BAOVIET Securities

Ngành Dược phẩm

BC giới thiệu cổ phiếu mới niêm yết

Tháng 11, 2017

Sàn giao dịch	**HSX**
Giá chào sàn (VNĐ)	**68.000**
Ngày niêm yết	**08/11/2017**

Chuyên viên phân tích

Hà Thị Thu Hằng

(84 8) 3914 6888 ext 259

hathithuhang@baoviet.com.vn

Công ty cổ phần Pymepharco

Mã giao dịch: PME

Cơ hội đầu tư vào công ty Dược phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-EU

Tổng quan về PME: được thành lập từ năm 1989, cổ phần hóa vào năm 2008. Công ty dự kiến niêm yết 65.227.500 cổ phiếu trên sàn HSX vào ngày 08/11/2017. PME có cơ cấu cổ đông tương đối cô đặc, đã kín room nước ngoài.

PME là một trong số ít công ty có nhà máy sản xuất đạt chuẩn GMP-EU. Hiện tại Pymepharco có 3 phân xưởng đang hoạt động khoảng 70% công suất. Riêng dây chuyền thuốc kháng sinh tiêm dạng bột có công suất rất thấp (chỉ dưới 5%). Pymepharco đang thực hiện nâng cấp dây chuyền này lên chuẩn GPM-EU để tham gia đấu thầu vào nhóm 2 nhằm khai thác hiệu quả công suất nhà máy này. Công ty đặt mục tiêu thay thế thuốc ngoại nhập bằng thuốc nội địa chất lượng cao. Do đó đấu thầu tập trung quốc gia nếu được triển khai sẽ tạo ra cơ hội lớn cho Pymepharco hiện thực hóa mục tiêu này.

Doanh thu và lợi nhuận tăng ấn tượng trong nhiều năm, thuộc top 3 công ty sản xuất dược phẩm đang niêm yết. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2011-2016 lần lượt là 15,4% và 34,9%. Biên lợi nhuận đứng thứ 2 toàn ngành dược niêm yết, chỉ sau TRA về biên gộp và sau DHG về biên ròng, quản lý chi phí hiệu quả.

Triển vọng tăng trưởng các năm sau đến từ các nhà máy đạt chuẩn GMP-EU. Doanh thu và LNST kế hoạch 2018-2019 tăng 15%/năm nhờ: (i) Triển vọng tăng trưởng ngành dược phẩm Việt Nam khả quan với mức tăng 10%/năm (theo dự báo của BMI) (ii) Mở rộng biên lợi nhuận khi công suất nhà máy thuốc tiêm được khai thác hiệu quả; (iii) Chi phí được quản lý tốt hơn

Quan điểm đầu tư.

Pymepharco là một trong số ít công ty đi đầu trong việc nâng cấp nhà máy theo tiêu chuẩn quốc tế do đó công ty có những lợi thế nhất định về cạnh tranh trên thị trường. Cổ phiếu Pymepharco niêm yết là cơ hội cho nhà đầu tư xem xét thêm vào cổ phiếu của công ty có bề dày kinh nghiệm trong sản xuất dược phẩm, biên lợi nhuận cao và tình hình tài chính lành mạnh. Sự hỗ trợ trực tiếp về công nghệ, kỹ thuật từ Stada được xem là điểm cộng cho Pymepharco trong quá trình đầu tư nhà máy mới và mở rộng sang thị trường xuất khẩu. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 ước tính đạt 290 tỷ đồng, tương ứng EPS~4.447 đồng/cổ phiếu. Ở mức giá niêm yết 68.000 đồng/cổ phiếu, PME đang được giao dịch với P/E 2017 là 15,2x.

