

CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP)

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

Ngành

Dược phẩm

Ngày báo cáo

23/07/2024

Giá hiện tại

81.000 VND

Lợi suất cổ tức

1,1%

* Lợi suất cổ tức dựa trên DPS năm 2023

GT vốn hóa

6,3 nghìn tỷ đồng

Room KN

1,6 nghìn tỷ đồng

GTGD/ngày (30n)

10,2 tỷ đồng

Cổ phần Nhà nước

22%

SL cổ phiếu lưu hành

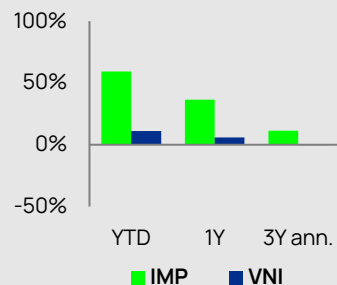
77 tr

	IMP	Peers	VNI
P/E (trượt)	25,9x	14,7x	15,9x
P/B (ht)	2,9x	1,5x	1,8x
ROA	11,5%	6,4%	1,9%
ROE	11,2%	11,3%	12,1%

Tổng quan Công ty

IMP là công ty dược phẩm generic tại Việt Nam. Sản phẩm chính của công ty bao gồm thuốc kháng sinh và thuốc điều trị đặc hiệu. IMP sử dụng công nghệ tiên tiến đáp ứng tiêu chuẩn sản xuất EU-GMP.

Diễn biến giá cổ phiếu



Tổng Hoàng Trâm Anh

Chuyên viên cao cấp

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc

	2021	2022	2023	Q1 2024
Doanh thu (tỷ đồng)	1.267	1.644	1.994	491
% YoY	-7,5%	29,8%	21,3%	2,5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	189	224	300	62
% YoY	-9,8%	18,2%	34,0%	-20,4%
EPS	-6,6%	11,1%	38,5%	-20,4%
% YoY				
Biên LN gộp	38,5%	42,4%	40,6%	36,8%
Biên EBITDA	23,6%	21,8%	23,4%	21,2%
Biên LN từ HĐKD	18,5%	18,0%	19,1%	16,0%
Biên LN ròng	14,9%	13,6%	15,0%	12,6%
EV/EBITDA*	16,1x	10,1x	13,0x	15,7x
P/E*	29,8x	21,3x	24,5x	25,9x
P/B*	2,8x	2,1x	3,0x	2,9x
ROE	10,7%	12,1%	15,1%	11,2%

* Định giá dựa trên diễn biến giá cổ phiếu trước đây - ngoại trừ định giá năm 2023 và quý 1/2024, được dựa trên giá cổ phiếu hiện tại và lượng cổ phiếu đang lưu hành

Kênh ETC dự kiến dẫn dắt doanh thu năm 2024; nhà máy IMP5 mới vào năm 2027

- CTCP Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP) là nhà sản xuất và phân phối thuốc kháng sinh lớn nhất tại Việt Nam.
- IMP báo cáo KQKD năm 2023 cao kỷ lục với doanh thu thuần đạt 2 nghìn tỷ đồng (+21% so với cùng kỳ - svck) và LNST sau lợi ích CĐTS đạt 300 tỷ đồng (+34% svck).
- Doanh thu của IMP từ kênh ETC (kênh bán thuốc theo toa, chủ yếu bán cho bệnh viện) tăng 40% svck do lượng bệnh nhân đến thăm khám tại các bệnh viện tăng và độ phủ bảo hiểm y tế cao hơn vào năm 2023.
- Quý 1/2024 ghi nhận kết quả trái chiều với doanh thu thuần tăng 3% svck nhờ doanh thu từ kênh ETC tăng mạnh (+58% YoY). Ngoài ra, LNST sau lợi ích CĐTS giảm 20% svck do chi phí đầu vào tăng và chi phí hoạt động cao hơn từ nhà máy IMP4 mới đi vào hoạt động vào quý 3/2023.
- IMP đặt kế hoạch LNTT năm 2024 là 432 tỷ đồng (+12% svck). Trong quý 1/2024, công ty đã hoàn thành 18% kế hoạch để ra trong năm 2024.
- IMP đặt kế hoạch ưu tiên kênh ETC vào năm 2024, tận dụng vị thế trên thị trường thuốc kháng sinh và các chính sách thuận lợi cho các dòng thuốc tuân thủ tiêu chuẩn EU-GMP. Bên cạnh đó, việc khánh thành và đưa vào hoạt động nhà máy IMP4 trong thời gian gần đây sẽ thúc đẩy sản lượng, từ đó giúp tăng doanh thu.
- IMP có kế hoạch mở rộng sang dòng thuốc ngoài kháng sinh với nhà máy IMP5. Với thời gian đi vào hoạt động dự kiến vào năm 2027, chúng tôi tin rằng IMP5 sẽ giúp IMP nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng về thuốc điều trị bệnh mãn tính và tim mạch trong trung hạn.
- IMP hiện đang giao dịch với P/E trượt là 25.9x lần (với giả định tỷ suất thường và phúc lợi trên LNST là 15%) - cao hơn so với các công ty cùng ngành mà chúng tôi đã lựa chọn. Mức P/E trượt này cho thấy kỳ vọng tích cực của nhà đầu tư đối với triển vọng hoạt động kinh doanh trong tương lai của IMP, theo quan điểm của chúng tôi (xem trang 12).
- Rủi ro: (1) thay đổi cơ cấu cổ đông/ban lãnh đạo; (2) biến động giá đầu vào; (3) cạnh tranh gay gắt, (4) thay đổi chính sách bất lợi, (5) EPS bị pha loãng từ ESOP, & (6) quỹ khen thưởng & phúc lợi lớn (xem trang 13).

Kênh ETC dự kiến thúc đẩy doanh thu năm 2024. Trong năm 2024, IMP đặt mục tiêu đạt tổng doanh thu từ kênh ETC và OTC (thuốc không kê đơn) lần lượt là 1,3 nghìn tỷ đồng (+49% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (+12% svck). Với dự báo nhu cầu OTC yếu hơn, IMP đặt kế hoạch ưu tiên kênh ETC. Theo quan điểm của chúng tôi, vị trí thống lĩnh của IMP trên thị trường thuốc kháng sinh, kết hợp với các chính sách thuận lợi cho thuốc tiêu chuẩn EU-GMP sản xuất trong nước (xem trang 10), sẽ giúp IMP có lợi thế trong việc thắng các gói thầu cung cấp thuốc cho các bệnh viện, từ đó thúc đẩy doanh số bán hàng qua kênh ETC. Nhà máy IMP4 đi vào hoạt động từ quý 3/2023 sẽ thúc đẩy doanh thu và hiệu suất vận hành trong năm 2024. Ngoài ra, việc ba nhà máy còn lại chưa vận

hành hết công suất cho thấy tiềm năng tăng sản lượng nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng về thuốc chất lượng cao.

Mở rộng thị trường chiến lược nhằm nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng về thuốc điều trị các bệnh mãn tính và tim mạch. IMP đang có kế hoạch mở rộng sang các dòng thuốc ngoài kháng sinh - bao gồm thuốc tim mạch, tiểu đường, tai mũi họng, ho và tiêu hóa - với nhà máy IMP5 tại tỉnh Đồng Tháp. Ban lãnh đạo dự kiến khởi công xây dựng vào quý 3/2024 và đưa IMP5 vào hoạt động vào năm 2027 (xem trang 11).

