

# CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC IMEXPARM

## BÁO CÁO CÔNG TY

**Khuyến nghị : MUA**

### MỤC LỤC

T NG H P NH NG I M CHÍNH .....	1
NGÀNH D C VI T NAM.....	2
➢ Môi tr ng và ti m n ng t ng tr ng.....	2
➢ c thù kinh doanh c a ngành .....	3
➢ Ngành D c và nh ng tách th c .....	4
CÔNG TY C PH N D C PH M IMEXPARM .....	4
➢ Gi i thi u .....	4
➢ C c u c ông.....	4
➢ Ho t ng s n xu t.....	5
➢ H th ng phân ph i .....	6
➢ Chi n l c kinh doanh .....	7
➢ Ho t ng kinh doanh .....	7
➢ D báo .....	11
KHUY N NGH .....	12
PH L C.....	13



**TỔNG HỢP NHỮNG ĐIỂM CHÍNH**
**Tổng quan về công ty**

Công ty cổ phần dược phẩm Imexpharm là một trong những công ty sản xuất dược phẩm lớn nhất Việt Nam. Tổng tài xế nghỉ phép sản xuất công nghiệp, doanh thu chủ yếu từ hoạt động thương mại; sau khi thực hiện chuyển đổi năm 2001, công ty phát triển mạnh mẽ về sản xuất, nhân sự, hệ thống bán hàng, tất cả tiêu chuẩn cao nhất của ngành về sản xuất thuốc (GMP-WHO), bảo quản thuốc (GSP), và kiểm nghiệm thuốc (GLP). Công ty đang hướng tới xây dựng thành tựu mới trong ngành dược và trở thành nhà sản xuất hàng đầu tại Việt Nam.

**Tiêu điểm**

- Ngành dược có tiềm năng tăng trưởng cao** là chìa khóa cho các công ty trong ngành. Tỷ lệ tăng trưởng kỷ lục hàng năm của ngành dược khoảng 15% trong 5 năm tới. Ngành dược Việt Nam sẽ quy mô 1,6 tỷ USD vào năm 2010.
- Là công ty có năng lực sản xuất dược phẩm tốt nhất** trên cơ sở là năng lực đầu tư trong lĩnh vực nghiên cứu sản xuất và quy trình và công nghệ tiên tiến nhất.
- Imexpharm là một trong những công ty dược có tiềm năng tăng trưởng doanh thu cao trong giai đoạn 2004 – 2007** với mức trung bình 25%/năm. Với những kế hoạch liên doanh hợp tác sản xuất và phân phối với các tập đoàn dược phẩm hàng đầu trên thế giới, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu bình quân hàng năm sẽ vượt quá 20% trong giai đoạn 2008 – 2011.
- Công ty tập trung sản xuất các loại thuốc có giá trị cao** dựa trên năng lực thương mại và công nghệ sản xuất, nên tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2008 ước tính là 36% và tiếp tục duy trì trong tương lai.
- Thị trường trong nước đang mở rộng.** Thành công trong việc tiếp nhận quy hoạch và khai thác khu bảo tồn thiên nhiên 1.000 ha tại Long An, với nhiều lợi ích cho quý và Trung tâm Dược lý ung thư Tháp Mười, IMP đang có kế hoạch phát triển thành công ty sản xuất thuốc đặc thù hàng đầu kết hợp với khai thác tiềm năng ngành du lịch – nghỉ dưỡng – chữa bệnh.
- Năng lực tài chính mạnh mẽ và khả năng phòng ngừa rủi ro tài chính và nhân lực tín dụng cao** mà báo cáo chi tiết cho nhà đầu tư. Lợi nhuận công ty không bị ảnh hưởng bởi biến động giá cả thị trường chứng khoán và bất ổn kinh tế.
- Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng hàng năm cao** là ảnh hưởng từ trung bình 20%/năm. Do công ty sản xuất tăng lên 150%, EPS tăng với tốc độ tăng gấp đôi, trung bình 12%/năm trong giai đoạn 2008-2012.

**Khuyến nghị**

- Dựa trên những gì phân tích và mô hình định giá của chúng tôi, mức giá xuất cho IMP là 137.000 đồng. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** và giữ trong dài hạn.

**Thông tin về công ty**

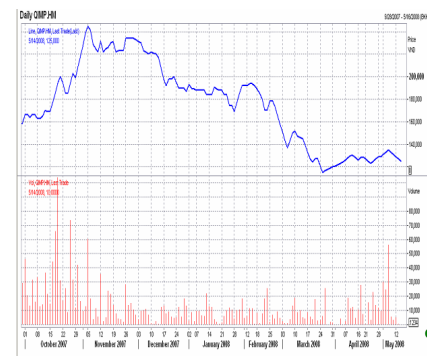
Ngành	Dược phẩm
Trên thị trường	Nhiễm khuẩn
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	116
Mệnh giá	10.000
Niên kỷ toán	31/12

**Chỉ số thị trường**

Giá (9/5/2008) (đồng)	131.000
Vốn thị trường (tỷ đồng)	15.428
P/E 2007	28
P/E 2008	29
PEG (5 năm)	1.4

**Cấu trúc vốn**

Nhà nước	26%
Ngoài nước	38%
Khác	36%

**Biểu đồ giá**


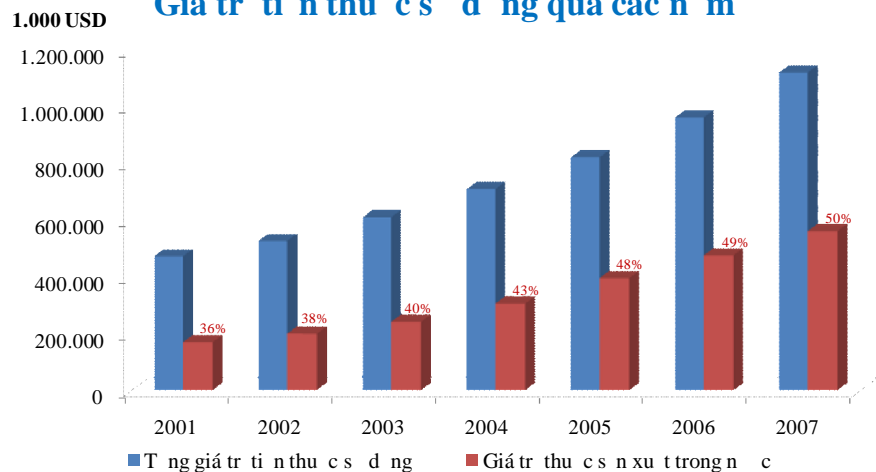
## NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM

**Ngành Dược Việt Nam  
ang ng tr c vi n  
c nh t ng tr ng b n  
v ng**

### MÔI TRƯỜNG VÀ TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG

Ngành Dược Việt Nam trước đây được xem là ngành có rủi ro cao và hoạt động không hiệu quả. Lý do chủ yếu dẫn đến nhận định trên là do trạng thái bất ổn định, nền y tế kém phát triển và sao chép công nghệ sản xuất thuốc mốt cách tràn lan. Tuy nhiên, trong những năm gần đây ngành Dược đã có những thay đổi mạnh mẽ nhờ vào sự hỗ trợ của Chính phủ và sự nỗ lực sáng tạo của ban lãnh đạo các công ty sau khi cải tiến và trở thành công ty hiện đại. Điều đó dẫn đến tốc độ tăng trưởng hàng năm trung bình từ 16% - 17%/năm. Năm 2007 đã có 75/180 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP, chiếm 85% tổng giá trị sản xuất trong nước. Theo đó, giá trị sản xuất thuốc trong nước tăng đáng kể qua các năm: chỉ chiếm 36,10% trong năm 2001 thì năm 2007 đã chiếm 50,27% tổng giá trị tiêu thụ thuốc.