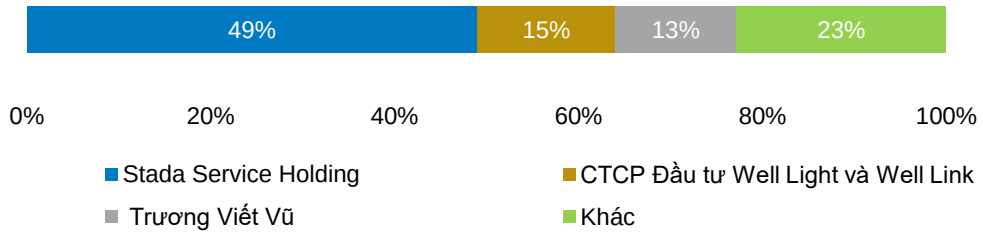
Rủi ro đầu tư lớn nhất có thể đến từ việc thay đổi chính sách đấu thầu khi mà môi trường pháp lý chưa ổn định. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh đối với Pymepharco là khá lớn khi Imexpharm-đối thủ cạnh tranh trực tiếp đã hoàn thành quá trình nâng cấp nhà máy thuốc tiêm và có thể tham gia đấu thầu từ năm 2017.

Công ty cổ phần Pymepharco (PME – HSX)

Tổng quan về công ty niêm yết. Thành lập từ năm 1989 tiền thân là công ty nhà nước chuyên kinh doanh thuốc và vật tư y tế, Pymepharco được cổ phần hóa vào năm 2008. Tính đến Q3/2017, Pymepharco đã nâng vốn điều lệ từ 25 tỷ đồng lên 652 tỷ đồng, là công ty có năng lực sản xuất tốt và tình hình tài chính lành mạnh. Công ty dự kiến niêm yết 65.227.500 cổ phiếu trên sàn HOSE vào ngày 8/11/2017.

Cơ cấu cổ đông tương đối cô đặc với 77% cổ phần do 4 cổ đông lớn nắm giữ, free float chỉ ~20%. Hiện tại room nước ngoài đã kín nên nhà đầu tư nước ngoài sẽ không có cơ hội mua vào cổ phiếu Pymepharco khi niêm yết cho tới khi công ty thực hiện nới room.

Cơ cấu sở hữu Pymepharco



(Nguồn: BVSC thu thập)

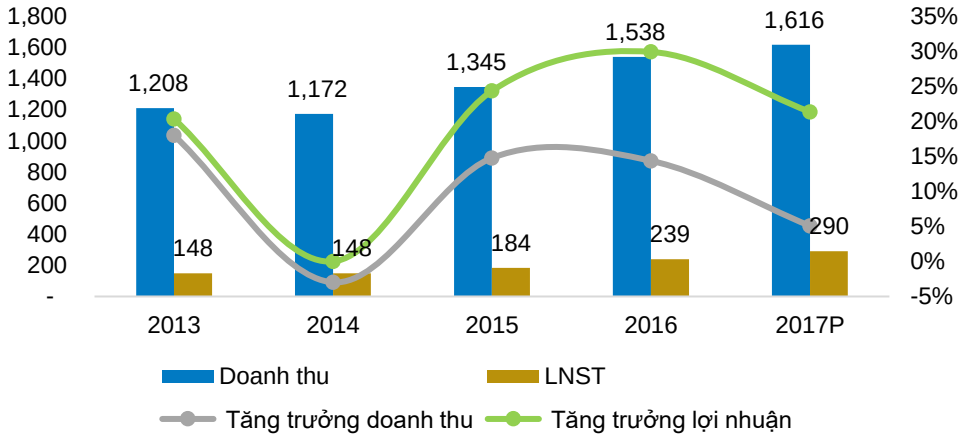
Công suất dây chuyền thuốc tiêm kỳ vọng cải thiện khi nâng cấp thành công lên GMP-EU. Tính đến thời điểm hiện tại, Pymepharco có 3 phân xưởng chuyên sản xuất: dung dịch tiêm, bột pha tiêm, bột đông khô pha tiêm, thuốc nhỏ mắt và thuốc kháng sinh dòng Cephalosporin với nhiều dạng bào chế khác nhau (thuốc gói, thuốc viên, nang cứng, nang mềm…). Trong số đó, 2 dây chuyền đang hoạt động khoảng 70% công suất. Riêng dây chuyền thuốc kháng sinh tiêm dạng bột có công suất rất thấp (chỉ dưới 5%) vì tình trạng đấu thầu vào kênh bệnh viện gặp khó khăn do phải cạnh tranh khốc liệt về giá ở nhóm 3. Dưới sự hỗ trợ của Stada, Pymepharco đang thực hiện nâng cấp dây chuyền này lên chuẩn GPM-EU để tham gia đấu thầu vào nhóm 2 (ít cạnh tranh hơn nhóm 3).

