

**Nhóm ngành**

**Dược phẩm – Thiết bị y tế**

Imexpharm là một trong những công ty nằm trong топ dẫn đầu ngành Dược nội địa, tiên phong trong lĩnh vực nhượng quyền dựa trên thế mạnh năng lực sản xuất. Hoạt động nhượng quyền mặc dù không mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao, nhưng là bước khởi đầu hợp lý để sản phẩm sản xuất có hàm lượng tri thức trong tương lai, nhằm tạo dựng nền tảng cho năng lực cạnh tranh của Công ty.

Nền kinh tế hiện tại đang đối mặt với không ít khó khăn, sức tiêu dùng bị tác động, phần nào cũng ảnh hưởng lên thị trường dược phẩm. Ngành Dược nói chung và Imexpharm nói riêng đang trong giai đoạn đầu tư, nâng cao năng lực sản xuất, chất lượng sản phẩm, xây dựng mạng lưới phân phối hiệu quả. Với bối cảnh hiện tại giá trị ước tính của Imexpharm khoảng 62.700 đồng/cổ phiếu, theo đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên nắm giữ hoặc mua với mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì tính chất phòng vệ của cổ phiếu Dược trong bối cảnh thị trường chứng khoán khá bất ổn. Hoạt động kinh doanh của Công ty gắn liền với những đặc trưng sau:

- Tham gia hoạt động sản xuất được gần 20 năm, Công ty đã có những bước đi chiến lược trong hoạt động đầu tư dây chuyền sản xuất - nhà máy từ những năm 1994- 1995, tuy nhiên do tốc độ phát triển chậm của hoạt động nghiên cứu sản phẩm mới, nên hầu như chiến lược này phù hợp với nhượng quyền sản xuất từ tập đoàn lớn.
- Mạng lưới phân phối hiện nay của công ty chưa đủ sức cạnh tranh với những công ty đầu ngành khác do những khác biệt trong phương thức thực hiện. Trong khi Dược Hậu Giang chọn nhân tố con người làm hạt nhân phát triển và khai phá thị trường thì Imexpharm chỉ tập trung nguồn nhân lực khi thị trường đã được thiết lập, gắn liền với tính chất bị động và chưa tận dụng hết thế mạnh thương hiệu. Thị phần hiện nay chiếm khoảng 4%, tỷ lệ này khá khiêm tốn, đòi hỏi Imexpharm phải nỗ lực và lựa chọn một phương thức phân phối phù hợp hơn để mang lại hiệu quả cao.
- Imexpharm có thế mạnh về cơ cấu nguồn vốn với tỷ lệ nợ thấp, không chịu áp lực lãi vay, hoạt động đầu tư mang tính dài hạn vào các công ty cùng ngành, nhằm thiết lập mạng lưới phân phối hiệu quả. Nguồn vốn đầu tư các dự án hầu như đã được chủ động. Cổ phiếu Imexpharm được nắm giữ chủ yếu bởi Tổng CT Dược Việt Nam (26,04%) và các tổ chức cá nhân nước ngoài với chiến lược đầu tư chủ yếu là trung và dài hạn nên biến động giá phần nào được hạn chế.

Ngành dược luôn có mức độ rủi ro thấp hơn các ngành khác vì tính thiết yếu của sản phẩm đối với sức khỏe. Hai trong các yếu tố hàng đầu tạo nên sức mạnh - năng lực cạnh tranh là hàm lượng khoa học kỹ thuật trong sản phẩm và hệ thống phân phối - hoạt động khuyến mãi; chúng tôi đánh giá cao chiến lược phát triển lấy khoa học kỹ thuật cao làm nền tảng cho sản xuất của Công ty trong thời gian qua. Nghiên cứu và phát triển dòng sản phẩm chuyên trị có giá trị - năng lực cạnh tranh cao, xây dựng nhà máy liên kết với tập đoàn lớn, cũng như tiếp tục xây dựng mạng lưới phân phối hiệu quả sẽ là chiến lược tiếp theo của Công ty. Hiện tại văn hóa tiêu dùng dược phẩm chỉ dừng lại ở sự thỏa mãn chi tiêu còn khiêm tốn của người dân, cũng như tối đa hóa lợi nhuận từ các thành phần tham gia khác, nên các dòng sản phẩm thông thường vẫn chiếm ưu thế. Trong dài hạn cạnh tranh chất lượng sản phẩm vẫn là yếu tố sống còn cho hầu hết các công ty dược.