Mục lục

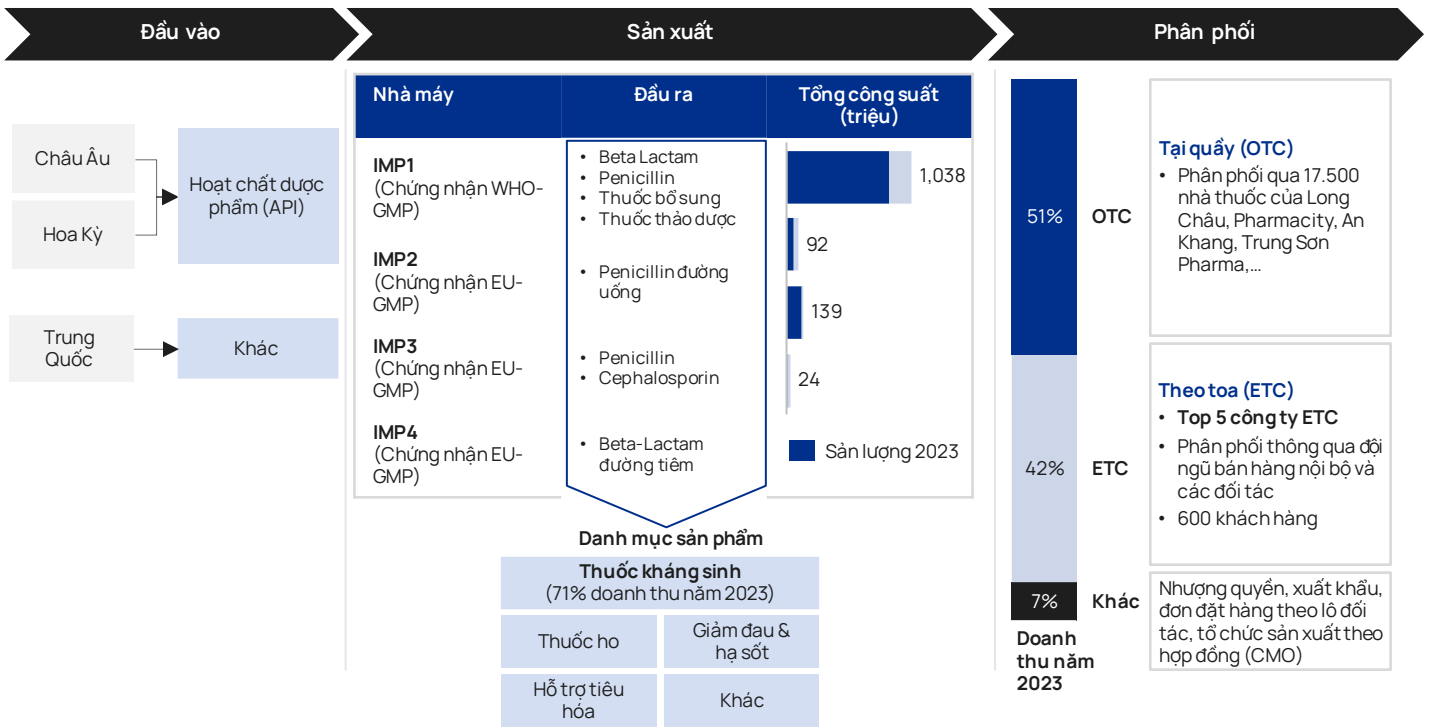
Kênh ETC dự kiến dẫn dắt doanh thu năm 2024; nhà máy IMP5 mới vào năm 2027	1
Mục lục	3
Tổng quan Công ty	4
Top nhà cung cấp thuốc kháng sinh & top công ty dược nội địa theo kênh ETC ở Việt Nam	4
SK Investment gia tăng cổ phần trong giai đoạn 2020-2023	6
Lịch sử hoạt động	7
Lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2023	7
KQKD trái chiều trong quý 1/2024, hoàn thành 18% mục tiêu LNTT năm 2024	7
Vị thế tiền mặt ròng	8
Triển vọng	9
Triển vọng thị trường	9
Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng, đặc biệt là thuốc chất lượng cao	9
Thị phần kênh ETC tăng trong khi tăng trưởng từ kênh OTC chững lại	9
Chính sách ưu đãi hơn đối với thuốc sản xuất trong nước, chất lượng cao	10
Tập trung vào điều trị bệnh mãn tính và tim mạch	10
Triển vọng Công ty	10
Kênh ETC dự kiến dẫn dắt doanh thu năm 2024	10
Biên lợi nhuận gộp giảm nhưng biên EBITDA vẫn được duy trì trong năm 2024	10
Kế hoạch mở rộng sang dòng sản phẩm ngoài kháng sinh với nhà máy IMP5 dự kiến vận hành từ năm 2027	11
Định giá	12
Rủi ro đầu tư	13
Phụ lục	14
Báo cáo Tài chính	15
Khuyến cáo	18

Tổng quan Công ty

CTCP Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP) được thành lập năm 1977 trực thuộc Sở Y tế Đồng Tháp. Sau gần 50 năm kể từ khi thành lập, IMP hiện là nhà sản xuất và phân phối kháng sinh lớn nhất tại Việt Nam (với thị phần 9% vào năm 2023). IMP được niêm yết trên HOSE vào năm 2006.

Mô hình kinh doanh của IMP được minh họa như trong Hình 1 dưới đây. Phân tích chi tiết hơn về vị thế thị trường, ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông của công ty được cung cấp below.

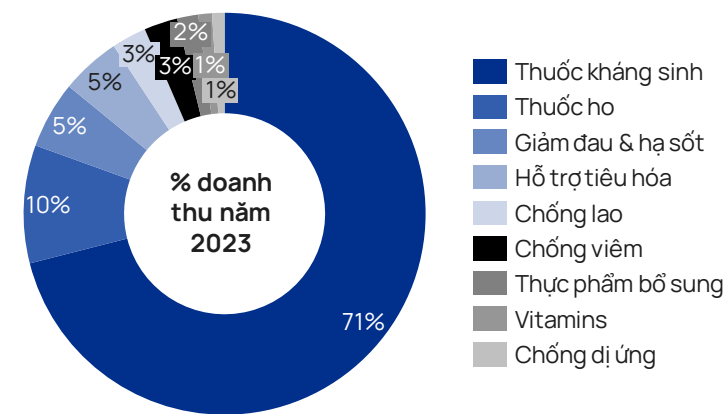
Hình 1: Mô hình kinh doanh của IMP



Nguồn: IMP, Vietcap

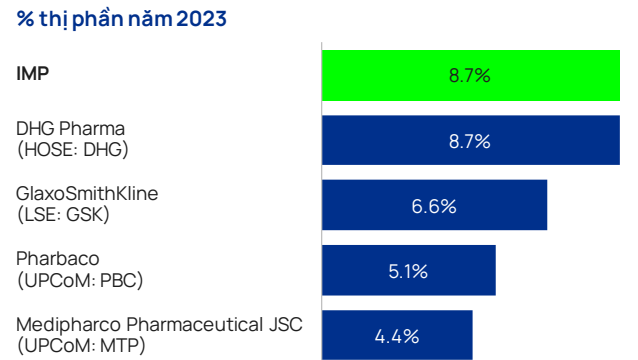
Top nhà cung cấp thuốc kháng sinh & top công ty dược nội địa theo kênh ETC ở Việt Nam

Hình 2: Danh mục sản phẩm của IMP



Nguồn: IMP, Vietcap

Hình 3: Top nhà cung cấp thuốc kháng sinh tại Việt Nam



Nguồn: IQVIA, Vietcap. Ghi chú: Thị phần tại phân khúc J01

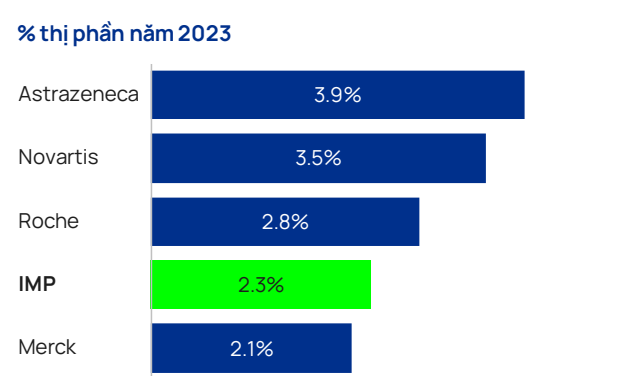
Dẫn đầu thị trường sản xuất và kinh doanh thuốc kháng sinh tại Việt Nam. IMP có tổng cộng 333 sản phẩm, trong đó thuốc kháng sinh, thuốc ho, thuốc giảm đau hạ sốt là ba nhóm sản phẩm

dẫn đầu. Năm 2023, mảng thuốc kháng sinh đóng góp 71% doanh thu, theo ban lãnh đạo (Hình 2). Theo IQVIA (nhà cung cấp dịch vụ phân tích, giải pháp công nghệ và nghiên cứu lâm sàng tiên tiến có trụ sở tại Hoa Kỳ), IMP và DHG Pharma (HOSE: DHG) cùng dẫn đầu thị trường thuốc kháng sinh Việt Nam với thị phần 9% vào năm 2023 (Hình 3) .

Doanh nghiệp Việt Nam hàng đầu về mảng thuốc ETC. Thị trường dược phẩm Việt Nam chủ yếu được chia thành hai phân khúc: thuốc kê đơn (ETC) và thuốc không kê đơn (OTC). Đối với IMP, thuốc OTC được bán thông qua các hiệu thuốc, trong khi thuốc ETC được phân phối thông qua đội ngũ bán hàng nội bộ và đối tác đầu thầu bệnh viện (Hình 4). Năm 2023, OTC đóng góp 51% doanh thu của IMP và ETC chiếm 42%, trong đó 79% đến từ đối tác đầu thầu bệnh viện.