Phân xưởng A	Phân xưởng B	Phân xưởng C
• Thuốc uống nonbetalactam • Dạng bào chế: viên nén, bao phim, nang cứng, nang mềm, thuốc gói. • Công suất trung bình: 70% • Tiêu chuẩn: GMP-WHO	• Betalactam • Dạng bào chế: Thuốc tiêm bột, viên bao phim, nang cứng, gói • Công suất trung bình: 70%, riêng thuốc tiêm bột công suất dưới 5% • Tiêu chuẩn: GMP-EU cho dây chuyền thuốc viên. Đang nâng cấp dây chuyền thuốc tiêm bột.	• Thuốc vô trùng nonbetalactam • Dạng bào chế: Thuốc tiêm ống, tiêm đông khô, thuốc nhỏ mắt. • Công suất trung bình: 70% • Tiêu chuẩn: GMP-WHO

PMP đặt mục tiêu thay thế thuốc ngoại nhập bằng thuốc nội địa chất lượng cao. Chúng tôi đánh giá cao Pymepharco vì doanh nghiệp có năng lực sản xuất tốt, đi đầu trong xu hướng sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn quốc tế ở Việt Nam. Nhờ có sự hỗ trợ trực tiếp của đối tác chiến lược Stada, năm 2009 Pymepharco đã nâng cấp dây chuyền sản xuất thuốc viên Cephalosporin lên tiêu chuẩn Châu Âu, trở thành thành viên của tập đoàn Stada (Đức) và được cấp chứng nhận GPM-EU từ 2013. Tính đến thời điểm hiện tại, Việt Nam chỉ có vài cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP-EU như: Imexpharm, Pymepharco, Liên doanh Stada Vietnam, Tenamy... Với mục tiêu nâng dần tỷ lệ nội địa hóa ngành dược phẩm và khuyến khích sản xuất trong nước, điều 7 khoản 4a & 4b trong Luật dược quy định: "Không chào thầu dược liệu, thuốc nhập khẩu nếu thuốc trong nước đáp ứng được yêu cầu về giá trị, giá thuốc và khả năng cung cấp". Do đó đấu thầu tập trung quốc gia nếu được triển khai sẽ tạo ra cơ hội lớn các công ty sản xuất dược phẩm trong nước nói chung và Pymepharco nói riêng hiện thực hóa mục tiêu gia tăng thị phần trong kênh đấu thầu bệnh viện (đặc biệt là nhóm 2) và thay thế thuốc ngoại nhập. So với các doanh nghiệp nước ngoài, Pymepharco có lợi thế hơn hẳn Hàn Quốc, Trung Quốc hay Nhật Bản do chi phí sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-EU đang cạnh tranh hơn. Về đối thủ trong nước, ngoài các liên doanh như Stada Vietnam, Tenamy thì Imexpharm được xem là đối thủ cạnh tranh trực tiếp và có lợi thế đi trước so với PME khi IMP đã hoàn thành quá trình nâng cấp nhà máy thuốc tiêm lên GMP-EU và có thể tham gia đấu thầu nhóm 1-2 từ năm 2017.

Doanh thu và lợi nhuận tăng ấn tượng trong nhiều năm. Pymepharco là công ty có quy mô doanh thu và lợi nhuận sau thuế thuộc top 3 công ty sản xuất dược phẩm đang niêm yết. Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần giai đoạn 2011-2016 là 15,4%, cao hơn mức tăng trưởng bình quân của ngành là 12%. LNTT tăng trưởng ấn tượng với mức trung bình giai đoạn 2011-2016 là 34,9%. Năm 2017, công ty ước tính doanh thu thuần và LNST đạt 1.616 tỷ đồng và 290 tỷ đồng, tăng lần lượt 5% yoy và 21% yo. Cơ cấu doanh thu khá cân bằng giữa kênh OTC và ETC với tỷ trọng là 52% và 48%.