**Phòng Phân tích**

Hứa Thị Thùy Liên

[lien.htt@vdsc.com.vn](mailto:lien.htt@vdsc.com.vn)

**Công ty Cổ Phần  
Chứng khoán Rồng Việt**

Lầu 3 – 4 - 5 Tòa nhà Estar  
147 - 149 Võ Văn Tần, Quận 3

Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

Tel: 84 8 299 2006

Fax: 84 8 299 2007

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

[info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)



Địa chỉ: Số 4, đường 30/4, P.1, Cao Lãnh, Đồng Tháp  
 Điện thoại: 84 67 3 851 620  
 Fax: 84 67 3 853 106  
 Website: [www.imexpharm.com](http://www.imexpharm.com)  
 Email: [imp@imexpharm.com](mailto:imp@imexpharm.com)

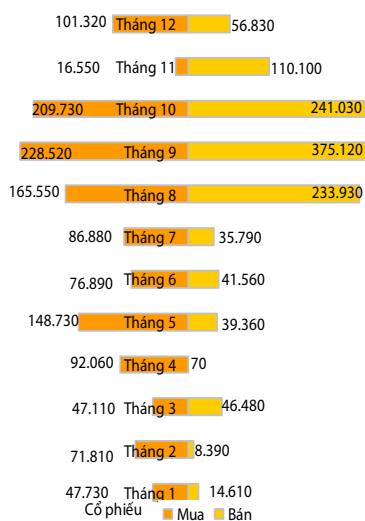
**Thông tin giao dịch**

Số cổ phiếu lưu hành	11.659.820
Giá cao nhất (VND)	185.000
Giá thấp nhất (VND)	53.000
Giá @ 24/02/2009 (VND)	53.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	647
P/E (EPS 2008E)	10,4
P/BV (2008)	1,2

**Quản trị Điều hành**

Trần Thị Đào, Chủ tịch HĐQT, kiêm TGD  
 Nguyễn Quốc Định, Thành viên HĐQT, kiêm P.TGD  
 Trần Thái Hoàng, thành viên HĐQT, kiêm P.TGD  
 Nguyễn Thị Thu Hồng, thành viên HĐQT, kiêm P.TGD  
 Phan Hoàng Minh Trí, Kế toán trưởng

Giao dịch mua bán của nhà đầu tư nước ngoài 11 tháng 2008

**TỔNG QUAN**

Imexpharm có tiền thân là Xí nghiệp Liên Hiệp Dược được thành lập vào năm 1983. Tháng 9/2004 Công ty chính thức hoạt động theo hình thức cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 80 tỷ đồng. Cuối năm 2006, 8,4 triệu cổ phiếu IMP chính thức được niêm yết trên sàn HOSE.

Hiện nay Imexpharm có hơn 190 số đăng ký sản phẩm được lưu hành trên thị trường, nhà máy đáp ứng được các tiêu chuẩn chuyên ngành GMP- WHO, GLP, GSP. Tỷ trọng cơ cấu doanh thu sản xuất và nhượng quyền - thương mại hiện tại khoảng 72%: 28%. Imexpharm được đánh giá là công ty điển hình trong hoạt động nhượng quyền gắn liền dây chuyền sản xuất và nhà máy hiện đại.

