hàng sản xuất tại nhà máy IMP1⁴ (đóng góp 42% doanh thu trong Q1/2024) trong bối cảnh thị trường OTC tăng trưởng chậm.

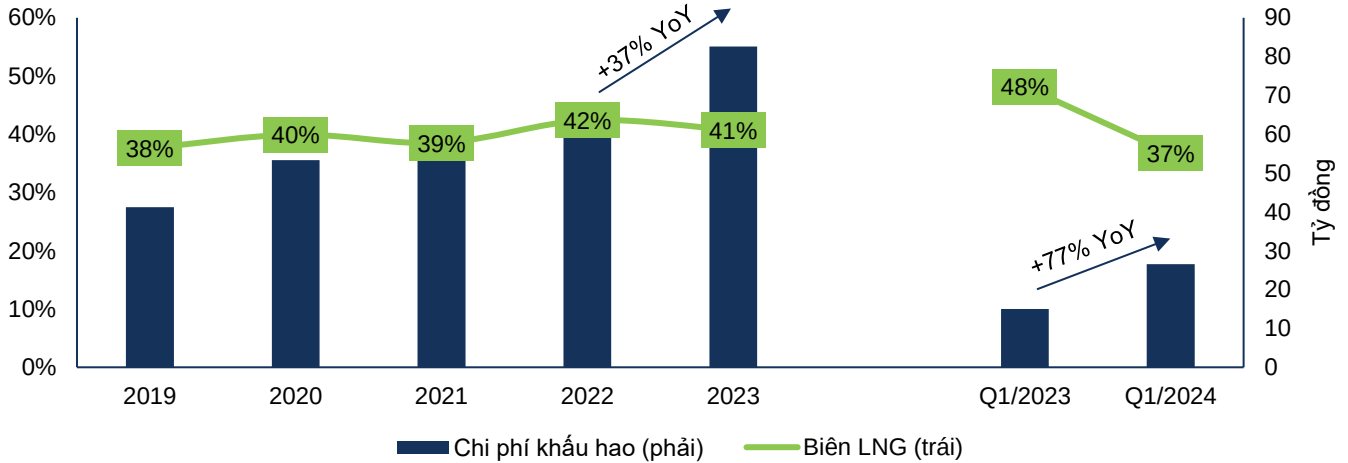
³ Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp

⁴ Nhà máy IMP1: sản xuất thuốc phân khúc WHO-GMP, phần lớn tiêu thụ ở kênh OTC

3. Biên lợi nhuận gộp Q1/2024 giảm do giá nguyên liệu đầu vào và chi phí khấu hao tăng

Biên lợi nhuận gộp của IMP ghi nhận giảm 11 đpt YoY, đạt 37% trong Q1/2024 do giá nguyên liệu đầu vào và chi phí khấu hao tăng đáng kể. Cụ thể, giá APIs trong Q1/2024 tăng 3% YoY (theo IMP) và chi phí khấu hao ghi nhận đạt 26,6 tỷ đồng, tăng mạnh 77% YoY đến từ nhà máy IMP4 bắt đầu đi vào vận hành từ Q3/2023.

Biên lợi nhuận gộp Q1/2024 có xu hướng giảm



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Về kế hoạch doanh thu năm 2024, IMP đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt 2.365 tỷ đồng (+19% YoY) và 423 tỷ đồng (+12% YoY). Với doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế trong Q1/2024 đạt 491 tỷ đồng và 78 tỷ đồng, IMP đã hoàn thành 21% kế hoạch doanh thu và 18% kế hoạch lợi nhuận năm 2024.