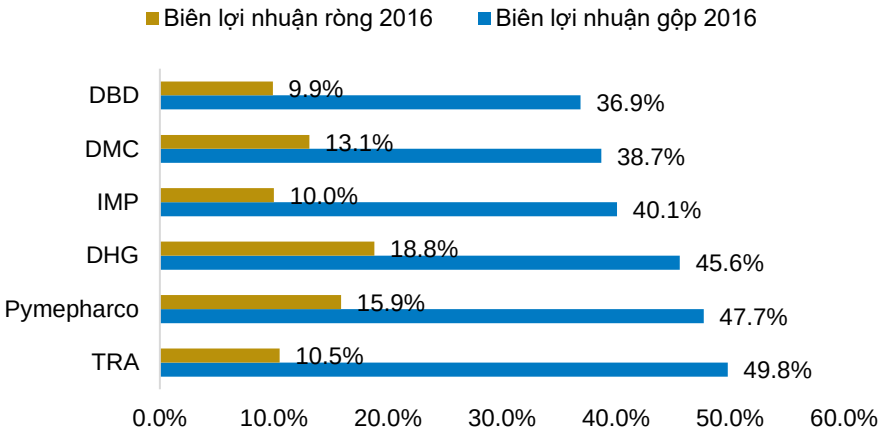
Doanh thu, lợi nhuận sau thuế và tăng trưởng



(Nguồn: BVSC thu thập)

Biên lợi nhuận đứng thứ 2 toàn ngành dược niêm yết, chỉ sau TRA về biên gộp và sau DHG về biên ròng, quản lý chi phí hiệu quả. Mặc dù biên lợi nhuận ngành có xu hướng giảm do gia tăng cạnh tranh khốc liệt về giá bán trên cả kênh ETC và OTC, tuy nhiên Pymepharco vẫn giữ được mức biên lợi nhuận cao và ổn định trong hai năm 2015-2016. Nửa đầu năm 2017, biên gộp cải thiện nhẹ lên mức 48% và biên ròng tăng lên 22,5% nhờ quản lý chi phí hiệu quả hơn.

So sánh với các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm có quy mô doanh thu trên 1.000 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp của Pymepharco chỉ thấp hơn TRA (thuốc đông dược thường có biên gộp cao hơn) và vượt trội hơn hẳn so với các doanh nghiệp tân dược khác.



(Nguồn: BVSC thu thập)

Triển vọng tăng trưởng các năm sau đến từ các nhà máy đạt chuẩn GMP-EU

(1) *Nâng cấp dây chuyền thuốc tiêm lên GMP-EU***.** Như chúng tôi đã trình bày ở trên, công suất dây chuyền thuốc tiêm hiện đang chưa được khai thác hiệu quả do công ty không có lợi thế về giá khi đấu thầu thuốc ở nhóm 3. Do đó, việc nâng cấp lên GMP-EU nếu thành công kỳ vọng sẽ giúp cải thiện đáng kể công suất nhà máy từ đó mang lại sự tăng trưởng tốt hơn về doanh thu trong các năm tiếp theo.

(2) *Đầu tư xây dựng nhà máy Non betalactam theo tiêu chuẩn Châu Âu***.** Thu nhập tăng lên kéo theo nhu cầu chăm sóc sức khỏe và sử dụng thuốc chất lượng cao của người dân ngày càng tăng. Với định hướng thay thế thuốc nhập khẩu và mở rộng kênh OTC, giảm sự phụ thuộc vào kênh ETC đang cạnh tranh gay gắt, Pymepharco đầu tư nhà máy thuốc viên Non Betalactam theo tiêu chuẩn GMP-EU. Thời gian thực hiện từ năm 2018-2019, vốn đầu tư khoảng 500 tỷ đồng.

(3) *Mở rộng mạng lưới phân phối và quảng bá thương hiệu.* Mặc dù có quy mô doanh thu và lợi nhuận top đầu ngành dược phẩm, tuy nhiên mạng lưới phân phối của Pymepharco khá khiêm tốn với khoảng 19 chi nhánh trên cả nước. Thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-EU sản xuất ở Việt Nam có lợi thế hơn về giá so với thuốc nhập khẩu từ nước ngoài nên sẽ là cơ hội cho Pymepharco tăng cường marketing, quảng bá thông tin về sự khác biệt và hiệu quả

của thuốc chất lượng Châu Âu từ đó mở rộng và nâng dần tỷ trọng kênh OTC trong cơ cấu doanh thu.