Cơ cấu cổ đông hiện tại chủ yếu là Tổng CT Dược chiếm 26,04%; cổ đông nước ngoài là I.P.Morgan Whitefriars INC 4,93%; Vietnam Holding LTD chiếm 6%, các cổ đông khối ngoại còn lại chiếm 31,8%, những cổ đông này thường đầu tư theo chiến lược trung và dài hạn, nên cổ phiếu được nắm giữ khá ổn định. Năm 2008 khối ngoại mua ròng 97.490 cổ phiếu. Trong thời gian qua giá Imexpharm đã biến động khá mạnh do những ảnh hưởng trực tiếp từ thị trường chứng khoán.

**Thông tin tài chính****Đơn vị: triệu VNĐ**

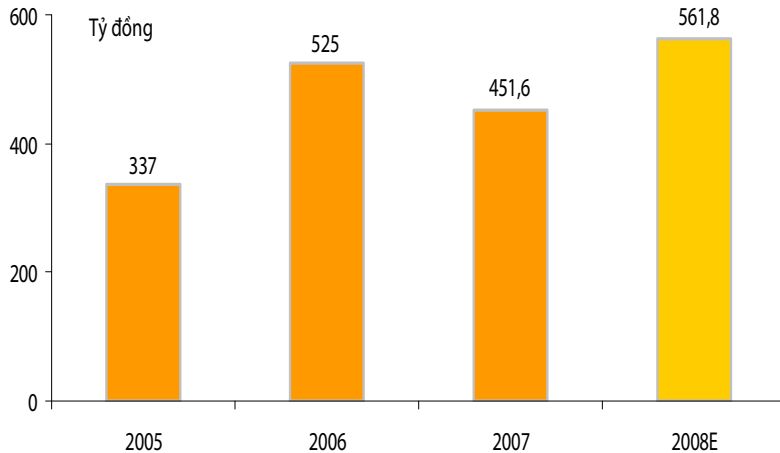
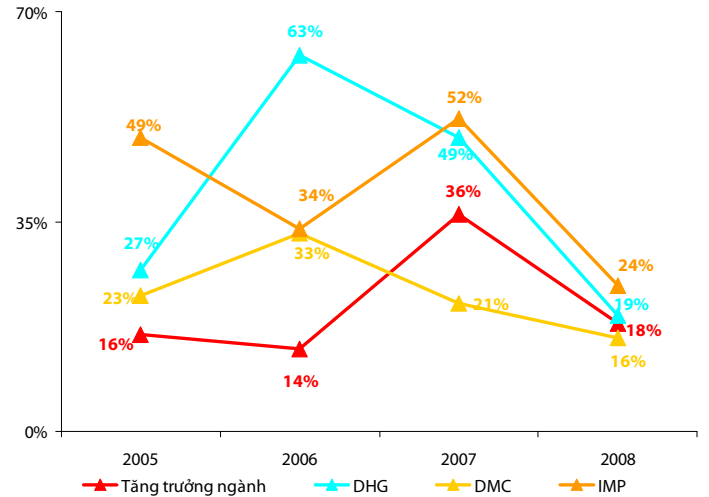
	2005	2006	2007	2008 E
Doanh thu thuần	337.334	525.406	451.602	561.844
Lợi nhuận trước thuế	30.008	47.114	63.231	70.417
Lợi nhuận sau thuế	26.493	42.276	54.518	62.235
Vốn điều lệ	64.000	84.000	116.598	116.598
Tổng tài sản	314.932	304.671	568.426	597.082
Vốn chủ sở hữu	165.752	232.807	494.961	516.542
ROA	8,4%	13,5%	9,6%	10,4%
ROE	13,3%	10,3%	15,0%	12,3%
EPS	5.801	5.563	5.951	5.338
Book value (VNĐ)		27.878	42.672	44.580
Tỷ lệ cổ tức	25%	20%	20%	20%(E)

Nguồn: Imexpharm, dữ liệu VDSC

**Thông tin giao dịch**

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH****Hoạt động chính**

Imexpharm kinh doanh với hai mảng trọng yếu: hoạt động sản xuất (ước tính tỷ trọng doanh thu bình quân 72%), nhượng quyền (chiếm 22% -2007), các hoạt động khác chiếm khoảng 6%. Imexpharm là một công ty được điển hình trong ngành về hoạt động nhượng quyền.