Bảng: Kế hoạch kinh doanh năm 2024 của IMP

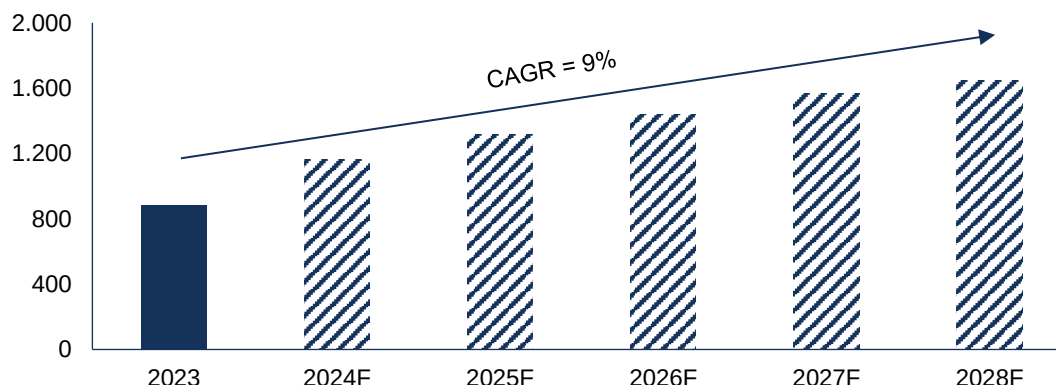
Chỉ tiêu	TH2023	KH2024	Tăng trưởng	%KH2024
Tổng doanh thu	2.113	2.630	24%	21%
Kênh OTC	1.083	1.214	12%	22%
Kênh ETC	884	1.316	49%	21%
Doanh thu thuần	1.994	2.365	19%	21%
Lợi nhuận trước thuế	377	423	12%	18%

Chúng tôi đưa ra đánh giá thận trọng về mức tăng trưởng tại hai kênh OTC và ETC từ mức nền tương đối cao trong năm 2023, kỳ vọng lần lượt đạt +5% và +32% YoY trong năm 2024 – thấp hơn 7 đpt và 17 đpt so với kế hoạch của IMP. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của IMP đạt 2.363 tỷ đồng (19% YoY, 90% KH) và 405 tỷ đồng (7% YoY, 96% KH) trong năm 2024. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ tại kênh ETC và kế hoạch mở rộng thị trường ở kênh OTC dựa trên các luận điểm sau:

1. Kênh ETC – Dự địa gia tăng công suất thuốc kháng sinh tại các cụm nhà máy EU-GMP (Quay lại)

Chúng tôi dự phóng doanh thu kênh ETC năm 2024 của IMP đạt 1.136 tỷ đồng (+32% YoY). Trong giai đoạn 2024F-2027F, chúng tôi kỳ vọng doanh thu kênh ETC của IMP tăng trưởng với tốc độ 9%/năm. Kết quả này đến từ triển vọng gia tăng công suất tại các cụm nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP (bao gồm IMP2, 3 và 4) nhờ (1) nhu cầu sử dụng thuốc kháng sinh dự báo tăng trưởng với CAGR=9,2%/năm trong giai đoạn 2023-2027F (theo IQVIA, IMP), (2) kênh phân phối đa dạng giúp tăng khả năng trúng thầu và (3) môi trường pháp lý thuận lợi giúp IMP tiếp tục mở rộng doanh thu thuốc kháng sinh phân khúc nhóm 1-2. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng kênh ETC-đối tác và ETC-IMP lần lượt đạt 947 tỷ đồng (+36% YoY) và 216 tỷ đồng (+15% YoY) trong năm 2024.

Dự phóng doanh thu kênh ETC của IMP giai đoạn 2024F-2028F (tỷ đồng)



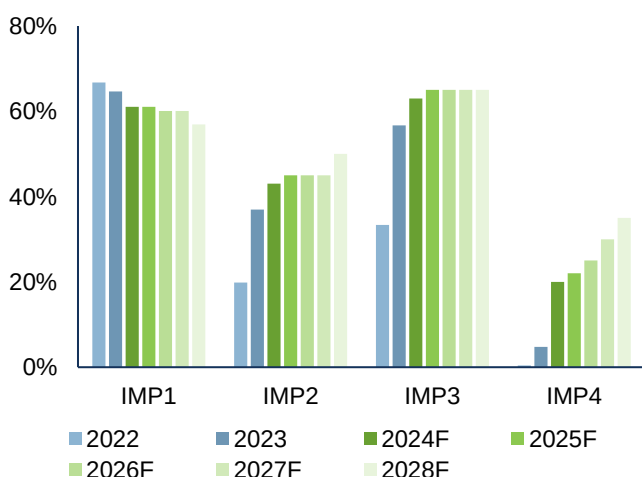
Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

Trong 2023, các cụm nhà máy IMP2, 3, và 4 đạt lần lượt 37%, 57% và 5% công suất, tương ứng với mức tăng trưởng +86% YoY, +70% YoY và +1.050% YoY về sản lượng. Trong khi đó, công suất nhà máy IMP1 (tiêu chuẩn WHO-GMP) giảm nhẹ, đạt 67% (-3 đpt YoY) do nhu cầu giảm tại kênh OTC.