(4) *Doanh thu và LNST kế hoạch 2018-2019 tăng 15%/năm nhờ*: (i) Triển vọng tăng trưởng ngành dược phẩm Việt Nam khả quan với mức tăng 10%/năm (theo dự báo của BMI); (ii) Mở rộng biên lợi nhuận khi công suất nhà máy thuốc tiêm được khai thác hiệu quả; (iii) Chi phí được quản lý tốt hơn.

Chỉ tiêu chính (Tỷ đồng)	2017P	2018F	2019F
Vốn điều lệ	**652**	**652**	**652**
% Tăng trưởng	*30%*	*0%*	*0%*
Doanh thu thuần	**1616**	**1858**	**2137**
% Tăng trưởng	*7%*	*15%*	*15%*
LNTT	**363**	**418**	**480**
% Tăng trưởng	*21%*	*15%*	*15%*
LNST	**289**	**334**	**383**
% Tăng trưởng	*21%*	*16%*	*15%*
Biên ròng	17.96%	17.96%	17.96%
LNST/VĐL	**44.49%**	**51.16%**	**58.83%**
Cổ tức	**20%**	**20%**	**20%**

(Nguồn: PME)

Quan điểm đầu tư.

Pymepharco là một trong số ít công ty đi đầu trong việc nâng cấp nhà máy theo tiêu chuẩn quốc tế do đó công ty có những lợi thế nhất định về cạnh tranh trên thị trường. Cổ phiếu Pymepharco niêm yết là cơ hội cho nhà đầu tư xem xét thêm vào cổ phiếu của công ty có bề dày kinh nghiệm trong sản xuất dược phẩm, biên lợi nhuận cao và tình hình tài chính lành mạnh. Sự hỗ trợ trực tiếp về công nghệ, kỹ thuật từ Stada được xem là điểm cộng cho Pymepharco trong quá trình đầu tư nhà máy mới và mở rộng sang thị trường xuất khẩu. Lợi nhuận sau thuế năm 2017 ước tính đạt 290 tỷ đồng, tương ứng EPS~4.447 đồng/cổ phiếu. Ở mức giá niêm yết 68.000 đồng/cổ phiếu, PME đang được giao dịch với P/E 2017 là 15,2x.

Rủi ro đầu tư lớn nhất có thể đến từ việc thay đổi chính sách đấu thầu khi mà môi trường pháp lý chưa ổn định. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng áp lực cạnh tranh đối với Pymepharco là khá lớn khi Imexpharm-đối thủ cạnh tranh trực tiếp đã hoàn thành quá trình nâng cấp nhà máy thuốc tiêm và có thể tham gia đấu thầu từ năm 2017.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Doanh thu	1.188	1.149	1.309	1.508
Giá vốn	(573)	(581)	(684)	(788)
Lợi nhuận gộp	615	567	624	720
Doanh thu tài chính	1	4	5	23
Chi phí tài chính	(30)	(10)	(9)	(8)
Lợi nhuận sau thuế	148	148	184	239

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Tiền & khoản tương đương tiền	89	107	244	77
Các khoản phải thu ngắn hạn	397	397	382	419
Hàng tồn kho	336	370	278	305
Tài sản cố định hữu hình	180	167	285	262
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	7	7	7	26
Tổng tài sản	**1.081**	**1.160**	**1.376**	**1.621**
Nợ ngắn hạn	353	215	247	246
Nợ dài hạn	30	38	40	49
Vốn chủ sở hữu	698	906	1.088	1.326
Tổng nguồn vốn	**1.081**	**1.160**	**1.376**	**1.621**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	17,5%	-3,3%	13,9%	15,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	21,0%	-0,2%	23,9%	30,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	51,8%	49,4%	47,7%	47,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,5%	12,9%	14,0%	15,9%
ROA (%)	14,3%	13,2%	14,5%	16,0%
ROE (%)	25,2%	18,5%	18,4%	19,8%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	35%	22%	21%	18%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	55%	28%	26%	22%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	8.322	5.536	4.574	4.768
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	39.121	33.867	27.116	26.431

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Hà Thị Thu Hằng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh
Dệt may
phamdachoangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888