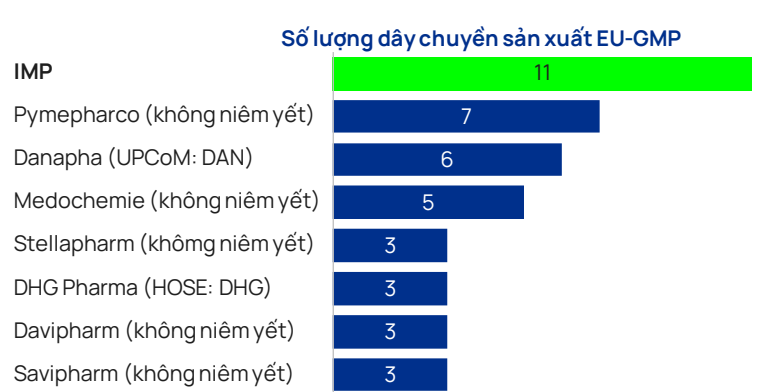
Theo IQVIA, IMP đứng thứ 4 và là công ty dược Việt Nam duy nhất nằm trong top 5 công ty ETC tại Việt Nam về thị phần (không bao gồm doanh số vắc xin) (Hình 4). Chúng tôi cho rằng IMP có được vị thế này là nhờ lợi thế cạnh tranh chính của IMP: (1) danh mục thuốc phù hợp với bệnh viện (tập trung mạnh vào kháng sinh – như đã đề cập trên), (2) tiêu chuẩn sản xuất chất lượng cao (được chứng nhận EU-GMP) và (3) tận dụng quan hệ với các đối tác đầu thầu bệnh viện bên ngoài.

Hình 4: Top công ty dược theo kênh ETC tại Việt Nam



Nguồn: IQVIA, Vietcap. Lưu ý: Không bao gồm doanh thu từ vắc xin.

Hình 5: Cơ sở sản xuất đạt EU-GMP của một số công ty dược phẩm



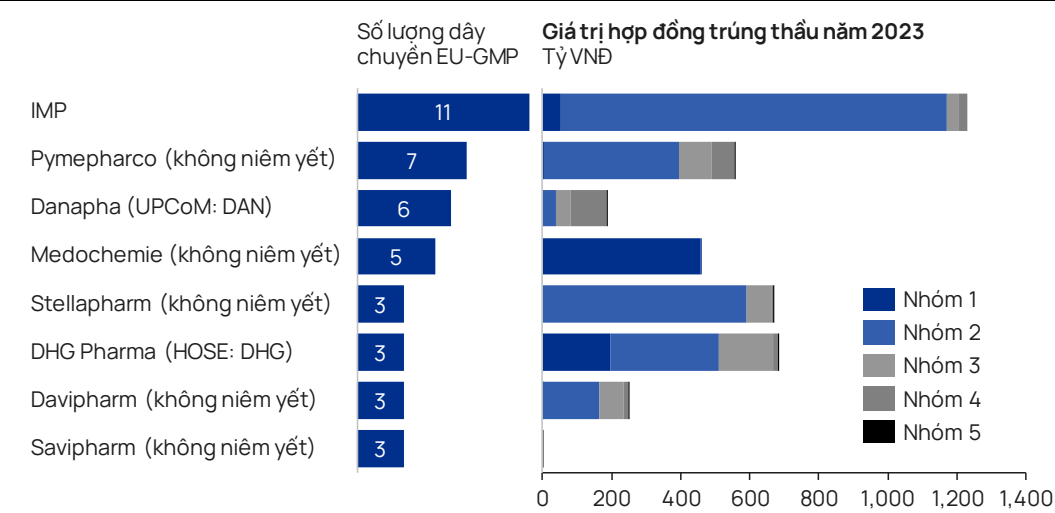
Nguồn: IMP, Vietcap

Số lượng dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP cao nhất Việt Nam (Hình 3). Tiêu chuẩn EU-GMP là tiêu chuẩn Thực hành tốt sản xuất thuốc do Cơ quan Dược phẩm Châu Âu ban hành. Theo Thông tư số 07/2024/TT-BYT, thuốc sản xuất theo tiêu chuẩn EU-GMP được đầu thầu thuốc của các bệnh viện công thuộc nhóm 2 (với thuốc nhóm 1 cho bệnh viên phải có thêm thị thực xuất khẩu do Các quốc gia có cơ quan quản lý dược phẩm nghiêm ngặt – SRA cấp) (xem Phụ lục). So với thuốc nhập khẩu, thuốc EU-GMP sản xuất trong nước thường có giá thành phải chăng hơn do chi phí xây dựng nhà máy và chi phí vận hành thấp hơn.

Năm 2023, IMP đã khánh thành nhà máy EU-GMP thứ ba – IMP4 và gia hạn tiêu chuẩn EU-GMP cho nhà máy IMP2 và IMP3 lần thứ hai và thứ ba. Điều này đã nâng tổng số dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP của IMP lên 11, củng cố vị thế của IMP là công ty dược nội địa hàng đầu trên thị trường nơi chỉ có 10% công ty trong nước đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP (hoặc tiêu chuẩn GMP của Nhật Bản tương đương).

Tận dụng quan hệ với các đối tác đầu thầu bệnh viện. Theo ban lãnh đạo, IMP ưu tiên hợp tác với các đối tác bên ngoài để đầu thầu cho các gói thầu cho bệnh viện thay vì sử dụng đội ngũ bán hàng nội bộ. Điều này giúp IMP tận dụng được chuyên môn, kinh nghiệm và mối quan hệ của các đối tác trong quy trình đầu thầu bệnh viện. Nhờ tận dụng hợp tác với các bên thứ ba, IMP đã trở thành công ty ETC hàng đầu trong nước với giá trị đầu thầu gần gấp đôi đối thủ cạnh tranh đứng thứ hai (Hình 6).

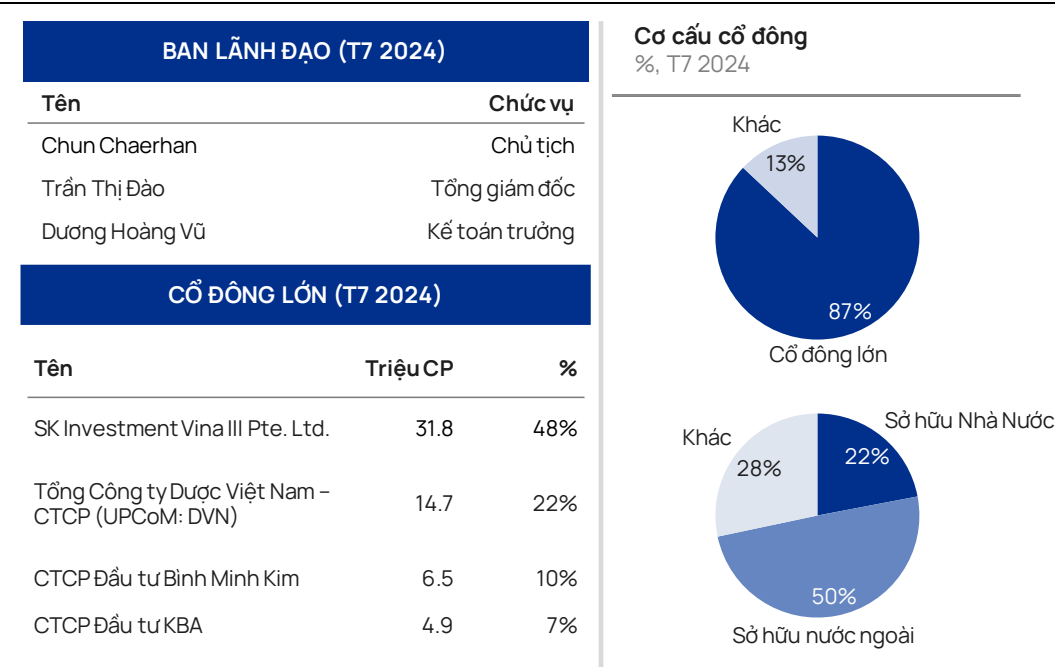
Hình 6: Giá trị hợp đồng trúng thầu bệnh viện của top các nhà sản xuất dược phẩm có đầy đủ chứng EU-GMP trong năm 2023



Nguồn: IMP, DAV, Vietcap. Chi tiết về bệnh viện nhóm 1-5 có trong mục **Phụ lục**.

SK Investment gia tăng cổ phần trong giai đoạn 2020-2023

Hình 7: Ban lãnh đạo và cơ cấu sở hữu của IMP



Nguồn: IMP, Vietcap

SK Investment Vina III Pte Ltd (SK Investment) – công ty con của tập đoàn Hàn Quốc SK Group, đã liên tục mua cổ phần của IMP kể từ tháng 5/2020. SK Investment bắt đầu đầu tư vào IMP thông qua việc mua 25%, tương đương 12,3 triệu cổ phiếu, từ các quỹ lớn như Dragon Capital, CAM Vietnam Mother Fund, Kingsmead và Mirae Asset vào tháng 5/2020. Kể từ đó, SK Investment đã dần tăng cổ phần sở hữu tại IMP. Tính đến tháng 7/2024, SK Investment là cổ đông lớn nhất của IMP với 48% cổ phần. Kết hợp với hai bên liên quan trong nước – CTCP Đầu tư Bình Minh Kim (sở hữu 10% cổ phần) và CTCP Đầu tư KBA (sở hữu 7% cổ phần), tổng sở hữu của SK Investment tại IMP là khoảng 65% tính đến tháng 7/2024 (**Hình 7**). Năm 2023, sức ảnh hưởng của SK Investment đến IMP ngày càng lớn khi người được SK Investment đề cử là bà Chun Chaerhan trở thành chủ tịch HĐQT của IMP. Bà tiếp quản vị trí này từ người tiền nhiệm là ông Nguyễn Quốc Định, người đã giữ chức vụ này từ năm 2013.