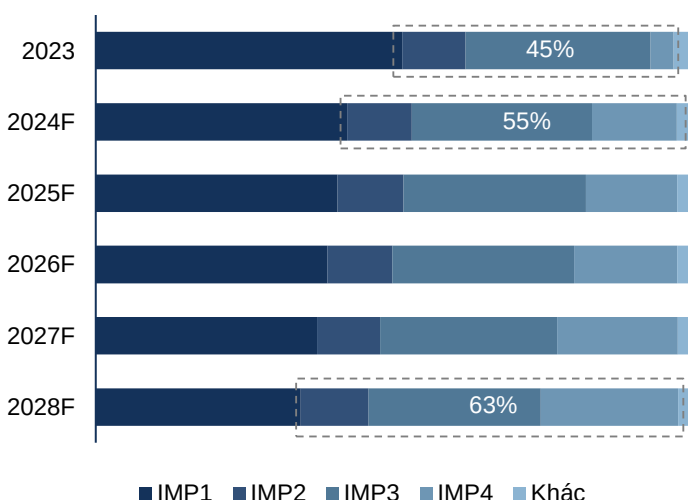
Chúng tôi đánh giá kết quả này phù hợp với định hướng tập trung vào dòng sản phẩm chất lượng cao của IMP và dự phóng công suất các nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP tiếp tục cải thiện trong giai đoạn 2024F-2028F. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tại các nhà máy EU-GMP đạt 192 triệu đvsp (+13% YoY) trong năm 2024 và đạt mức tăng trưởng với tốc độ CAGR = 10%/năm giai đoạn 2024F-2028F. Theo đó, tỷ trọng đóng góp doanh thu ước tính của các nhà máy EU-GMP tăng từ 901 tỷ đồng (~45% doanh thu) trong 2023 lên lần lượt 1.296 tỷ đồng (~55% doanh thu) và 1.873 tỷ đồng (~63% doanh thu) trong năm 2024F và 2028F.

Theo chia sẻ từ IMP, nhà máy IMP4 (vận hành từ Q3/2023) sở hữu dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và dịch truyền kháng sinh đạt chuẩn EU-GMP đầu tiên tại Việt Nam. Nhờ đó, IMP có thể sản xuất thuốc có chất lượng tương đương với giá rẻ hơn từ 15%-80% so với thuốc nhập khẩu ([Xem thêm: So sánh giá bán thuốc kháng sinh tiêm nhóm 1, 2](#)). IMP kỳ vọng nhà máy IMP4 sẽ đạt điểm hòa vốn trong năm 2024 nhờ nhu cầu tăng ở phân khúc thuốc kháng sinh dạng tiêm – dịch truyền chất lượng cao (EU-GMP) với số lượng đơn đặt hàng trước trong năm 2024 ở mức cao.

Dự phóng công suất các cụm nhà máy của IMP (%)



Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các cụm nhà máy của IMP (%)



Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

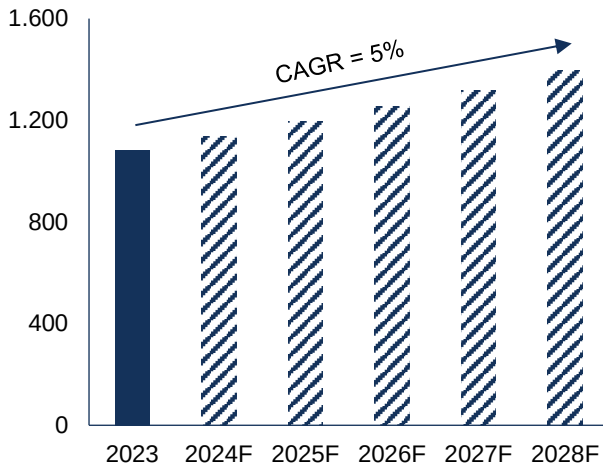
2. Kênh OTC - Triển vọng khả quan nhờ kế hoạch mở rộng mạng lưới phân phối ra Miền Bắc và đẩy mạnh hợp tác với các nhà thuốc [\(Quay lại\)](#)

Tại kênh OTC, IMP hiện phân phối sản phẩm qua (1) 18 chi nhánh bán hàng với hơn 250 trình dược viên, và (2) ~17.500 nhà thuốc trên toàn quốc. Doanh thu tại kênh OTC năm 2024 của IMP dự phóng đạt 1.137 tỷ đồng (+5% YoY). Trong giai đoạn 2024F-2028F, chúng tôi dự phóng doanh thu kênh OTC tăng trưởng với tốc độ CAGR = 5%/năm. Chúng tôi đánh giá triển vọng tại kênh OTC của IMP khả quan nhờ (1) kế hoạch thâm nhập thị trường miền Bắc và (2) tăng cường hợp tác với các nhà thuốc (chiếm 82% doanh thu OTC).