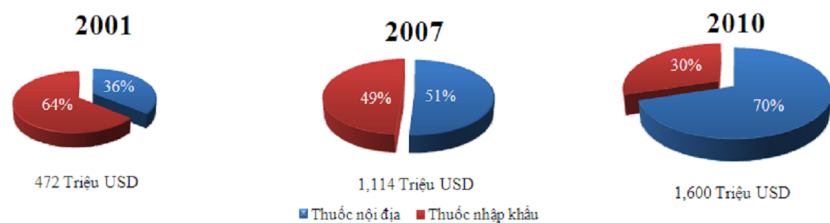
**Giá trị tiêu thụ thuốc qua các năm**



Nguồn: Cục Quản lý Dược Việt Nam

Biểu đồ trên cho thấy mức chuyển dịch đáng kể về cơ cấu tiêu thụ thuốc trong nước, từ chỉ chiếm 36% tổng phân trong năm 2001, năm 2007 tăng lên 50,27%. Bên cạnh đó, theo mục tiêu của ngành Dược năm 2010 giá trị thuốc sản xuất trong nước phải chiếm 60% tổng giá trị thuốc tiêu thụ trong nước và năm 2015 tăng 70%. Đây được xem là một thách thức lớn đối với ngành Dược của Việt Nam.

**Thị trường thuốc trong nước – Quá khứ và tương lai**



Nguồn: Cục Quản lý Dược Việt Nam

Cùng với tốc độ tăng trưởng của GDP, chỉ tiêu bình quân đầu người tăng lên hàng năm dẫn đến nhu cầu chi tiêu cho y tế và chăm sóc sức khỏe cá nhân tăng theo. Trong khoảng thời gian năm năm, chỉ tiêu y tế bình quân mỗi người Việt Nam đã tăng hàng gấp đôi, từ 6 USD (năm 2001) lên 13 USD (năm 2007). Con số này có ảnh hưởng lớn đến mức trung bình so với khu vực (nguồn BMI).

**Tỷ lệ tăng trưởng trung bình 15%/năm, giá trị tiêu thụ đạt 1,6 tỷ USD năm 2010**

Trên cơ sở thị trường ngày càng gia tăng nhu cầu vào phát triển mới, lợi nhuận phân phối toàn quốc, giá trị tăng trưởng, tiếp nhận công nghệ sản xuất các loại thuốc được thông qua vì các sản phẩm thuốc như quy định, công nghệ vì các ý kiến phát triển nhóm sản phẩm dựa trên nền tảng liên lạc phong phú của Việt Nam, các doanh nghiệp phải có trong nước đang ngày càng hội nhập, không ngừng làm cho thị trường trong nước mà còn có khả năng vươn ra thị trường khu vực.

Theo tính toán của chúng tôi về dài hạn, sau khi các biện pháp kiểm soát giá bệnh, hoạt động kinh doanh được thực hiện theo đúng thông lệ Quốc tế thì ngành Dược có thể duy trì tỷ lệ tăng trưởng là 15%/năm và giá trị tiêu thụ trong năm 2010 đạt 1,6 tỷ USD.

### **C THỦ KINH DOANH CỦA NGÀNH**

**Trình độ ngành dược – Nhân viên chuyên tâm**

Ngành dược Việt Nam đang có xu hướng phát triển 2,5 trong thang phân loại 4 mức xếp hạng thu nhập của WHO. Đây là mức đánh giá là có công nghệ phải có, đã sản xuất được thuốc generic (thuốc có generic hóa học giống thuốc phát minh) như các nhà sản xuất dược phẩm.

Hiện nay, Chính phủ đã vạch rõ lộ trình cho các Công ty dược bao gồm sản xuất thuốc t (GMP), bào chế thuốc t (GSP) và kiểm nghiệm thuốc t (GLP) nhằm đảm bảo các tiêu chuẩn quốc tế do WTO đưa ra. Đáp ứng các yêu cầu tiêu chuẩn trên đòi hỏi các công ty dược phải có vốn đầu tư lớn và đội ngũ nhân sự có trình độ chuyên môn cao.

Các công ty dược trong nước chú trọng vào việc nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới và chi tiêu lớn chi tiêu sâu. Hiện tại, các công ty chủ yếu tập trung phát triển nhóm sản phẩm mới nhất, đặc biệt là các sản phẩm thuốc t trùng lặp, nhái mô phỏng nhái phôi. Theo thống kê của Cục Quản lý Dược Việt Nam, thuốc không được t l trong năm 2007 chỉ chiếm 3,3% tổng số thuốc, cao hơn so với năm 2006 là 3,18%. Ngoài ra, ngày càng tăng cao các nhà sản xuất góp phần nâng cao chất lượng thuốc kém chất lượng nêu trên, làm cho doanh nghiệp phải đầu tư, nhàn hạ trong thị trường.

**Hệ thống phân phối – Nhân tố chính dẫn dắt sự tăng trưởng bền vững**

Huấn luyện các công ty dược trong nước sản xuất các loại thuốc generic, các sản phẩm thuốc được t. Do đó, hệ thống phân phối đóng vai trò rất quan trọng trong ngành. Ngành công ty nào có thể thu được lợi nhuận tay nghề cao thì tiêu dùng thì càng xem xét là thành công.

Thị trường thuốc Việt Nam được chia làm 2 mảng: hệ thống và hệ thống mới, chỉ số tăng trưởng là 37:63. Hệ thống là hệ thống bán trực tiếp cho các bệnh viện thông qua thuốc. Hệ thống mới là hệ thống bán trực tiếp các nhà hàng thuốc, trung tâm phân phối.