**Tăng trưởng doanh thu****Tăng trưởng doanh thu Ngành Dược - Các công ty**

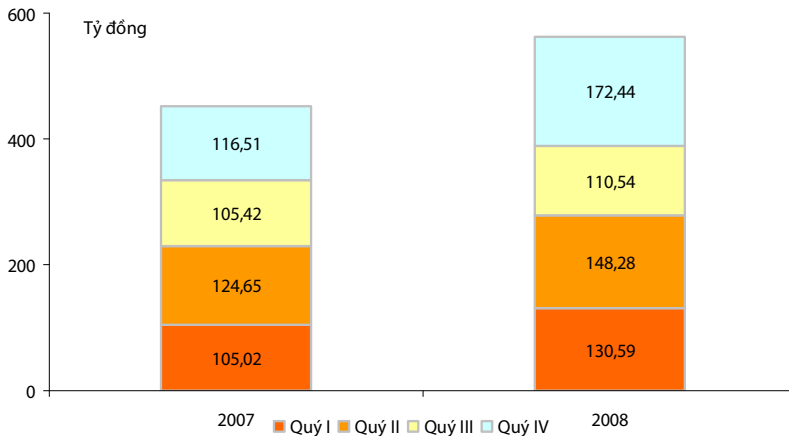
Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

Tham gia hoạt động sản xuất từ năm 1992 bắt đầu với 10 sản phẩm, chủ yếu là buôn bán thương mại, đến nay Imexpharm đã sản xuất được 190 sản phẩm trong đó 30 sản phẩm là nhượng quyền.

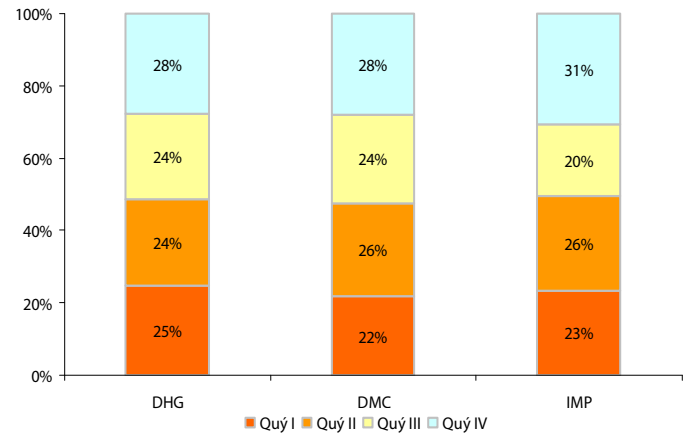
So với Dược Hậu Giang và Domesco, Imexpharm là một trong những Công ty có giá trị doanh thu (DT) ở mức thấp. Năm 2007 DT thấp hơn năm 2006, nguyên nhân trong năm 2006 Công ty cùng với 5 đơn vị khác trong ngành dược tham gia chương trình thuốc quốc gia do chính phủ lựa chọn dựa trên năng lực sản xuất. Đây là một trong những sự kiện đánh dấu thế mạnh về nhà máy và hệ thống dây chuyền thiết bị hiện đại trong sản xuất của Imexpharm. Sự tăng trưởng chậm trong DT của Công ty chỉ rõ trong chính sách phát triển bền vững phù hợp với năng lực sẵn có của đơn vị.