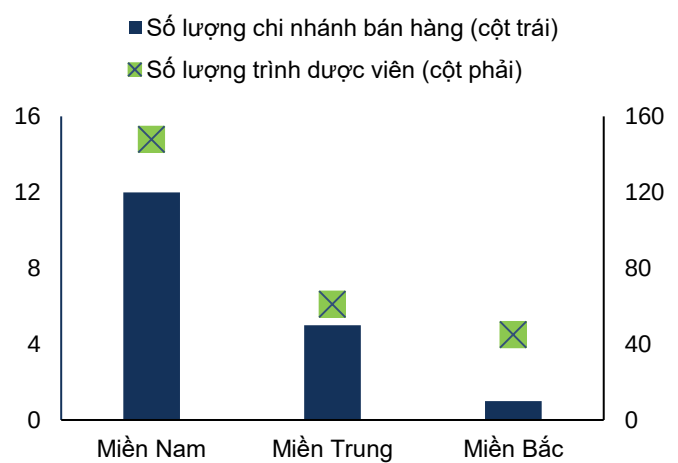
Kế hoạch mở rộng mạng lưới bán hàng ở Miền Bắc

Hệ thống bán hàng của IMP hiện tập trung chủ yếu tại các tỉnh phía Nam với 12 chi nhánh và 148 trình dược viên, chiếm lần lượt 67% và 58% về số lượng. Để mở rộng doanh thu và tăng cường nhận diện thương hiệu tại kênh OTC, IMP có kế hoạch (1) tăng số lượng trình dược viên và (2) mở thêm 2-3 chi nhánh tại các tỉnh phía Bắc trong giai đoạn 2024F-2027F. Chúng tôi ước tính kế hoạch thâm nhập vào thị trường miền Bắc sẽ đóng góp 80-120 tỷ vào doanh thu kênh OTC, tương ứng với mức 3-10% doanh thu kênh OTC mỗi năm trong giai đoạn 2024F-2028F.

Dự phóng doanh thu kênh OTC của IMP giai đoạn 2024F-2028F (tỷ đồng)



Hệ thống bán hàng trên toàn quốc của IMP (Q1/2024)

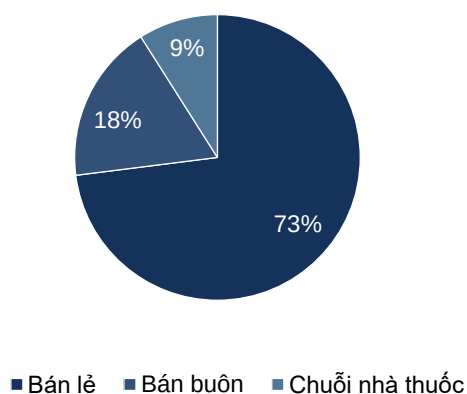


Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

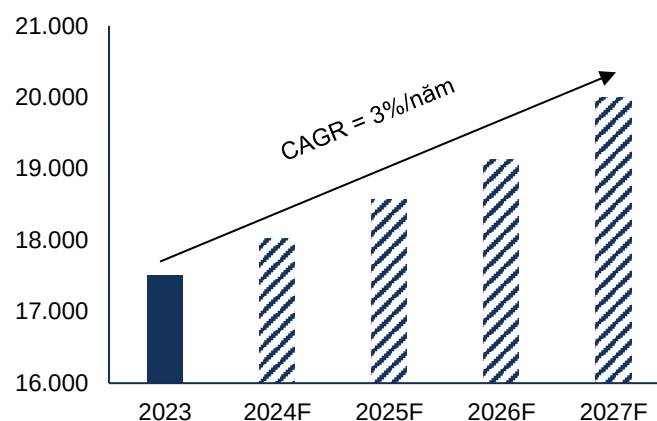
Kế hoạch tăng cường hợp tác với các nhà thuốc