Hiện nay, một số công ty dược trong nước đang cố gắng thiếp lập hệ thống phân phối của mình thông qua việc xây dựng các trung tâm phân phối, các nhà hàng bán thuốc và liên kết với một số công ty dược phẩm để thu được lợi nhuận tay nghề cao. Ngoài ra, việc tham gia vào thuốc vào các bệnh viện cũng là một kênh phân phối quan trọng vì các công ty Dược. Tuy nhiên, sự tồn tại như vậy cho kênh này không cao do giá trúng thầu thấp hơn so với giá thuốc bán ngoài thị trường.

Dù báo trong tương lai, hệ thống phân phối tiếp tục là nhân tố cạnh tranh chính trong ngành dược. Ngành Công ty nào thiếp lập và quản lý được hệ thống phân phối của mình một cách có hiệu quả sẽ là một trong những công ty dược đầu tiên trong ngành.

## NGÀNH DƯỢC VÀ NHỮNG THÁCH THỨC

**Nguyên vật liệu sản xuất thuốc tân dược phải thu nhập chủ yếu vào ngành dược phẩm**

90% nguyên vật liệu sản xuất thuốc phẩm phải thu nhập chủ yếu vào ngành dược phẩm nói chung và ngành Dược nói riêng phải nhập khẩu nguyên vật liệu gia tăng chóng mặt hiện nay. Chỉ tính riêng trong năm 2006 và 2007 giá nguyên vật liệu nhập khẩu tăng 100% trong khi giá nguyên vật liệu trong nước tăng trên 50%. Điều này gây ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng sinh lời của các công ty dược trong nước do giá bán hàng bị kiểm soát bởi Chính phủ.

Vì mục tiêu giảm chi phí thuốc vào ngành dược nguyên liệu nhập khẩu, các công ty dược ngành đã đầu tư xây dựng và phát triển các nhà máy hóa dược. Đến năm 2015, ngành dược nguyên vật liệu nhập khẩu sẽ đáp ứng được 20% nhu cầu sản xuất và tiêu thụ tăng lên 50% vào năm 2020.

**Sàng lọc các doanh nghiệp không tiêu chuẩn GMP theo khuyến cáo của Tổ chức Y tế Thế giới**

Theo Quyết định số 27/2007/QĐ-BYT ngày 19/4/2007 của Bộ Y tế: “Từ ngày 1/7/2008, doanh nghiệp sản xuất không tiêu chuẩn GMP theo khuyến cáo của Tổ chức Y tế Thế giới và doanh nghiệp sản xuất nhập khẩu và kinh doanh có hình thức khó bảo quản không tiêu chuẩn GSP sẽ phải ngừng sản xuất và ngừng xuất nhập khẩu trực tiếp”. Điều này dẫn đến số lượng thanh lý các nhà máy tiêu chuẩn GMP. Do đó, nhu cầu hiện ứng theo trình tự sẽ có không ít doanh nghiệp sản xuất tân dược bị buộc phải ngừng hoạt động hoặc chuyển đổi hình thức kinh doanh sản xuất trực tiếp sang làm đại lý phân phối cho các doanh nghiệp tiêu chuẩn.

**Cạnh tranh về giá thuốc ngoại nhập và các công ty dược nước ngoài gia tăng**

Kể từ ngày 1/1/2009 các công ty dược nước ngoài còn được phép trực tiếp nhập khẩu thuốc, không cần thông qua các công ty trung gian nhập khẩu ủy thác và mức thu trung bình là 2,5%. Điều này dẫn đến giá bán các loại thuốc nhập khẩu sẽ giảm và các công ty trong nước sẽ phải cạnh tranh mạnh mẽ hơn, khả năng tồn tại về giá của các loại thuốc nhập khẩu và tự nhiên là có thể nhập khẩu nguyên liệu thuốc.

## CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC IMEXPHARM

### GIỚI THIỆU

Công ty thành lập năm 2001 qua quá trình chuyển đổi doanh nghiệp nhà nước, Imexpharm đã phát triển mạnh mẽ và trở thành một trong những công ty hàng đầu trong ngành công nghiệp sản xuất dược phẩm Việt Nam.

Sản phẩm chính của Imexpharm là các loại thuốc kháng sinh, thuốc hạ sốt, thuốc chống viêm, thuốc chống đau và các thuốc phòng ngừa... Công ty cũng là nhà sản xuất hàng đầu của các tập đoàn dược phẩm nổi tiếng trên thế giới như Sanofi-Aventis, Sandoz, BP Pharma & innotech, Robison.

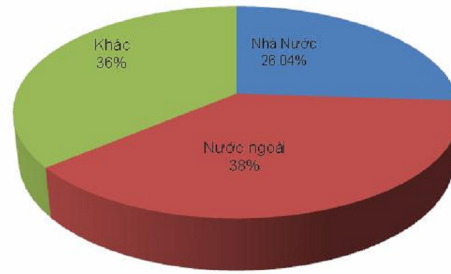
Imexpharm hiện tại có 5 chi nhánh trên toàn quốc: Cần Thơ, An Giang, Thành phố Hồ Chí Minh, Hà Nội, Bình Dương và hai nhà máy tại Thủ Đức. Ngoài ra, Công ty còn đang tiến hành xây dựng nhà máy Cephalosporin tiêu chuẩn GMP-WHO tại Bình Dương.

### CÁC CHỦ SỞ HỮU

Các chủ sở hữu của Imexpharm bao gồm phần lớn của nhà nước là 26% và các nhà đầu tư nước ngoài là công ty Dược Việt Nam.

Các chủ sở hữu nước ngoài và các chủ sở hữu khác nắm giữ 74% vốn đầu tư. Trong đó, hai chủ sở hữu lớn nhất là Vietnam holding LTD (6%) và JP.MorganWhitefriars Inc. (5%).

## CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: Imexpharm

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

**Các sản phẩm hoạt động trong lĩnh vực là sản phẩm chính**

Sản xuất các loại thuốc tân dược luôn là thế mạnh truyền thống của Imexpharm. Các loại thuốc tân dược do công ty sản xuất gồm: Các loại thuốc kháng sinh, các loại thuốc hạ sốt giảm đau, các loại thuốc kháng viêm, các loại thuốc chống trầm cảm, các loại thuốc chống động kinh và các loại thuốc phòng ngừa bệnh tật.



Bên cạnh các sản phẩm do công ty sản xuất, duy trì mối quan hệ với khách hàng và tính ổn định cho sản phẩm của công ty, Imexpharm còn nhập khẩu một số mặt hàng từ các nhà sản xuất phân phối.