Xu hướng tăng trưởng DT của Imexpharm tương tự như xu hướng của ngành dược nói chung và của các Công ty đầu ngành (DMC, DHG) đều giảm, đặc biệt là trong năm 2008. Sự chững lại của tăng trưởng cho thấy năng lực sản xuất và cung ứng dược phẩm từ ngành dược nội địa đang dần tiến tới điểm bão hòa của nhu cầu, đây cũng chính là hệ quả của một hệ thống sản xuất các sản phẩm trùng lặp. Chính vì vậy trong thời gian tới rất cần Imexpharm cũng như các công ty Dược nói chung có những bước đột phá về hàm lượng khoa học kỹ thuật trong sản phẩm để có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, cũng như chiếm lại hơn 50% thị phần thuốc đang được bao phủ bởi dược phẩm ngoại với giá bán khá cao.

Doanh thu các quý năm 2008



So sánh DT các quý năm 2008



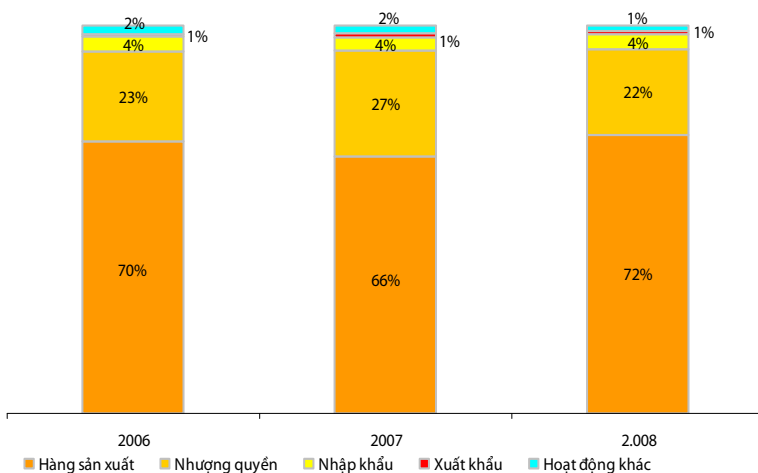
Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

Doanh thu năm 2008 khoảng 561 tỷ đồng, đạt 99% kế hoạch 2008, tăng 24,4% so với 2007. Đây là kết quả đầy nỗ lực của Công ty đặc biệt là qua quý IV doanh thu đã gấp 1,5 lần các quý trước, và biến động mạnh hơn so với các Công ty như Dược Hậu Giang và Domesco, đây là yếu tố cần lưu ý. Bên cạnh đó điều đáng bàn khoăn là tỷ lệ lợi nhuận biên trong quý này chỉ khoảng 9% thấp hơn con số 13,5% của quý III, trong khi đó giá nguyên vật liệu đã khá ổn định vào những tháng cuối năm.

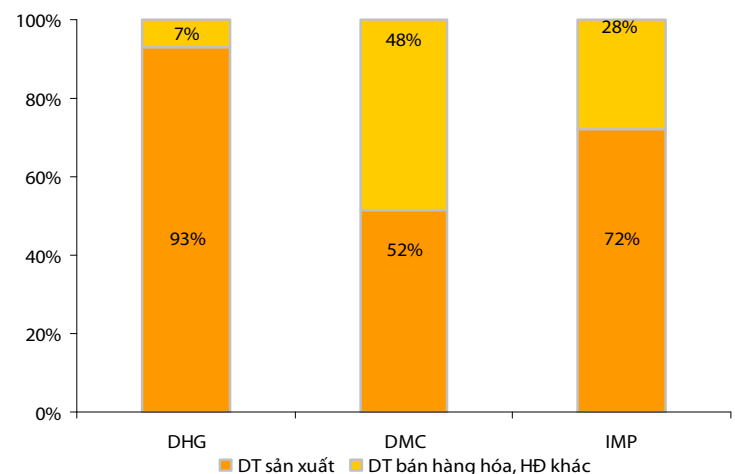
Doanh thu hàng tự sản xuất chiếm một tỷ trọng lớn (72%), đây là tín hiệu khả quan, hình thành dần văn hóa tự chủ trong hoạt động kinh doanh. Mảng sản xuất nhượng quyền chiếm tỷ trọng khá ổn định (22%), hoạt động này giúp công ty tiếp cận được với sự phát triển của khoa học kỹ thuật, cũng như xây dựng niềm tin về chất lượng sản phẩm từ người tiêu dùng. Hoạt động xuất khẩu chiếm một tỷ trọng thấp. Sản phẩm sản xuất hầu hết cung cấp cho thị trường trong nước với bản chất là mặt hàng thiết yếu, nên tính rủi ro về doanh thu xuất khẩu hầu như không có.