IMP hiện đang phân phối thuốc qua ~17.500 nhà thuốc trên toàn quốc, bao gồm các nhà thuốc tư nhân và các chuỗi nhà thuốc (gồm Long Châu, Pharmacy, An Khang, Trung Sơn,...), chiếm khoảng 82% doanh thu kênh OTC. Trong đó, các nhà thuốc tư nhân và chuỗi nhà thuốc chiếm tỷ trọng lần lượt 73% và 9% doanh thu kênh OTC. IMP đặt kế hoạch mở rộng số lượng khách hàng nhà thuốc hiện hữu từ 17.500 trong 2023 lên 20.000 trong 2027 với CAGR = 3%/năm. Chúng tôi đánh giá kế hoạch mở rộng hợp tác với các nhà thuốc tại kênh OTC của IMP tương đối khả thi nhờ (1) khả năng mở rộng 2.500 khách hàng/năm trong giai đoạn 2022-2023 và (2) tiềm năng rộng mở tại thị trường miền Bắc.

Cơ cấu doanh thu kênh OTC theo khách hàng của IMP (Q1/2024)



Dự phóng số lượng khách hàng nhà thuốc của IMP (2023-2027F)

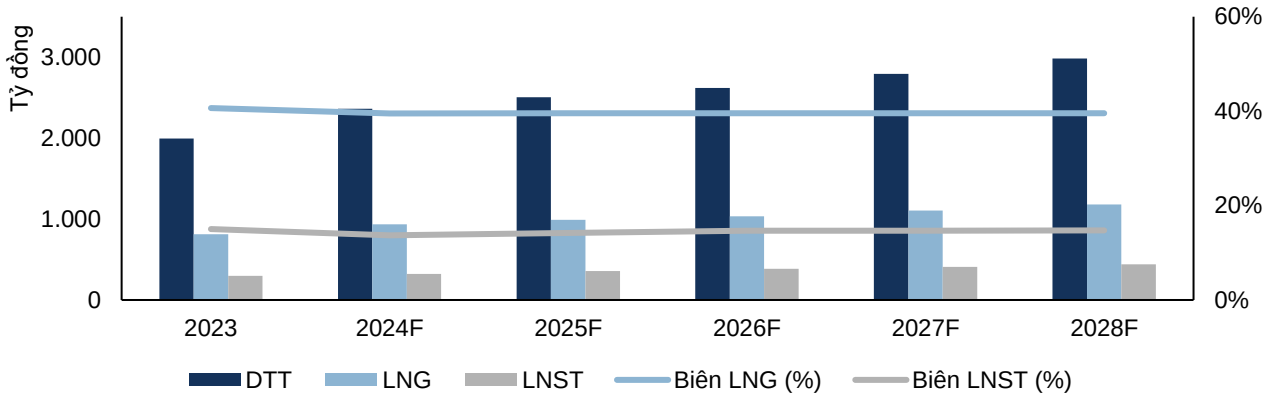


Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính

IV. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa trên những phân tích về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tài chính của IMP, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của IMP giai đoạn 2024F-2028F như sau:

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của IMP (2024F-2028F)