**Trình độ công nghệ, thế mạnh trong ngành dược**

Imexpharm là công ty đầu tiên tại Việt Nam sản xuất sản phẩm đạt tiêu chuẩn GMP-ASEAN, phòng thí nghiệm đạt tiêu chuẩn GLP-ASEAN, hoàn thành kho theo tiêu chuẩn GSP-ASEAN. Công ty đã nâng cấp 2 nhà máy Non Betalactam và Betalactam lên tiêu chuẩn GMP-WHO với dây chuyền sản xuất tự động hóa và khép kín, với các máy móc thi công trang bị 100% phần lớn có nguồn gốc sản xuất từ Châu Âu, Mỹ như: máy ép viên UIIL Mal (Đức), máy đóng nang tự động (Đức), máy sấy tự động (Đức), máy vô nang tự động (Italy)... Ngoài ra, Công ty đang xây dựng nhà máy Cephalosporin đạt tiêu chuẩn GMP-WHO sẽ đưa vào sản xuất trong quý 1 năm 2009.

Bên cạnh đó, phòng kỹ thuật nghiên cứu sản phẩm của Công ty cũng trang bị các máy móc thi công kỹ thuật tiên tiến nhất hiện nay: máy quang phổ hồng ngoại (M), máy thử mài mòn-Pharmatest (Đức), máy quang phổ (Anh), máy xác định hàm lượng (Đức), máy sắc ký lỏng (Thuỵ Sĩ)... đáp ứng yêu cầu cho nhu cầu kiểm nghiệm nội bộ và cho việc sản xuất và bảo đảm chất lượng thuốc đạt các tiêu chuẩn quốc tế.



Hệ thống kho tàng đạt tiêu chuẩn GSP-WHO và trang bị phòng thí nghiệm đủ loại máy móc và thiết bị để thực hiện các công việc phân tích và kiểm soát chất lượng sản phẩm.

#### **Công ty hàng đầu trong việc sản xuất hàng quy định**

Công ty là một trong những nhà sản xuất hàng quy định hàng đầu tại Việt Nam. Với hệ thống nhà máy sản xuất Betalactam và Non-Betalactam đạt tiêu chuẩn GMP – WHO, công ty đã nhận được nhiều chứng nhận hàng đầu cho các năm 2008 – 2012 của các tổ chức uy tín trên thế giới như Sanofi aventis, GSK (Glaxco Smith Kline), Pharmasiencie, Innotech và Robinson.

Thông qua việc sản xuất hàng quy định, Công ty tích lũy kinh nghiệm và áp dụng các quy trình sản xuất và tổ chức công nhân viên lành nghề đáp ứng các yêu cầu trong thực hành sản xuất theo tiêu chuẩn Châu Âu (GMP-EU). Bên cạnh đó, Imexpharm có các hệ thống máy móc và thiết bị sản xuất hiện đại, nâng cao chất lượng sản phẩm.

#### **R&D, năng lực nâng cao chất lượng sản phẩm**

Imexpharm tập trung đầu tư vào công tác nghiên cứu và phát triển sản phẩm mới. Công ty lập phòng nghiên cứu phát triển (R&D) nhằm vai trò nghiên cứu và sản xuất các hợp chất mới, công nghệ sản phẩm, quy trình sản xuất, sản xuất thử nghiệm sản phẩm. Với việc R&D không ngừng cải tiến, trong năm 2005, công ty đã nghiên cứu và giới thiệu 26 sản phẩm mang thương hiệu Imexpharm ra thị trường; năm 2006 là 36 sản phẩm và năm 2007 là 29 sản phẩm. Hiện nay, Imexpharm đã được Bộ Y tế cho phép lưu hành khoảng 200 sản phẩm trên toàn quốc.

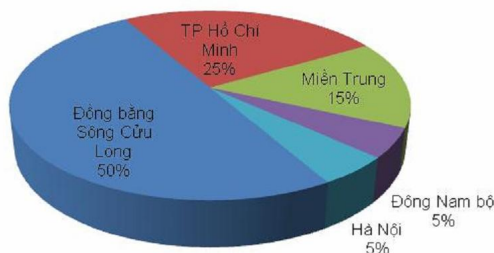
### **HỆ THỐNG PHÂN PHỐI**

#### **Hệ thống phân phối, mối liên hệ giữa các thị trường**

Những năm qua, do quá tập trung vào xây dựng hệ thống nhà máy sản xuất, Imexpharm chưa chú trọng xây dựng hệ thống phân phối. Hiện tại, mặc dù các sản phẩm của Imexpharm đạt chất lượng cao nhưng gặp khó khăn trong việc tiếp cận thị trường tiêu dùng. Hiện tại, Imexpharm chỉ chiếm khoảng 3-4% thị trường Dược Việt Nam. Bên cạnh đó, theo cam kết của Việt Nam khi gia nhập WTO, từ 01/01/2009, các công ty dược nước ngoài được phép trực tiếp nhập khẩu dược phẩm từ Việt Nam. Hiện tại, thu nhập khẩu dược phẩm sẽ giảm từ 0-10% xuống còn 0-5%. Sự cạnh tranh giữa các công ty nội địa và các công ty nước ngoài ngày càng khốc liệt. Việc cạnh tranh và phát triển hệ thống phân phối trở nên rất quan trọng đối với công ty.

Imexpharm xây dựng và củng cố hệ thống phân phối tại hai thị trường chính là chỉ chiếm 75% tổng doanh thu là thành phố Hồ Chí Minh và thành phố Hải Phòng. Ngoài ra, Imexpharm có kế hoạch mở rộng mạng lưới chi nhánh phân phối tại các tỉnh phía Bắc và Hà Nội là trung tâm; đầu tư xây dựng mạng lưới phân phối tại Cần Thơ, An Giang, Nha Trang, Đà Nẵng, Châu Thành. Công ty cũng xây dựng mạng lưới trình độ chuyên môn giới thiệu các thông tin về sản phẩm đến các nhà thu mua và người tiêu dùng.

**CƠ CẤU DOANH THU THEO VÙNG NĂM 2007**



Nguồn: Imexpharm

Ngoài ra, Imexpharm hiện đang nắm giữ cổ phần đáng kể trong phân phối sản phẩm của các công ty dược phẩm thông qua mua lại một phần các công ty dược phẩm tại An Giang, Sóc Trăng, Cà Mau, Bạc Liêu, và Nam Định, Daklak.

## CHIẾN LƯỢC KINH DOANH

### Phát triển hệ thống phân phối trong nước, xây dựng thị trường mới

Imexpharm có kế hoạch tiếp tục mở rộng thị trường miền Bắc, miền Đông, miền núi và thị trường xuất khẩu, cùng các dịch vụ và giải pháp thị trường bệnh Sông Cửu Long và Thành phố Hồ Chí Minh.

### Trở thành công ty sản xuất dược phẩm nội địa Việt Nam

Tập trung đầu tư vào các nhà máy liên doanh sản xuất nhóm Betalactam. Quý 1 năm 2009, Imexpharm sẽ hoàn thành nhà máy Cephalosporin sản xuất kháng sinh tại Bình Định. Tổng kinh phí đầu tư tính VND 106.7 tỷ, công suất đầu tư trên 150 triệu USD/năm.