Cơ cấu DT giữa hoạt động tự sản xuất và thương mại của Imexpharm tốt hơn so với Domesco và chưa đạt được như Dược Hậu Giang. Khi hoạt động nhượng quyền vẫn tiếp tục được duy trì thì tỷ lệ này sẽ dịch chuyển một cách chậm hơn.

Doanh thu HĐSX- HĐ khác



Doanh thu HĐSX- HĐ khác của IMP; DHG; DMC



Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

### Hoạt động sản xuất

Doanh thu từ hoạt động sản xuất chiếm khoảng 72%, tốc độ tăng trưởng khá ổn định. Hai dòng sản phẩm chiếm doanh thu chủ yếu là thuốc kháng sinh và cảm sốt chiếm 62% doanh thu.

#### Kháng sinh

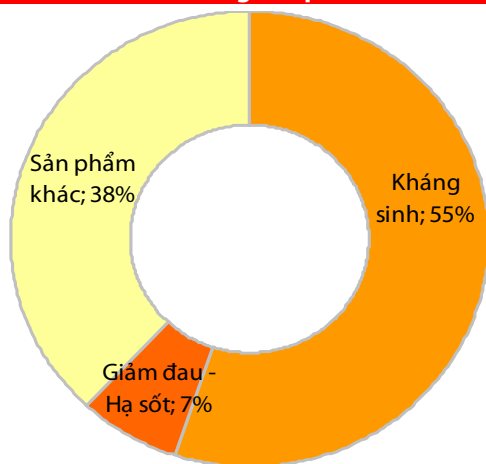
Dòng sản phẩm kháng sinh với hơn 30 sản phẩm chiếm khoảng 55% doanh thu, chủ yếu là các sản phẩm kháng sinh thông thường với các loại hoạt chất là Amoxicillin và Cepharlosporin thế hệ 1, và thiếu số dòng kháng sinh hoạt chất Tetracyclus, Quinolone. Amoxicillin và Cepharlosporin là các hoạt chất mang tính thông dụng cao và phù hợp với khả năng chi tiêu dược phẩm của người dân hiện nay. Tuy nhiên các hoạt chất này thường có phác đồ điều trị khá dài, cũng như xác suất vi khuẩn kháng thuốc là khá cao. Không ít các nhà máy sản xuất các dòng kháng sinh Amoxicillin ở Trung Quốc đã bắt buộc phải đóng cửa vì mức độ bão hòa của ngành cũng như năng lực thay thế cao của nhiều sản phẩm khác. Chính vì vậy trong tương lai gần hầu hết các dòng sản phẩm này đều sẽ gặp không ít những khó khăn khi thị trường càng ngày càng có nhiều công ty tham gia sản xuất.

Năm 2008 kim ngạch nhập khẩu nguyên vật liệu (NKNVL) của Imexpharm đạt khoảng 7,3 triệu USD trong đó Cephalixin chiếm đến 48%. Đây là một trong những hoạt chất thuộc dòng Cepharlosporin thế hệ 1. Dược Hậu Giang có kim ngạch NKNVL là 16,25 triệu USD trong đó Cephalixin chiếm 28%. Domesco có kim ngạch NKNVL là 10,47 triệu USD trong đó Cephalixin chiếm 24%. Đây cũng chính là 3 công ty dẫn đầu ngành về kim ngạch nhập khẩu Cephalixin. Một minh họa khá chi tiết cho bức tranh về sự trùng lặp trong sản xuất kháng sinh của ngành dược hiện nay.