Quan hệ đối tác này có lợi cho cả hai công ty. Theo quan điểm của chúng tôi, thông qua việc đầu tư vào IMP, SK Investment đã có được chỗ đứng vững chắc trên thị trường dược phẩm Việt Nam đang ngày càng phát triển. Ngoài ra, SK Investment hỗ trợ IMP tăng vốn, cải thiện quản trị doanh nghiệp và tiếp cận tốt hơn với thị trường toàn cầu – đặc biệt là sau khi bà Chun Chaerhan gia nhập HĐQT.

Lịch sử hoạt động

Lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2023

KQKD năm 2023 đạt mức cao kỷ lục. Trong giai đoạn 2020-2023, doanh thu của IMP tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 14%, vượt mức trung bình của thị trường là khoảng 10%. Năm 2021 là một năm đầy thách thức đối với IMP khi lượng bệnh nhân đến bệnh viện và nhà thuốc giảm đáng kể trong bối cảnh giãn cách xã hội do COVID-19. Tuy nhiên, sau khi Việt Nam mở cửa trở lại vào tháng 3/2022, doanh thu của IMP trong năm đã phục hồi nhờ nhu cầu thuốc tăng và kế hoạch thị trường chiến lược của công ty. Đà tăng trưởng này được duy trì sang năm 2023, dẫn đến doanh thu ròng và LNST sau lợi ích CĐTS cao kỷ lục lần lượt đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (+21% svck) và 300 tỷ đồng (+34% svck).

Trong giai đoạn 2020-2023, thị phần doanh thu kênh ETC tăng từ 41% lên 42%, trong khi kênh OTC giảm từ 59% xuống 51% (Hình 8). Sự thay đổi này phù hợp với trọng tâm chiến lược của công ty là mở rộng kênh ETC thông qua các khoản đầu tư lớn vào các cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP trong 4 năm qua. Năm 2023, doanh số từ kênh ETC tăng 40% svck - cao hơn đáng kể so với kênh OTC là 8% svck. Ban lãnh đạo cho rằng điều này là do **(1)** nhu cầu thuốc phục hồi mạnh tại các bệnh viện khi lượng bệnh nhân đến thăm khám trở lại mức bình thường sau dịch COVID-19, **(2)** tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế tăng (93,2% tổng dân số năm 2023 so với 92,6% năm 2022) và **(3)** các chính sách thuận lợi hơn của Chính phủ đối với quy trình đấu thầu bệnh viện. Tháng 7/2023, IMP cũng đưa vào vận hành nhà máy IMP4 đạt chứng nhận tiêu chuẩn EU-GMP, đóng góp thêm 80 tỷ đồng, tương đương 4% doanh thu sau 5 tháng hoạt động, theo ban lãnh đạo.

Đóng góp doanh số lớn hơn từ các sản phẩm có biên lợi nhuận cao giúp tăng biên lợi nhuận gộp. Trong giai đoạn 2020-2023, đóng góp doanh thu hàng sản xuất của IMP tăng từ 94% lên 96%, trong khi đó đóng góp của các sản phẩm hàng nhượng quyền giảm từ 5% xuống 3%. Do hàng sản xuất có biên lợi nhuận gộp cao hơn các sản phẩm hàng nhượng quyền (với biên lợi nhuận gộp trung bình lần lượt là 51% và 27% trong giai đoạn 2020-2023), biên lợi nhuận gộp trung bình theo đó tăng từ 39,9% trong năm 2020 lên gần 41% trong năm 2023.

ROE cải thiện 2 điểm % trong giai đoạn 2020-2023, đạt 15% vào năm 2023. Chúng tôi cho rằng điều này là do hiệu suất hoạt động chung tăng (từ khoảng 19% vào năm 2019 lên 63% vào năm 2023 cho các nhà máy IMP1, IMP2 và IMP3, theo ước tính của chúng tôi).

KQKD trái chiều trong quý 1/2024, hoàn thành 18% mục tiêu LNTT năm 2024

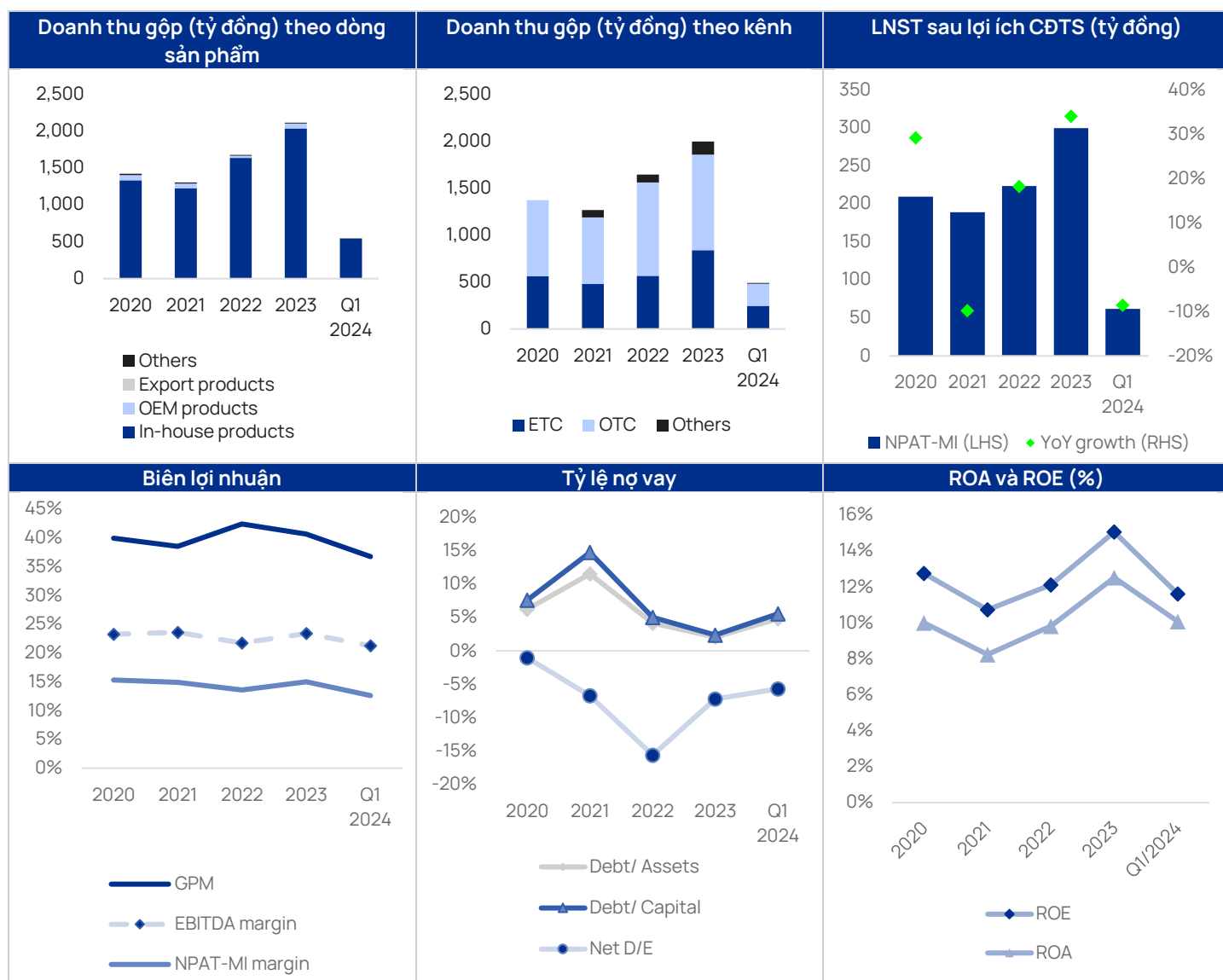
Trong quý 1/2024, IMP báo cáo doanh thu thuần tăng 3% svck, trong khi LNST sau lợi ích CĐTS giảm 20% svck. Chúng tôi cho rằng doanh thu tăng so với cùng kỳ là do doanh số bán hàng mạnh từ kênh ETC (+58% svck), bù đắp cho mức giảm nhẹ từ kênh OTC (-9% svck). Mặt khác, mức giảm của LNST sau lợi ích CĐTS chủ yếu đến từ (1) chi phí đầu vào tăng khi giá hoạt chất dược dụng (API) trung bình tăng 3% svck (API thường chiếm 65-70% tổng chi phí sản xuất), (2) sản xuất kém hiệu quả hơn tại nhà máy IMP1 khi IMP giảm sản lượng sản xuất trong bối cảnh nhu cầu từ kênh OTC chững lại và (3) chi phí khấu hao cao hơn khi nhà máy IMP4 đi vào hoạt động vào quý 3/2023.