Công ty cũng đang xúc tiến nhanh dự án liên doanh xây dựng nhà máy dược phẩm với Pharmacia – Canada với 70% vốn đầu tư của phía liên doanh xuất sang thị trường Canada; liên doanh với tập đoàn Chemo xây dựng nhà máy sản xuất các thiết bị Y tế; thu hút các nhà đầu tư và tài trợ.

### Tăng trưởng doanh thu trong các thị trường mới lên 5%

Tăng cường khai thác thị trường doanh nghiệp và thị trường. Công ty có kế hoạch đầu tư mở rộng thị trường cho nghiên cứu sản xuất dược phẩm tại Trung tâm Biotek và Phát triển Dược liệu tại Tháp Mười trên quy mô rộng, hiện tại chỉ tiêu thị trường và xuất khẩu. Ngoài ra, Công ty cũng đang tiến hành thực hiện dự án biotek và phát triển nguồn dược phẩm tại khu vực nguyên sinh rộng 1.000 ha tại Long An.

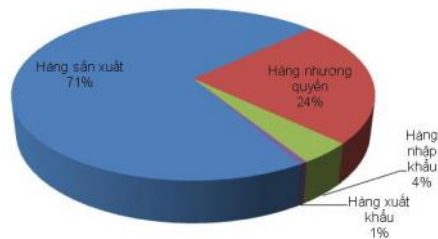
## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### Thu nhập của công ty sản xuất chiếm trên 90% tổng doanh thu

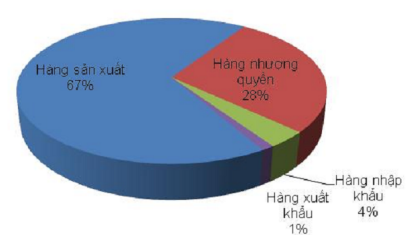
Imexpharm là một trong những công ty dược phẩm hàng đầu Việt Nam với thị trường là hoạt động sản xuất thuốc. Các sản phẩm mang thương hiệu Imexpharm là nguồn mang lại doanh thu lớn nhất cho Công ty. Bên cạnh việc đóng góp một phần đáng kể vào doanh thu, các sản phẩm nghiên cứu còn giúp Imexpharm nâng cao trình độ sản xuất.

Số vốn năm 2006, doanh thu bán hàng năm 2007 giảm 14,05% chủ yếu là do công ty ngừng sản xuất chủng ngừa cúm gia cầm cúm A/B Y tế – một chủng ngừa cúm gia cầm hiện tại đang kinh doanh. Trong 492 triệu doanh thu từ hàng sản xuất cúm gia cầm năm 2006, có 134 triệu doanh thu hàng sản xuất cho chủng ngừa cúm gia cầm cúm A/B Y tế nên tổng doanh thu sản xuất trong tổng doanh thu giảm 14,05% so với năm 2006. Nếu loại trừ doanh thu từ chủng ngừa cúm gia cầm thì doanh thu năm 2007 tăng 15,23% so với năm 2006, trong đó doanh thu từ hàng sản xuất cúm gia cầm 19,18%.

CƠ CẤU DOANH THU NĂM 2006



CƠ CẤU DOANH THU NĂM 2007



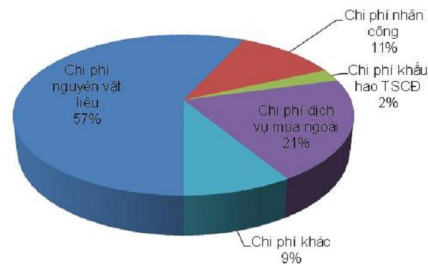
Nguồn: Imexpharm

### Sự biến động giá nguyên liệu tác động không đáng kể đến lợi nhuận

Trong cơ cấu giá thành sản xuất của Imexpharm, chi phí nguyên vật liệu chiếm một phần khá cao, gần 60% tổng chi phí. Imexpharm phụ thuộc khá nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu cho sản xuất, chủ yếu là nhóm nguyên liệu sản xuất thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau hạ sốt và thuốc Vitamin. Do đó, công ty khó kiểm soát giá thành sản phẩm.



### CƠ CẤU GIÁ THÀNH NĂM 2007



Nguồn: Imexpharm

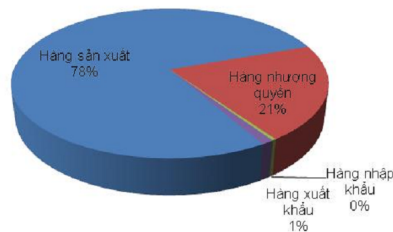
Trong năm 2007, giá cả các loại nguyên vật liệu sản xuất thu c t ng 100% so v i n m 2006, c b i t là nhóm d c li u c chi t xu t t d u m . Tuy nhiên, giá thu c trong n c l i ch u s k i m soát ch t ch c a Nhà n c, b t k s t ng giá nào trên 1% u ph i c phép c a C c Qu n lý d c. i u này nh h ng b t l i n ho t ng kinh doanh và làm gi m t c t ng c a t su t sinh l i c a Công ty.

Tr c tình hình giá c d c li u trên th gi i không ng ng bi n ng do tác ng c a thiên tai, d ch b nh và giá d u; Imexpharm ã ch ng t ng d tr và ký h p ng dài h n v i các nhà cung c p nh m n nh giá c nguyên v t li u cho s n xu t.

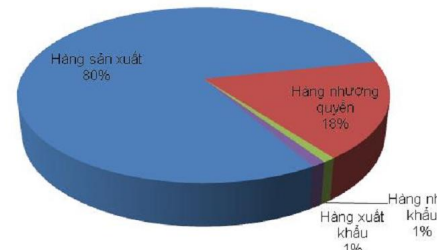
### óng góp c a hàng t s n xu t trong l i nhu n g p t ng

Trong c c u l i nhu n g p c a công ty, t ng l i nhu n g p c a các m t hàng d c ph m do công ty s n xu t chi m 98,5% t ng l i nhu n g p. Hàng d c ph m mang th ng hi u Imexpharm óng góp t i 80,4% l i nhu n g p. ây là k t qu c a chi n l c nâng cao t tr ng c a các s n ph m do công ty t s n xu t.

### CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP 2006



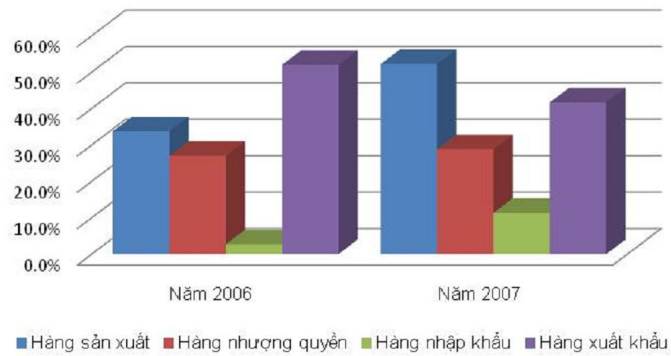
### CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP 2007



Nguồn: Imexpharm

Bên c nh ó, nh công ty ch ng ng ng s n xu t các m t hàng có giá tr th p, t su t l i nhu n g p c a hai m t hàng ch l c là hàng s n xu t và hàng nh ng quy n c nâng cao trong n m 2007. T su t l i nhu n ròng c a công ty t ng lên áng k : t 8,0% n m 2006 lên 12,1% n m 2007.