Nguồn: FPTTS tổng hợp và dự phóng

Chỉ tiêu	Giả định
Doanh thu thuần	Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của IMP đạt 2.363 tỷ đồng (+19% YoY) trong năm 2024, và tăng trưởng với CAGR = 6%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F. Trong đó, doanh thu hàng sản xuất của IMP ước tính đạt 2.284 tỷ đồng (+19% YoY) trong năm 2024, động lực chủ yếu đến từ dòng thuốc kháng sinh chủ lực của công ty. Trong giai đoạn 2024F-2033F, chúng tôi dự phóng doanh thu hàng sản xuất của IMP tăng trưởng với tốc độ 6%/năm. Cụ thể: Thuốc kháng sinh: Doanh thu dự phóng đạt 1.805 tỷ đồng (+27% YoY) trong năm 2024 nhờ (1) dư địa mở rộng công suất tại các dây chuyền EU-GMP, (2) kênh phân phối đa dạng giúp gia tăng khả năng trúng thầu tại kênh ETC và (3) triển vọng mở rộng hệ thống bán hàng và phân phối tại kênh OTC. Trong giai đoạn 2024F-2028F, doanh thu ước tính tăng trưởng với CAGR = 8% nhờ triển vọng tích cực đến từ (1) nhu cầu tiêu thụ thuốc kháng sinh dự báo tăng 9,2%/năm và (2) lợi thế dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh tiêu chuẩn cao tại nhóm 1, 2. Thuốc khác: Doanh thu ước tính đạt 478 tỷ đồng (-4,1% YoY) trong năm 2024 và dự kiến duy trì tăng trưởng với tốc độ 2%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F do tình hình cạnh tranh gay gắt khi phần lớn các loại thuốc khác (thuốc ho, giảm đau hạ sốt,...) được sản xuất tại nhà máy IMP1 (tiêu chuẩn WHO-GMP) và không có lợi thế cạnh tranh.
Biên lợi nhuận gộp	Trong năm 2024, chúng tôi dự phóng biên gộp đạt 39,5% (-1,1 đpt YoY) với giả định chi phí khấu hao duy trì ở mức cao, đạt 7% doanh thu thuần (hơn 3 đpt so với thời điểm nhà máy IMP4 chưa đi vào hoạt động). Giai đoạn 2024F-2028F, biên gộp dự báo giữ ở mức ổn định, trung bình đạt 39,5%.
Lợi nhuận trước thuế	Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế năm 2024 đạt 405 tỷ đồng (+7% YoY), dựa trên giả định tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu lần lượt đạt 15,5% và 6%. Giai đoạn 2025F-2028F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.
Lợi nhuận sau thuế	Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2024 đạt 324 tỷ đồng (+8% YoY), dựa trên giả định thuế TNDN là 20%. Giai đoạn 2027F-2028F, chúng tôi giữ nguyên những giả định này.

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá IMP bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu IMP theo các phương pháp có mức bình quân là 89.600 VNĐ/cp, cao hơn 17% so với mức giá đóng cửa ngày 08/07/2024. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	89.600	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	89.600	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		89.600	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2024	8,9%	Phần bù rủi ro	10,4%
Chi phí sử dụng nợ	7,6%	Hệ số Beta	0,6
Chi phí sử dụng vốn	9,0%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,6%	Thời gian dự phóng	5 năm

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		6.124.404
(+) Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VNĐ)		199.201
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		49.422
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		6.274.182
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		70
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		89.600
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		6.273.432
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		89.600

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Tỷ đồng

Hoạt động kinh doanh	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1.644	1.994	2.363	2.506
Giá vốn hàng bán	(946)	(1.184)	(1.430)	(1.515)
Lợi nhuận gộp	697	811	934	990
Chi phí bán hàng	(269)	(310)	(367)	(389)
Chi phí quản lý DN	(132)	(120)	(142)	(150)
Lợi nhuận thuần HĐKD	297	381	425	451
(Lỗ)/lãi HĐTC	(2)	(1)	(19)	(4)
Lợi nhuận khác	1	3	3	4
LNTT, lãi vay	295	383	409	450
Chi phí lãi vay	(4)	(6)	(4)	(5)
LNTT, lãi vay	291	377	405	445
Thuế TNDN	(68)	(78)	(81)	(89)
LNST CT Mẹ	224	300	324	356
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST CT Mẹ	224	300	324	356
EPS (đ)	3	4	4	4
EBITDA	360	464	585	630
Khấu hao, dự phòng	65	80	177	179
Tăng trưởng doanh thu	30%	21%	19%	6%
Tăng trưởng LN HĐKD	27%	29%	30%	-2%
Tăng trưởng EBIT	21%	30%	26%	2%

Chỉ số khả năng sinh lời	2022A	2023A	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	42%	41%	40%	40%
Tỷ suất LNST	14%	15%	14%	14%
ROE DuPont	12%	15%	14%	14%
ROA DuPont	10%	13%	13%	12%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	18%	19%	17%	18%
LNTT / EBIT	99%	98%	99%	99%
LNST/LNTT	77%	79%	80%	80%
Vòng quay tổng tài sản	0,7x	0,9x	0,9x	0,9x
Đòn bẩy tài chính	1,2x	1,2x	1,2x	1,2x

Chỉ số hiệu quả vận hành	2022A	2023A	2024F	2025F
Thời gian luân chuyển tiền	147,5	151,0	184,2	195,4
Số ngày phải thu	62,8	51,9	50,0	52,7
Số ngày tồn kho	178,9	175,1	197,1	209,6
Số ngày phải trả	94,3	76,0	63,0	67,0
COGS / Hàng tồn kho	1,9	2,7	2,0x	1,8x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022A	2023A	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	2,9x	3,9x	4,6x	5,2x
CS thanh toán nhanh	1,7x	1,6x	2,3x	3,0x
CS thanh toán tiền mặt	1,0x	0,6x	1,3x	2,0x
Nợ / Tài sản	0,2x	0,1x	0,1x	0,1x
Nợ / Vốn CSH	0,2x	0,1x	0,2x	0,2x
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2x	0,1x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng TT lãi vay	77,8x	63,5x	98,9x	90,9x