IMP đã hoàn thành 18% mục tiêu LNTT năm 2024. Tại ĐHCĐ tháng 4/2024 của công ty, IMP đã đặt kế hoạch doanh thu thuần và LNTT năm 2024 lần lượt là 2,6 nghìn tỷ đồng và 423 tỷ đồng. Trong quý 1/2024, IMP đã hoàn thành 21% và 18% mục tiêu doanh thu và LNTT năm 2024.

Vị thế tiền mặt ròng

Vị thế tiền mặt ròng. IMP duy trì vị thế tiền mặt ròng với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu dao động từ -16% đến -1% trong giai đoạn 2020-quý 1/2024. Tính đến cuối quý 1/2024, công ty báo cáo tổng nợ là 119 tỷ đồng – tương đương với tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu là -6% (**Hình 8**).

Hình 8: Kết quả tài chính giai đoạn 2020-quý 1/2024



Nguồn: IMP, Vietcap

Triển vọng

Triển vọng thị trường

Nhu cầu chăm sóc sức khỏe ngày càng tăng, đặc biệt là thuốc chất lượng cao

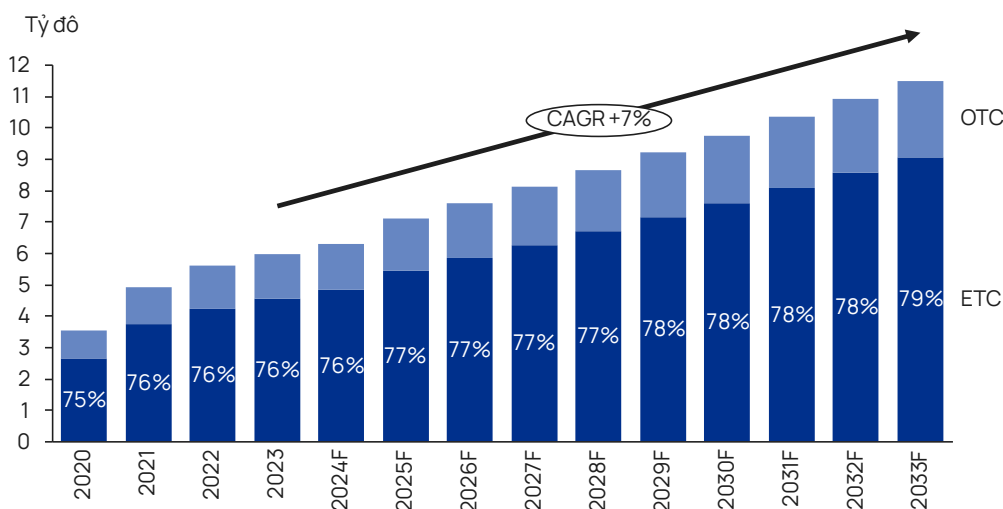
Ngành chăm sóc sức khỏe của Việt Nam đang phát triển mạnh mẽ. Theo Quỹ Dân số Liên hợp quốc (UNFPA), Việt Nam là một trong những quốc gia có tốc độ già hóa nhanh nhất thế giới. Những người từ 60 tuổi trở lên chiếm khoảng 12% tổng dân số vào năm 2019 và đến năm 2050, con số này sẽ tăng lên hơn 25%. Đến năm 2036, Việt Nam sẽ có dân số già, chuyển từ xã hội "già hóa" sang xã hội "già". Điều này đồng nghĩa nhu cầu ngày càng tăng đối với các dịch vụ chăm sóc sức khỏe. Fitch Solutions (nhà cung cấp thông tin chi tiết, dữ liệu và phân tích có trụ sở tại Hoa Kỳ) dự báo chi tiêu cho chăm sóc sức khỏe của người tiêu dùng sẽ tăng gấp đôi từ 6 tỷ USD vào năm 2023 lên 10 tỷ USD vào năm 2028 - tương đương với CAGR là 10%.

Nhu cầu về thuốc chất lượng cao tăng mạnh nhưng nguồn cung trong nước vẫn còn thấp. Tầng lớp trung lưu và thu nhập cao đang phát triển mạnh mẽ của Việt Nam, cùng với nhận thức ngày càng cao về sức khỏe và chăm sóc sức khỏe, đang thúc đẩy nhu cầu mạnh mẽ đối với các dược phẩm chất lượng cao. Tuy nhiên, có một sự chênh lệch đáng kể giữa nhu cầu này và nguồn cung thuốc chất lượng cao trong nước. Tại Việt Nam, chỉ có 10% nhà máy trong nước được chứng nhận theo tiêu chuẩn EU-GMP (hoặc với tiêu chuẩn GMP của Nhật Bản tương đương). Điều này tạo ra một cơ hội đáng kể cho các công ty dược phẩm như IMP khi có thể đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng quốc tế.

Thị phần kênh ETC tăng trong khi tăng trưởng từ kênh OTC chững lại

Kênh ETC sẽ chiếm ưu thế trong mười năm tới. Fitch Solutions dự báo tổng doanh số bán dược phẩm sẽ vượt 11 tỷ USD vào năm 2033, tăng trưởng với CAGR là 7% từ năm 2023 đến năm 2033. Thị phần của kênh ETC trên thị trường này dự kiến sẽ tăng từ 76% vào năm 2023 lên 79% vào năm 2033, trong khi thị phần của kênh OTC sẽ giảm nhẹ từ 24% xuống 21% (Hình 9).

Hình 9: Doanh thu dược phẩm của Việt Nam trong giai đoạn 2020-2033



Nguồn: Fitch Solutions, Vietcap

Theo Fitch Solutions, khả năng tiếp cận dịch vụ chăm sóc sức khỏe tốt hơn thông qua việc mở rộng bảo hiểm y tế quốc gia và cải thiện cơ sở hạ tầng bệnh viện sẽ dẫn đến nhu cầu cao hơn đối với thuốc qua kênh ETC. Ngoài ra, các chính sách thuận lợi hơn đối với thuốc trong nước chất lượng cao sẽ thúc đẩy doanh số bán hàng cho các công ty dược phẩm trong nước trong kênh ETC (xem bên dưới).

Chính sách ưu đãi hơn đối với thuốc sản xuất trong nước, chất lượng cao

Trong thời gian gần đây, Chính phủ Việt Nam tiếp tục ban hành các chính sách bổ sung để hỗ trợ ngành dược. Trong đó có các biện pháp nâng cao chất lượng chăm sóc sức khỏe, qua đó thúc đẩy nhu cầu chăm sóc sức khỏe hoặc thuốc chất lượng cao, chẳng hạn như Luật Khám bệnh, chữa bệnh sửa đổi số 15/2023/QH15 trao quyền tự chủ tài chính cho các bệnh viện công và Nghị định số 75/2023/NĐ-CP mở rộng phạm vi bao phủ bảo hiểm y tế. Ngoài ra, các công ty dược phẩm trong nước sẽ được hưởng lợi nhiều hơn từ các sáng kiến của Chính phủ nhằm ưu tiên thuốc chất lượng cao sản xuất trong nước như Nghị quyết số 30/NQ-CP vào tháng 3/2023 để đơn giản hóa quy trình đấu thầu thuốc, Thông tư số 06/2023/TT-BYT để thúc đẩy sử dụng thuốc generic tại Việt Nam, Luật Đấu thầu năm 2023 và Thông tư số 03/2024/TT-BYT gần đây để ưu tiên mua thuốc sản xuất trong nước đạt tiêu chuẩn EU-GMP.

Theo quan điểm của chúng tôi, các biện pháp này sẽ thúc đẩy tăng trưởng kênh ETC, mang lại lợi thế đáng kể cho các công ty dược phẩm trong nước - đặc biệt là những công ty sản xuất thuốc chất lượng cao - trong việc giành được các gói thầu tại các bệnh viện.

Tập trung vào điều trị bệnh mãn tính và tim mạch

Cơ hội tăng trưởng dài hạn cho thuốc kê đơn do sự gia tăng của các bệnh mãn tính và tim mạch. Gánh nặng của các bệnh mãn tính ở Việt Nam đang gia tăng trong khi các bệnh truyền nhiễm đang chứng kiến sự sụt giảm đáng kể. Trong số 516.000 ca tử vong xảy ra vào năm 2022 tại Việt Nam, 341.000 ca là do các bệnh mãn tính. Theo Fitch Solutions, những thách thức về sức khỏe hiện nay như ô nhiễm môi trường, các vấn đề về an toàn thực phẩm và áp lực công việc đang thúc đẩy nhu cầu đối với các nhóm thuốc điều trị các bệnh về hô hấp, tiêu hóa, tim mạch và tiểu đường. Theo Fitch Solutions, các nhóm sản phẩm này được dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng hàng năm từ 11,6% đến 13,2% vào năm 2027.