### TỈ SUẤT LỢI NHUẬN GỘP

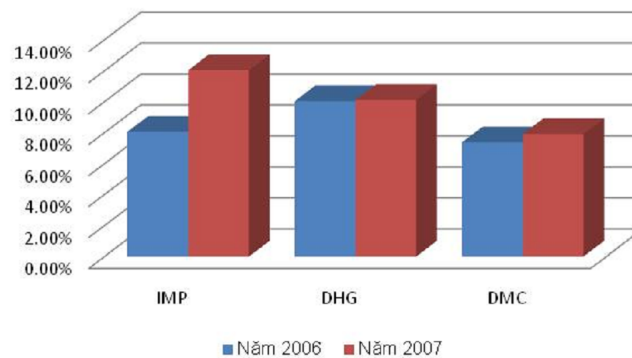


Nguồn: Imexpharm

**Tỉ suất lợi nhuận ròng cao nhất trong các công ty Dược phẩm y tế**

Do có sự chuyển dịch tích cực trong các cơ cấu sản phẩm, chi phí quản lý và các quy định hiện hành nên tỉ suất lợi nhuận ròng của Imexpharm năm 2007 cao hơn DHC và Domesco (DMC) - hai công ty Dược phẩm lớn hàng đầu trên HOSE.

### TỶ SUẤT LỢI NHUẬN RÒNG

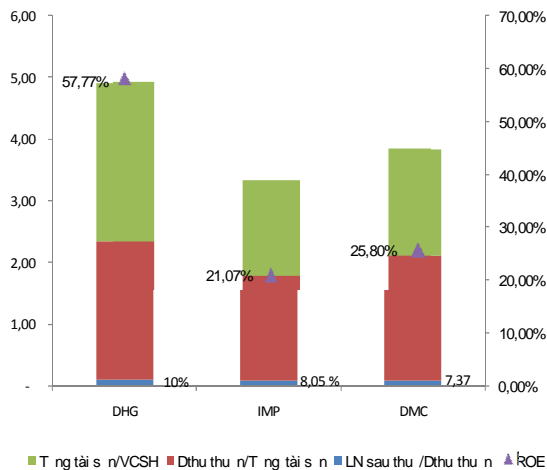


Nguồn: VCSC

**Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu giảm do tác động pha loãng**

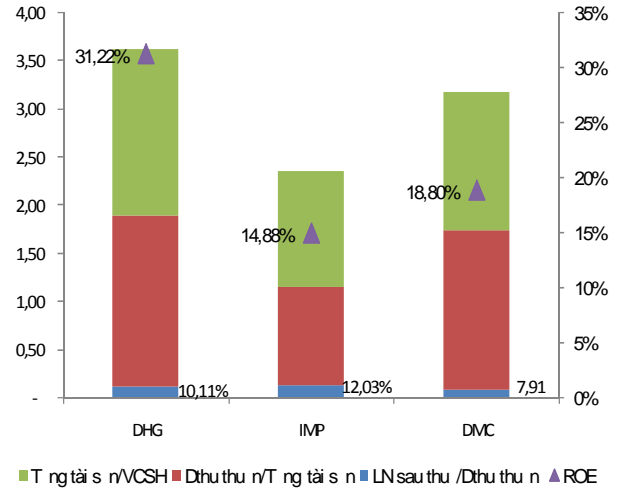
Mặc dù lợi nhuận ròng năm 2007 tăng 28,5% so với năm 2006, nhưng tỉ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm. Nguyên nhân do công ty thực hiện việc phát hành vốn mới từ 84 triệu lên 116 triệu trong năm 2007 để tài trợ cho các dự án mở rộng hoạt động sản xuất.

### PHÂN TÍCH ROE NĂM 2006



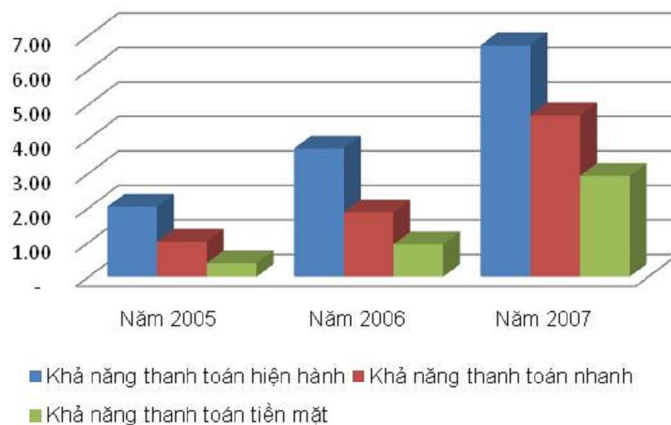
Nguồn: VCSC

### PHÂN TÍCH ROE NĂM 2007



Nguồn: VCSC

**Khả năng thanh toán tổng thể** Khả năng thanh toán của Imexpharm trong năm 2007 tăng rất cao so với năm 2006.

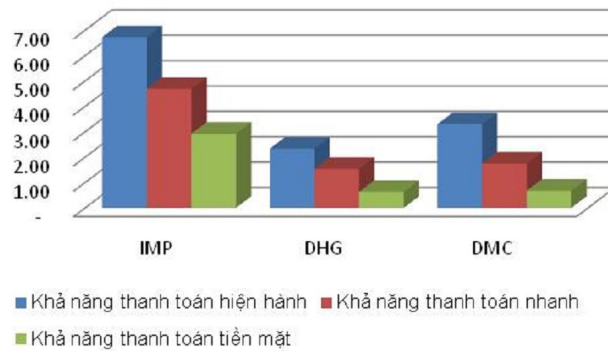


Nguồn: VCSC

Số liệu này chủ yếu xuất phát từ khoản thanh toán của các phát hành chi phí vận chuyển và chi phí vào tài khoản ngân hàng (khoảng 135 tỷ đồng). Khoản này sẽ ghi nhận tài trợ cho dự án xây dựng nhà máy Cephalosporin GMP-WHO tại Bình Định.

Ngoài ra, một nguyên nhân khác dẫn đến sự gia tăng tỷ lệ của các chỉ số thanh toán là xuất phát từ các khoản phí thu nhập, các khoản này tăng 103,41% so với cuối năm 2006, chủ yếu là từ các khoản trả cho các nhà phân phối. Nếu loại trừ các khoản này, công nợ phải thu chỉ tăng 3,16%.