Cân đối kế toán	2022A	2023A	2024F	2025F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền	390	199	496	777
Các khoản phải thu	271	297	351	373
Hàng tồn kho	436	699	845	896
Tài sản ngắn hạn khác	7	12	14	15
Tổng tài sản ngắn hạn	1.104	1.207	1.707	2.061
Tài sản CĐHH	489	936	783	628
<i>Nguyên giá</i>	<i>1.036</i>	<i>1.553</i>	<i>1.576</i>	<i>1.601</i>
<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>-547</i>	<i>-617</i>	<i>-794</i>	<i>-973</i>
Đầu tư tài chính dài hạn	71	71	71	71
Tài sản dài hạn khác	33	131	156	165
Xây dựng cơ bản dở dang	581	47	47	47
Tổng tài sản dài hạn	1.173	1.185	1.057	911
Tổng Tài sản	2.277	2.393	2.764	2.972
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	95	49	59	63
Các khoản phải trả	269	224	270	286
Quỹ khen thưởng	18	35	42	44
Nợ ngắn hạn	382	308	371	393
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ	382	308	371	393
Vốn góp chủ sở hữu	667	700	770	847
Thặng dư	507	507	507	507
LN chưa phân phối	265	440	664	756
Các khoản khác	455	437	452	468
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.894	2.085	2.393	2.579
Tổng cộng nguồn vốn	2.277	2.393	2.764	2.972

Lưu chuyển tiền tệ	2022A	2023A	2024F	2025F
Tiền đầu năm	384	390	199	496
Lợi nhuận sau thuế	232	293	324	356
Khấu hao	60	83	177	179
Dự phòng	5	(2)	0	0
Thay đổi VLD và điều chỉnh	82	(413)	(189)	(80)
Tiền từ hoạt động KD	379	(40)	311	456
Thanh lý tài sản cố định	1	3	0	0
Chi mua sắm TSCĐ	(99)	(64)	(24)	(24)
Các HĐ đầu tư khác	(101)	140	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	(199)	79	(24)	(24)
Thay đổi nợ	(172)	(46)	10	4
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(100)	(67)	0	(154)
Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	(272)	(112)	10	(151)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(92)	(73)	297	281
Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối năm	390	199	496	777

VII. PHỤ LỤC
Phụ lục: Chi tiết về các cụm nhà máy sản xuất của IMP ([Trở về nội dung chính](#))

Cụm nhà máy	Tiêu chuẩn sản xuất	Sản phẩm	Số lượng dây chuyền	Công suất ⁵ (triệu đvsp)
IMP1	WHO-GMP	Non-Betalactam, Kháng sinh Penicillin, Thực phẩm chức năng, Thảo dược	10	1.325
IMP2		Kháng sinh Pencillin	4	137
IMP3		Kháng sinh Caphalosporin, Penicillin	5	210
IMP4		Thuốc tiêm non-betalactam	3	24

Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp và ước tính
Phụ lục: So sánh giá trúng thầu thuốc kháng sinh dạng tiêm Nhóm 1, 2 ([Trở về nội dung chính](#))

Tên hoạt chất - Hàm lượng	Nhà sản xuất	Giá	% chênh lệch giá
Colistin - 1MIU	Imexpharm	305.000	24%
	Tarchomin Pharmaceutical Works "Polfa" S.A. (Ba Lan)	377.000	
Ofloxacin - 200mg/100ml	Imexpharm	135.000	15%
	Altan Pharmaceuticals, S.A. (Tây Ban Nha)	155.000	
Ofloxacin - 750mg/150ml	Imexpharm	155.000	55%
	InfoRLife SA (Thụy Sĩ)	240.000	
Levofloxacin - 250mg/50ml	Imexpharm	49.700	80%
	InfoRLife SA (Thụy Sĩ)	89.400	

⁵ Dữ liệu công suất được ước tính dựa trên tài liệu công bố năm 2023 và Q1/2024.

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.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu IMP, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào 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 <https://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: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

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

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

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: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888