Triển vọng Công ty

Kênh ETC dự kiến dẫn dắt doanh thu năm 2024

Kênh ETC thúc đẩy doanh thu năm 2024. Năm 2024, IMP đặt mục tiêu đạt doanh thu gộp từ kênh ETC và OTC lần lượt là 1,3 nghìn tỷ đồng (+49% svck) và 1,2 nghìn tỷ đồng (+12% svck). Năm 2024, IMP có kế hoạch ưu tiên kênh ETC, tận dụng vị thế vững chắc của công ty trên thị trường thuốc kháng sinh và hưởng lợi từ các chính sách ưu đãi cho thuốc sản xuất trong nước, đạt tiêu chuẩn EU-GMP (như đã đề cập trên). Việc khánh thành nhà máy IMP4 gần đây vào quý 3/2023 cũng sẽ nâng cao hơn nữa năng lực sản xuất và thúc đẩy tăng trưởng doanh thu vào năm 2024. Ngoài ra, theo quan điểm của chúng tôi, việc 3 nhà máy còn lại chưa hoạt động hết công suất cho thấy còn nhiều dư địa để mở rộng nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng đối với thuốc chất lượng cao.

Tăng thị phần kênh OTC bằng cách mở rộng sang thị trường miền Bắc. Ban lãnh đạo dự báo nhu cầu OTC yếu hơn vào năm 2024, do chi tiêu thấp hơn cho các loại thuốc không thiết yếu trong bối cảnh lạm phát gia tăng. Trong năm 2024, IMP dự kiến sẽ mở rộng thị phần kênh OTC bằng cách tiếp cận thị trường miền Bắc. Trước đây, IMP chủ yếu tập trung vào thị trường miền Nam và miền Trung. Tính đến cuối quý 1/2024, công ty có 12 chi nhánh và 148 đại diện bán hàng tại miền Nam; 5 chi nhánh và 61 đại diện bán hàng tại miền Trung; nhưng chỉ có 1 chi nhánh và 45 đại diện bán hàng tại miền Bắc.

Biên lợi nhuận gộp giảm nhưng biên EBITDA vẫn được duy trì trong năm 2024

Biên lợi nhuận gộp giảm do chi phí cao hơn từ IMP4 và chi phí API đầu vào tăng. Ban lãnh đạo dự báo biên lợi nhuận gộp trong năm 2024 sẽ vào khoảng 40% - thấp hơn một chút so với năm 2023 (là 41%). Nguyên nhân chính là do chi phí hoạt động và khấu hao cao hơn từ nhà máy IMP4 mới (đi vào hoạt động vào tháng 7/2023) và chi phí API đầu vào tăng từ đầu năm 2024. Để giải quyết vấn đề về áp lực chi phí và cải thiện lợi nhuận, công ty đang triển khai một số biện pháp tiết kiệm chi phí như chuyển qua hình thức mua nguyên vật liệu cũng như nhiều vật dụng trong công

ty theo mô hình tập trung để hưởng mức giá tốt, theo chuẩn mực quốc tế, theo ban lãnh đạo. Năm 2024, IMP dự kiến sẽ duy trì biên EBITDA ở mức 23% của năm 2023.

Ban lãnh đạo đặt kế hoạch tăng trưởng LNTT năm 2024 là 12% svck. IMP đã đặt mục tiêu doanh thu gộp/LNTT năm 2024 lần lượt là 2,6 nghìn tỷ đồng (+24% svck)/423 tỷ đồng (+12% svck). Theo quan điểm của chúng tôi, mục tiêu này khả thi do **(1)** chúng tôi kỳ vọng các chính sách thuận lợi hơn sẽ hỗ trợ doanh số bán hàng của IMP trong kênh ETC, **(2)** hiệu quả chung được cải thiện khi nhà máy IMP4 mới góp phần tăng sản lượng – đặc biệt là sản lượng thuốc ETC, và **(3)** khả năng vượt mục tiêu đề ra trong quá khứ của IMP. Trong giai đoạn 2021-2023, ngoại trừ năm 2021, IMP đã hoàn thành 106-108% mục tiêu LNTT.

Hình 10: Kế hoạch năm 2024 của IMP

Tỷ đồng	Kế hoạch năm 2024	% so với cùng kỳ
Doanh thu gộp	2.630	24%
ETC	1,361	49%
OTC	1.214	19%
Doanh thu thuần	2.365	19%
LNTT	423	12%
EBITDA	550	18%

Nguồn: IMP, Vietcap

Kế hoạch mở rộng sang dòng sản phẩm ngoài kháng sinh với nhà máy IMP5 dự kiến vận hành từ năm 2027

Mở rộng chiến lược sang các loại thuốc ngoài kháng sinh. Ngoài các sản phẩm kháng sinh cốt lõi, IMP đang có kế hoạch mở rộng các sản phẩm ngoài kháng sinh bao gồm thuốc tim mạch, tiểu đường, tai-mũi-họng, ho và tiêu hóa. Để hỗ trợ cho kế hoạch mở rộng này, IMP đang có kế hoạch xây dựng nhà máy IMP5 tại tỉnh Đồng Tháp. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ khởi công xây dựng vào quý 3/2024 và đưa IMP5 vào hoạt động vào năm 2027. Chi tiết về nhà máy (như năng lực sản xuất) vẫn chưa được công bố.

Ngoài ra, IMP đã ký quan hệ đối tác chiến lược với Genuone Sciences, một công ty dược phẩm của Hàn Quốc vào tháng 2/2024. Sự hợp tác này nhằm mục đích phát triển và sản xuất nhiều loại thuốc điều trị hơn cho các bệnh mãn tính như bệnh tim mạch và tiểu đường. Thông qua việc chuyển giao công nghệ từ Genuone, IMP kỳ vọng sẽ sản xuất các loại thuốc mang thương hiệu, chất lượng cao của riêng công ty trong các lĩnh vực điều trị này.

Chúng tôi kỳ vọng IMP5 sẽ tận dụng được nhu cầu ngày càng tăng đối với thuốc điều trị các bệnh mãn tính và tim mạch. Với kỳ vọng về sự gia tăng của các bệnh mãn tính và tim mạch trong tương lai, nhà máy IMP5 sắp tới sẽ hỗ trợ IMP trong việc cung cấp dược phẩm cho thị trường này. Theo quan điểm của chúng tôi, do sản phẩm đầu ra của IMP5 là dược phẩm ngoài kháng sinh và nhạy cảm hơn về giá, sẽ có ít dư địa để cải thiện biên lợi nhuận. So với thuốc kháng sinh, thuốc ngoài kháng sinh nhạy cảm với giá cả hơn là do (1) khả năng thay thế giữa các nhãn hàng là cao do là thuốc dùng lâu dài và điều trị bệnh ít nghiêm trọng hơn, (2) nhiều loại thuốc không được bảo hiểm, gây gánh nặng chi phí trực tiếp lên bệnh nhân. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng hấp dẫn hơn đến từ sản lượng. Theo quan điểm của chúng tôi, bằng cách tập trung

vào việc mở rộng thị phần và đảm bảo cơ sở khách hàng trung thành trong danh mục thuốc ngoài kháng sinh, IMP có thể tạo ra một nguồn doanh thu mới, đáng kể và bền vững trong trung hạn.

Định giá

Chúng tôi đã chọn các công ty dược phẩm Việt Nam niêm yết có đặc điểm tương tự như IMP để sử dụng làm nguồn thông tin tham chiếu.

IMP hiện đang giao dịch với P/E trượt 12T là 25,9 lần. Giả sử tỷ lệ khen thưởng & phúc lợi/LNST quý 1/2024 cũng là 15%, tương tự như trong năm 2023, P/E trượt 12T của IMP cao hơn mức trung vị của các công ty cùng ngành mà chúng tôi lựa chọn là 14,7 lần. Chúng tôi tin rằng P/E trượt cao của IMP phản ánh kỳ vọng mạnh mẽ của các nhà đầu tư về vị thế thị trường của IMP và triển vọng tăng trưởng tích cực được thúc đẩy bởi việc mở rộng năng lực sản xuất trong tương lai.