### KHẢ NĂNG THANH TOÁN NĂM 2007



Nguồn: VCSC

Imexpharm công ty có khả năng thanh toán tốt nhất trong các công ty dược phẩm y tế trên sàn. Khả năng thanh toán bình quân năm 2007 của Công ty nhanh hơn khả năng thanh toán bình quân nên công ty không bị thiếu hụt tài chính phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

### D BẢO

Công ty tập trung đầu tư xây dựng nhà máy Cephalosporin và các dự án mở rộng khả năng sản xuất trong hai năm 2008 và 2009. Bên cạnh đó, chính phủ sẽ giảm giá kiểm soát giá, chúng tôi dự báo trong 5 năm tới, tốc độ tăng trưởng doanh thu của Imexpharm khoảng 22%.

### Doanh thu

Doanh thu của Imexpharm chủ yếu là từ hoạt động sản xuất thuốc. Nhờ vào các dự án liên doanh sản xuất thuốc và các tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới và vì các phát triển hệ thống phân phối, doanh thu sản phẩm tăng trưởng khoảng 22% trong giai đoạn tăng trưởng cao và 7% cho giai đoạn tăng trưởng bình thường.

### T I lãi g p

Nhà quản lý tài trợ cung cấp nguyên vật liệu và nguồn cung nguyên vật liệu của sản phẩm mới trong năm, tỷ lệ lãi gộp của Imexpharm sẽ khá cao và duy trì mức 37% trong giai đoạn tăng trưởng cao và 34% trong giai đoạn tăng trưởng bình thường.

### T I lãi ròng

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm quy mô tài trợ và tỷ lệ lãi ròng sản phẩm 10% năm 2008 và 14,5% khi công ty đi vào giai đoạn tăng trưởng bình thường.

### u t tài s n c nh

Tài sản cố định hình: Quý I năm 2009, Công ty hoàn thành đầu tư xây dựng và hoàn thiện nhà máy Bình Định, tổng giá trị là 120 tỷ đồng, trong đó máy móc chiếm 20%. Giá trị xây dựng của nhà máy cao hơn con số tính (107 tỷ) là do chi phí xây dựng tăng cao trong năm 2008. Năm 2008, công ty hoàn thành 70% tiến độ xây dựng làm chi phí xây dựng giảm đáng kể so với năm 2007.

Tài sản cố định vô hình: Tài sản cố định vô hình năm 2008 tăng 61 tỷ đồng do mua quyền sử dụng đất Bình Tân và tăng Thập.

## NH GIÁ

Mô hình nh giá c a chúng tôi c xây d ng trên c s 5 ph ng pháp: FCFF, FCFE, P/E, P/BV và EP. K t qu nh giá c a chúng tôi d a trên c s nh ng d phóng v ho t ng c a công ty n n m 2012 (xem ph l c).

Kết qua nh giá	
FCFF	157,447
FCFE	147,424
P/E	130,033
P/BV	133,574
EP	116,825
<b>Gia bình quân</b>	<b>137,061</b>

## KHUY N NGH

### ut dài h n

Chúng tôi c tính giá tr c a công ty c ph n D c ph m Imexpharm kho ng 137.000 ng t ng ng v i P/E(2007) là 30.

Trong giai o n 2008 - 2009, t c t ng tr ng c a IMP s ch m l i do các nhà máy hi n có c a Imexpharm ã t công su t t i a; nhà máy Cephalosporin Bình D ng ch có th i vào ho t ng sau quý 1 n m 2009. Thêm vào ó, tình tr ng khó kh n c a n n kinh t và vi c giá bán b Chính ph kh ng ch trong khi giá nguyên v t li u u vào l i t ng lên có tác ng b t l i n doanh thu và l i nhu n c a Imexpharm.

Trong dài h n, khi nhà máy m i i vào ho t ng, h th ng phân ph i m nh a các s n ph m n tay ng i tiêu dùng thì t c t ng tr ng doanh thu hàng n m c a Imexpharm s t kho ng 22%. Bên c nh ó, l i nhu n ròng t ho t ng kinh doanh c a công ty s t ng khi n n kinh t i vào n nh và Nhà n c n i l ng ki m soát giá D c ph m.

## PH L C

### Ph l c 1: D phóng các ch s tài chính

CH S	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>Kh n ng thanh toán</b>						
Kh n ng thanh toán hi n hành	2.03	3.72	6.72	4.57	4.32	3.93
Kh n ng thanh toán nhanh	1.01	1.87	4.68	2.49	2.59	2.67
<b>H i u qu ho t ng</b>						
Vòng quay tài s n c nh	1.07	1.72	0.79	0.89	0.97	1.06
K thu t i n bình quân	23	32	40	40	35	35
Th i gian t n kho bình quân	121	136	192	180	150	120
K thanh toán bình quân	38	38	49	40	40	40
<b>Kh n ng sinh l i</b>						
T su t l i nh u ng p	35.38%	30.10%	42.74%	37.00%	37.00%	37.00%
T su t EBITDA	13.55%	10.51%	15.30%	13.74%	13.44%	14.05%
T su t EBIT	13.55%	9.33%	13.00%	11.89%	10.89%	11.89%
T su t l i nh u n r òng	7.85%	8.05%	12.03%	10.00%	9.83%	9.95%
ROE	31.39%	20.98%	14.88%	10.62%	11.89%	13.26%
ROA	16.82%	13.65%	12.45%	9.22%	10.19%	11.10%
EPS	8,279	5,713	5,418	4,647	4,995	5,484
<b>T c t ng tr ng</b>						
T ng tr ng doanh thu	na	55.75%	-14.05%	20.00%	25.00%	22.00%
T ng tr ng EBITDA	na	20.80%	25.16%	7.75%	22.30%	27.52%
T ng tr ng EBIT	na	7.26%	19.73%	9.79%	14.49%	33.20%
T ng tr ng EPS	na	-31.00%	-5.16%	-14.23%	7.49%	9.77%
<b>C u trúc tài chính</b>						
N /V n ch s h u	0.87	0.30	0.14	0.16	0.17	0.21
N /V n	0.46	0.23	0.13	0.14	0.15	0.18
Kh n ng chi tr n vay	5.99	20.57	78.28	30.49	27.92	30.49
<b>nh giá</b>						
P/E			24	28	26	24
EV/EBITDA			19.34	20.54	19.49	17.28
P/S			2.91	2.82	2.58	2.38