Hình 11: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty		GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	SVCK (%)	LNST- CĐTS trượt 12T (triệu USD)	SVCK (%)	Nợ ròng/ vốn chủ sở hữu (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)
DHG	Dược Hậu Giang	572,4	198,6	103,3	35,9	81,4	9,7	19,3	15,2	15,9	2,9
DHT	Dược phẩm Hà Tây	230,2	79,0	99,5	2,9	68,5	30,0	7,7	4,3	79,7	5,8
TRA	Traphaco	128,3	87,6	92,4	9,6	96,0	-2,8	16,4	12,4	13,3	2,4
DBD	BIDIPHAR	154,9	65,1	101,2	10,6	104,8	0,4	18,9	13,9	14,7	2,6
DMC	XNK Y Tế Domesco	90,0	68,2	105,7	7,5	94,5	-3,9	12,8	10,4	12,0	1,5
DTP	Dược phẩm CPC1 Hà Nội	89,2	45,8	118,0	9,0	114,4	6,8	30,2	22,2	9,9	2,7
PBC	Pharbaco	36,1	50,4	111,4	1,7	45,0	126,6	3,4	1,3	21,3	0,7
MKP	Hoá - Dược phẩm Mekophar	29,0	36,0	86,0	1,4	140,0	-12,3	2,9	2,3	20,6	0,6
DAN	Dược Danapha	24,8	23,1	99,3	3,2	125,7	47,0	11,3	6,4	7,9	0,9
CDP	Dược phẩm Trung ương Codupha	7,9	119,0	97,9	0,6	75,0	352,4	7,6	0,8	12,4	0,9
AMP	Armephaco	6,4	28,4	417,1	0,1	404,2	189,2	3,0	0,5	60,0	0,9
Trung bình		124,5	72,8	130,2	7,5	122,7	67,6	12,1	8,2	24,3	2,0
Trung vị		89,2	65,1	101,2	3,2	96,0	9,7	11,3	6,4	14,7	1,5
IMP	Dược phẩm Imexpharm	245,6	79,0	107,1	11,2	105,7	-5,7	13,9	11,5	25,9	2,9

Nguồn: FiinPro, Vietcap (dữ liệu cập nhật đến ngày 23/07/2024)

Rủi ro đầu tư

Thay đổi lớn về cơ cấu cổ đông/lãnh đạo. Trước khi SK Investment trở thành cổ đông chiến lược của IMP, công ty đã có một thời kỳ ổn định về mặt lãnh đạo dưới thời ông Nguyễn Quang Định. Với việc bà Chun Chaerhan tham gia HĐQT từ cuối tháng 4/2023, IMP ban đầu đã ghi nhận kết quả lợi nhuận khả quan và chúng tôi tin rằng mối quan hệ đối tác này có lợi cho cả hai công ty. Tuy nhiên, vì SK Group – công ty mẹ của SK Investment, đang có kế hoạch bán cổ phần nắm giữ tại các công ty lớn của Việt Nam (như Masan Group (HOSE: MSN) hoặc Vingroup (HOSE: VIC)) để thu hồi khoản đầu tư ban đầu, có nguy cơ tiềm ẩn về một động thái tương tự liên quan đến IMP. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro này là thấp, trong bối cảnh SK Investment chỉ mới đầu tư vào IMP và các kế hoạch mở rộng của chủ tịch mới cho thấy cam kết dài hạn hơn so với các khoản đầu tư khác của SK Group tại Việt Nam.

Biến động giá API đầu vào. Khoảng 65-70% chi phí sản xuất của IMP đến từ việc nhập khẩu API. Do đó, biến động giá API bất lợi có thể tác động tiêu cực đến lợi nhuận ròng của công ty. Theo ban lãnh đạo, Amoxicillin và Cephalixin là những API đặc biệt biến động. Do đó, IMP thường ký hợp đồng một năm cho các dòng API này để giảm thiểu rủi ro này.

Cạnh tranh gay gắt hơn. Ngành dược phẩm đang ngày càng trở nên cạnh tranh hơn, với các đối thủ đầu tư vào công nghệ tiên tiến, chẳng hạn như các cơ sở sản xuất được chứng nhận EU-GMP. Cạnh tranh gay gắt hơn có thể dẫn đến giá thấp hơn, biên lợi nhuận nhỏ hơn và giảm thị phần của IMP. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, để các dây chuyền sản xuất đạt được các tiêu chuẩn EU-GMP là một quá trình dài và tốn nhiều nguồn lực.

Những thay đổi chính sách bất lợi. Các chính sách của Chính phủ ảnh hưởng đáng kể đến kênh ETC. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro của các chính sách bất lợi đối với thuốc chất lượng cao, được sản xuất trong nước là thấp – đặc biệt là trong bối cảnh Chính phủ tập trung vào việc cải thiện chất lượng thuốc và khả năng chi trả.

Rủi ro pha loãng EPS từ đợt phát hành ESOP sắp tới. Từ năm 2014, IMP đã có lịch sử phát hành ESOP 5% sau mỗi 3 năm, điều này có thể gây ra mối lo ngại về pha loãng cho các nhà đầu tư. IMP đã thực hiện phát hành ESOP 5-6% vào các năm 2013, 2017 và 2020, và có kế hoạch thực hiện tương tự cho các năm 2024-2025. Cụ thể, IMP đặt mục tiêu phát hành 4,5 triệu ESOP trong quý 4/2024-quý 1/2025, với giá phát hành là 5.000 đồng/cổ phiếu với thời gian hạn chế chuyển nhượng là 01 năm. Dựa trên số lượng cổ phiếu đang lưu hành hiện tại là 77 triệu, giả sử mức thuế suất là 20% và không chuyển từ LNST sang quỹ khen thưởng và phúc lợi, thì kế hoạch LNST năm 2024 của ban lãnh đạo là 423 tỷ đồng sẽ tương ứng EPS năm 2024 là 4.400 đồng và P/E là 18,4 lần. Nếu đợt phát hành ESOP được thực hiện – và giả sử đăng ký mua đầy đủ – thì kế hoạch LNTT năm 2024 của công ty sẽ tương ứng với giá cổ phiếu trước phát hành ESOP là 76.800 đồng và P/E thực tế năm 2024 là 18,5 lần.

Khoản chi lớn cho quỹ khen thưởng & phúc lợi. Trong giai đoạn 2020-2023, IMP liên tục chi trả quỹ khen thưởng và phúc lợi trong với tỷ lệ từ 12-18% LNST mỗi năm. Theo quan điểm của chúng tôi, một chương trình khen thưởng & phúc lợi tốt có thể là lợi thế cạnh tranh để thu hút và giữ chân những nhân tài hàng đầu và mang lại lợi ích cho thành công chung cho các công ty dược phẩm như IMP. Tuy nhiên, việc phân bổ khá lớn cho quỹ này có thể hạn chế các nguồn lực dành cho nghiên cứu & phát triển, sáng kiến tiếp thị hoặc các M&A tiềm năng có thể thúc đẩy tăng trưởng trong tương lai. Điều này có thể cản trở khả năng cạnh tranh lâu dài của IMP.

Phụ lục

Hình 12: Tóm tắt yêu cầu chất lượng đầu thầu thuốc generic của Việt Nam

Hạng mục chất lượng	Thông tư 15/2019/TT-BYT	Thông tư 07/2024/TT-BYT
	Có hiệu lực từ ngày 01/10/2019	Có hiệu lực từ ngày 17/05/2024
Nhóm 1	Thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương và được sản xuất hoàn toàn tại một quốc gia SRA. Thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP (và tương đương) được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam và có giấy chứng nhận lưu hành tự do tại một quốc gia SRA. Thuốc thuộc danh mục thuốc biệt dược hoặc thuốc sinh học tham chiếu do Bộ Y tế công bố, trừ thuốc biệt dược có giá được thương thảo giữa Bộ Y tế và các công ty dược phẩm.	Thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương và được sản xuất hoàn toàn tại quốc gia SRA. Thuốc EU-GMP (và tương đương) được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam và có giấy chứng nhận lưu hành tự do tại quốc gia SRA hoặc EMA. Thuốc thuộc danh mục thuốc biệt dược gốc hoặc sinh phẩm tham chiếu do Bộ Y tế Việt Nam công bố.
Nhóm 2	Các loại thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP khác. Thuốc được sản xuất hoàn toàn bằng dây chuyền sản xuất tại một quốc gia là thành viên của cả PIC/S và ICH.	Các loại thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP khác. Thuốc được sản xuất hoàn toàn bằng dây chuyền sản xuất tại một quốc gia là thành viên của cả PIC/S và ICH.
Nhóm 3	Thuốc đạt tiêu chuẩn WHO-GMP và có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.	Thuốc được cấp giấy chứng nhận đăng ký lưu hành thuốc hoặc giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam và có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.
Nhóm 4	Các loại thuốc khác đạt tiêu chuẩn WHO-GMP được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam.	Các loại thuốc khác đạt tiêu chuẩn WHO-GMP được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam.
Nhóm 5	Các loại thuốc khác đạt tiêu chuẩn WHO-GMP.	Thuốc được cấp giấy chứng nhận đăng ký lưu hành hoặc giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam.

Nguồn: Bộ Y tế, Vietcap. Lưu ý: Cơ quan Y tế Châu Âu (EMA) là một cơ quan phi tập trung của EU chịu trách nhiệm đánh giá khoa học, giám sát và theo dõi an toàn thuốc tại EU. Danh sách các quốc gia tham gia có thể được tìm thấy tại [đây](#).

Hệ thống hợp tác thanh tra dược phẩm (PIC/S) là một thỏa thuận hợp tác không ràng buộc, không chính thức giữa các cơ quan quản lý trong lĩnh vực thực hành sản xuất tốt (GMP) của các sản phẩm thuốc dùng cho người hoặc thú y. Chương trình này dành cho bất kỳ cơ quan nào có hệ thống thanh tra GMP tương đương. PIC/S hiện bao gồm 56 cơ quan tham gia từ khắp nơi trên thế giới. Danh sách các quốc gia tham gia có thể được tìm thấy tại [đây](#).

Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người (ICH) là một sáng kiến tập hợp các cơ quan quản lý và ngành công nghiệp dược phẩm để thảo luận và ban hành các hướng dẫn hài hòa về các khía cạnh khoa học và kỹ thuật của quá trình phát triển và đăng ký dược phẩm. ICH hiện có 23 cơ quan tham gia và 35 quan sát viên, có thể tìm thấy tại [đây](#).

Cơ quan quản lý dược phẩm nghiêm ngặt (SRA) bao gồm các thành viên và quan sát viên của ICH trước ngày 23/10/2015 và các cơ quan quản lý liên kết với một thành viên ICH thông qua thỏa thuận công nhận lẫn nhau có ràng buộc về mặt pháp lý trước ngày 23/10/2015. 36 thành viên của SRA bao gồm Mỹ, Nhật Bản, Canada, Úc, Áo, Bỉ, Bulgaria, Croatia, Síp, Cộng hòa Séc, Đan Mạch, Estonia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Hungary, Iceland, Ireland, Ý, Latvia, Liechtenstein, Lithuania, Luxembourg, Malta, Hà Lan, Na Uy, Ba Lan, Bồ Đào Nha, Romania, Slovakia, Slovenia, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Vương quốc Anh.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu	1.369	1.267	1.644	1.994
Giá vốn hàng bán	-822	-779	-946	-1.184
Lợi nhuận gộp	547	488	697	811
Chi phí bán hàng	-213	-181	-269	-310
Chi phí quản lí DN	-71	-73	-132	-120
LN thuần HĐKD	263	234	297	381
Thu nhập tài chính	10	18	24	25
Chi phí tài chính	-20	-18	-29	-31
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-5	-5	-4	-6
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	3	4	1	3
LNTT	255	239	291	377
Thuế TNDN	-46	-50	-68	-78
LNST trước CĐTS	210	189	224	300
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	210	189	224	300
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	185	165	184	255
(1) điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi				
EBITDA	319	299	358	467
EPS báo cáo, VND (2)	2.300	2.149	2.387	3.307
DPS báo cáo, VND (2)	1.247	1.299	866	910
DPS/EPS (%)	54,2%	60,5%	36,3%	27,5%

TỶ LỆ	2020	2021	2022	2023
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-2,4%	-7,5%	29,8%	21,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	29,3%	-10,8%	26,7%	28,5%
Tăng trưởng LNNTT	26,2%	-6,5%	22,0%	29,5%
Tăng trưởng EP	29,1%	-6,0%	-2,8%	38,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	39,9%	38,5%	42,4%	40,6%
Biên LN từ HĐ %	19,2%	18,5%	18,0%	19,1%
Biên EBITDA	23,3%	23,6%	21,8%	23,4%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,3%	14,9%	13,6%	15,0%
ROE %	12,7%	10,7%	12,1%	15,1%
ROA %	10,6%	8,6%	9,8%	12,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	103,2	132,0	103,0	103,9
Số ngày phải thu	97,0	99,9	62,8	51,9
Số ngày phải trả	20,1	22,0	19,8	14,3
TG luân chuyển tiền	180,2	209,9	146,0	141,5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	2,8x	2,9x	2,9x	3,9x
CS thanh toán nhanh	1,6x	1,7x	1,7x	1,6x
CS thanh toán tiền mặt	0,2x	0,7x	0,5x	0,3x
Nợ/Tài sản	6,2%	11,5%	4,2%	2,1%
Nợ/Vốn sử dụng	7,0%	12,8%	4,8%	2,3%
Nợ/Vốn CSH	-1,0%	-6,7%	-15,6%	-7,2%
Khả năng thanh toán lãi vay x	48,6x	42,6x	78,1x	63,1x
(số liệu có thể không được làm tròn)				

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền và tương đương	85	271	179	106
Đầu tư TC ngắn hạn	64	112	211	93
Các khoản phải thu	398	295	271	297
Hàng tồn kho	424	492	436	699
TS ngắn hạn khác	11	5	7	12
Tổng TS ngắn hạn	982	1.176	1.104	1.207
TS dài hạn (gộp)	941	999	1.036	1.553
- Khấu hao lũy kế	-438	-489	-547	-617
TS dài hạn (ròng)	503	510	489	936
Đầu tư TC dài hạn	52	51	71	71
TS dài hạn khác	560	558	613	179
Tổng TS dài hạn	1.114	1.118	1.173	1.185
Tổng Tài sản	2.096	2.295	2.277	2.393
Phải trả ngắn hạn	60	93	86	71
Nợ ngắn hạn	131	172	95	49
Nợ ngắn hạn khác	156	144	202	188
Tổng nợ ngắn hạn	347	409	382	308
Nợ dài hạn	0	92	0	0
Nợ dài hạn khác	19	0	0	0
Tổng nợ	366	500	382	308
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	667	667	667	700
Thặng dư vốn CP	507	507	507	507
Lợi nhuận giữ lại	205	197	265	440
Vốn khác	351	423	455	437
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.730	1.794	1.894	2.085
Tổng cộng nguồn vốn	2.096	2.295	2.277	2.393
Số cp lưu hành cuối năm, tr	66,7	66,7	66,7	70,0
Số cp lưu hành cuối năm, tr (3)	77,0	77,0	77,0	77,0
(3) điều chỉnh cho cỡ chữ cổ phiếu trong giai đoạn 2023-2024				

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Tiền đầu năm	75	85	271	179
Lợi nhuận sau thuế	210	189	224	300
Khấu hao	53	60	60	83
Thay đổi vốn lưu động	-178	50	121	-367
Điều chỉnh khác	-12	-64	-26	-55
Tiền từ hoạt động KD	73	235	379	-40
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-90	-53	-99	-64
Đầu tư, ròng	-47	-30	-100	143
Tiền từ HĐ đầu tư	-136	-83	-199	79
Cổ tức đã trả	-49	-100	-100	-67
Tặng (giảm) vốn cổ phần	30	0	0	0
Tặng (giảm) nợ ngắn hạn	93	41	-77	-46
Tặng (giảm) nợ dài hạn	0	92	-92	0
Tiền từ các hoạt động khác	0	2	-3	0
Tiền từ hoạt động TC	74	34	-272	-112
Tổng lưu chuyển tiền tệ	10	186	-92	-73
Tiền cuối năm	85	271	179	106

Nguồn: IMP, Vietcap. Ghi chú: (2) Điều chỉnh cho các đợt phát hành ESOP, cổ tức cổ phiếu & cổ phiếu thưởng trong năm 2020, cổ tức cổ phiếu trong giai đoạn 2023-2024.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Tổng Hoàng Trâm Anh, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi đối với các 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 Vietcap

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 Vietcap 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 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 Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn	
Trụ sở chính Tháp tài chính Bitexco, tầng 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM +84 28 3914 3588	Chi nhánh Hà Nội 109 Trần Hưng Đạo Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội +84 24 6262 6999
Phòng giao dịch Nguyễn Huệ Tòa nhà Vinatex, Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM +84 28 3914 3588 (417)	Phòng giao dịch Hàm Nghi Tòa nhà Doji, Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM +84 28 3914 3588 (400)
Phòng giao dịch Đống Đa 9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch, Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN +84 24 6262 6999	

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588 research@vietcap.com.vn	Alastair Macdonald Giám đốc điều hành, ext 105 alastair.macdonald@vietcap.com.vn
---	---

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy Trưởng phòng cao cấp, ext 123 - Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138 - Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516 - Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116	Vĩ mô Hoàng Thúy Lương Trưởng phòng cao cấp, ext 368 - Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368
---	---

Hàng tiêu dùng Hoàng Nam Phó Giám đốc, ext 124 - Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185 - Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538 - Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532	Dầu khí, Điện và Nước Đinh Thị Thùy Dương Phó Giám đốc, ext 140 - Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135 - Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529 - Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
--	--

Bất động sản Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120 - Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149 - Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174	Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng Nguyễn Thảo Vy Trưởng phòng cao cấp, ext 147 - Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191 - Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526
---	--

Khách hàng cá nhân Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363 - Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129 - Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366 - Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365 - Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan Giám đốc điều hành Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức +84 28 3914 3588, ext 107 tuan.nhan@vietcap.com.vn	Châu Thiên Trúc Quỳnh Giám đốc điều hành Khối Môi giới trong nước +84 28 3914 3588, ext 222 quynh.chau@vietcap.com.vn	Nguyễn Quốc Dũng, Giám đốc Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức +84 28 3914 3588, ext 136 dung.nguyen@vietcap.com.vn
---	--	--

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap 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 Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.