## Ph I c 2: D ỏph ỏng b ỏng c ỏn i k ỏ to ỏn

	Tri u VND	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>B NG C ỏN I K ỏ TO ỏN</b>							
Ti n		55,923	65,607	49,241	81,164	74,713	96,221
ut t ỏi ch ỏnh ng n h n		-	-	155,218	18,000	68,000	118,000
C ỏc kho n ph i thu		81,188	56,767	112,108	95,335	109,890	134,066
T n kho		143,629	129,765	142,258	168,367	175,383	171,173
T ỏi s n l u ng kh ỏc		6,211	8,282	10,894	7,898	9,873	12,045
<b>T ỏi s n l u ng v ỏ ut ng n h n</b>		<b>286,950</b>	<b>260,420</b>	<b>469,719</b>	<b>370,765</b>	<b>437,858</b>	<b>531,505</b>
C ỏc kho n ph i thu d ỏi h n		-	-	-	-	-	-
T ỏi s n c nh		22,668	35,068	44,362	172,185	198,247	189,062
B t ng s n ut		-	-	-	-	-	-
ut t ỏi ch ỏnh d ỏi h n		1,024	1,575	23,069	35,069	35,069	35,069
T ỏi s n d ỏi h n kh ỏc		4,291	7,608	30,945	29,249	27,916	26,667
<b>T ỏi s n c nh v ỏ ut d ỏi h n</b>		<b>27,982</b>	<b>44,250</b>	<b>98,376</b>	<b>236,503</b>	<b>261,231</b>	<b>250,797</b>
<b>T ng t ỏi s n</b>		<b>314,932</b>	<b>304,671</b>	<b>568,094</b>	<b>607,268</b>	<b>699,089</b>	<b>782,302</b>
Vay v ỏ n ng n h n		75,578	4,052	4,000	16,258	20,322	24,793
C ỏc kho n ph i tr ng n h n kh ỏc		65,654	65,957	65,905	64,880	80,972	110,323
Vay v ỏ n d ỏi h n		2,567	-	-	-	-	-
N ph i tr kh ỏc		2,326	486	1,993	1,657	2,072	2,528
<b>N ph i tr</b>		<b>146,125</b>	<b>70,495</b>	<b>71,897</b>	<b>82,795</b>	<b>103,366</b>	<b>137,644</b>
Ngu n v n kinh doanh		115,650	164,931	394,706	394,706	428,108	428,108
L i nhu ng i i		16,426	39,065	48,908	52,682	62,656	77,123
C ỏc qu kh ỏc		36,731	30,179	52,582	77,085	104,960	139,428
<b>T ng v n ch s h u</b>		<b>168,807</b>	<b>234,176</b>	<b>496,197</b>	<b>524,473</b>	<b>595,723</b>	<b>644,658</b>
<b>T ng ngu n v n</b>		<b>314,932</b>	<b>304,671</b>	<b>568,094</b>	<b>607,268</b>	<b>699,089</b>	<b>782,302</b>

## Ph I c 3: D ỏph ỏng k t qu ho t ng kinh doanh

	Tri u ng	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
<b>K T QU HO T NG KINH DOANH</b>							
Doanh thu thu n		337,334	525,406	451,602	541,923	677,403	826,432
Gi ỏ v n		217,981	367,260	258,572	341,411	426,764	520,652
<b>L ỏi g p</b>		<b>119,354</b>	<b>158,146</b>	<b>193,030</b>	<b>200,511</b>	<b>250,639</b>	<b>305,780</b>
Chi ph ỏ b ỏn h ỏng		73,246	98,699	113,163	119,223	155,803	181,815
Chi ph ỏ qu n lý		8,036	12,813	21,930	18,967	23,709	28,925
<b>L i nhu n t ho t ng kinh doanh</b>		<b>38,072</b>	<b>46,633</b>	<b>57,937</b>	<b>62,321</b>	<b>71,127</b>	<b>95,040</b>
Thu nh p t ho t ng t ỏi ch ỏnh		791	1,430	6,532	-	5,500	11,000
Chi ph ỏ ho t ng t ỏi ch ỏnh		8,957	3,757	3,343	2,113	2,642	3,223
<b>L i nhu n t ho t ng t ỏi ch ỏnh</b>		<b>(8,166)</b>	<b>(2,328)</b>	<b>3,189</b>	<b>(2,113)</b>	<b>2,858</b>	<b>7,777</b>
Thu nh p kh ỏc		2,119	4,632	3,317	-	-	-
Chi ph ỏ kh ỏc		2,018	1,824	1,973	-	-	-
<b>L i nhu n t ho t ng b t th ng</b>		<b>101</b>	<b>2,808</b>	<b>1,344</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>L i nhu n tr c thu</b>		<b>30,008</b>	<b>47,114</b>	<b>62,471</b>	<b>60,208</b>	<b>73,985</b>	<b>102,817</b>
Thu thu nh p doanh nghi p hi n h ỏnh		3,515	5,804	7,775	6,021	7,399	20,563
Thu thu nh p doanh nghi p ho ỏn l i		-	(966)	353	-	-	-
<b>L i nhu n sau thu</b>		<b>26,493</b>	<b>42,276</b>	<b>54,343</b>	<b>54,187</b>	<b>66,587</b>	<b>82,253</b>
<b>EPS</b>				<b>5,418</b>	<b>4,647</b>	<b>4,995</b>	<b>5,484</b>

## KHUYẾN CÁO :

Báo cáo này có giá trị và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bn Việt. Báo cáo này có giá trị dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bn Việt không chịu trách nhiệm về tính chính xác của nội dung thông tin này. Quan điểm, dự báo và nhận xét trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến cá nhân của tác giả tại thời điểm phát hành. Nhà quản lý nhà đầu tư này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bn 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 nhà đầu tư cá nhân các nhà đầu tư cá nhân của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bn Việt và không mang tính chất khuyến khích mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào có thể có liên quan trong báo cáo này. Quý nhà đầu tư nên dựa vào những sự kiện thực tế và thích hợp với tình hình tài chính cá nhân để đưa ra quyết định riêng biệt. Báo cáo này không được sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối lại bất kỳ mục đích nào nếu không được sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bn Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## GIỚI THÍCH KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ CÔNG TY	KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ NGÀNH
<b>MUA:</b> Khó khăn ngắn hạn giá tăng 20% trở lên trong vòng 01 năm tới.	<b>TĂNG TRƯỞNG:</b> Khó khăn ngắn hạn giá tăng 20% trở lên trong vòng 01 năm tới.
<b>GI:</b> Khó khăn ngắn hạn thay đổi giá từ 20% đến -20% trong vòng 01 năm tới.	<b>GI NGUYÊN:</b> Khó khăn ngắn hạn thay đổi giá từ 20% đến -20% trong vòng 01 năm tới.
<b>BÁN:</b> Khó khăn ngắn hạn giảm giá trên 20% trở lên trong vòng 01 năm tới.	<b>GI M T TR NG:</b> Khó khăn ngắn hạn giảm giá trên 20% trở lên trong vòng 01 năm tới.