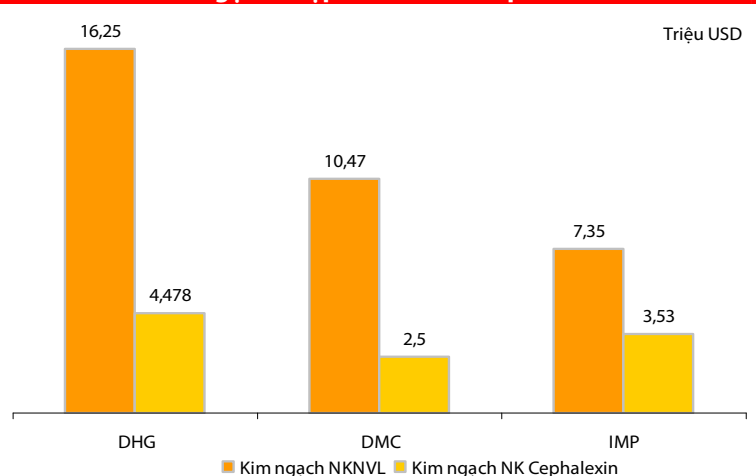
#### Giảm đau - Hạ sốt

Imexpharm và Dược Hậu Giang có cùng chính sách phát triển dòng sản phẩm, bên cạnh các sản phẩm kháng sinh các Công ty này còn tập trung vào dòng cảm sốt, là sản phẩm có tần suất sử dụng tương đối cao. Hiện Imexpharm có 30 sản phẩm loại hạ sốt và giảm đau chủ yếu là dòng Paracetamol, loại thông dụng nhất hiện nay. Nguyên liệu sản xuất Paracetamol có mức giá tăng bình quân 42% trong năm qua, là một khó khăn không nhỏ cho hoạt động sản xuất sản phẩm này.

**Cơ cấu dòng sản phẩm**



**Kim ngạch nhập khẩu NVL - Cephalixin**



Nguồn: BCB Imexpharm, dữ liệu VDSC

### Hoạt động nhượng quyền

Công ty hiện nay đang tham gia các hoạt động nhượng quyền, liên doanh, phân phối độc quyền với nhiều hãng dược hàng đầu trên thế giới. Doanh thu của mảng hoạt động này chiếm khoảng 22%.

Hoạt động nhượng quyền mặc dù không mang lại những lợi nhuận kinh tế như mảng hoạt động tự sản xuất, và phần nào thể hiện khả năng nghiên cứu sáng chế sản phẩm mới còn yếu. Tuy nhiên lại là bước tiến lâu dài cho doanh nghiệp vì hoạt động này đòi hỏi DN phải đạt được năng lực cao về dây chuyền sản xuất, thiết lập được nền tảng về hàm lượng tri thức khoa học kỹ thuật trong sản phẩm, cũng như tránh được con đường mà không ít DN sản xuất đang đi vào là sản xuất chủ yếu các loại kháng sinh thông thường, đồng thời xây dựng được niềm tin từ người tiêu dùng khi sản phẩm được đề tên của Imexpharm và các tập đoàn trên thế giới. Ngoài ra bản thân DN phải có sự hiểu biết sâu sắc về thị trường tiêu thụ dược phẩm, nhu cầu và văn hóa tiêu dùng để có sự phù hợp trong quá trình chọn lựa các sản phẩm nhượng quyền. Hiện nay Công ty thực hiện nhượng quyền sản xuất với tập đoàn Sandoz của Áo(2006 -2012); BP Pharma & Innotech ( Pháp).

Chúng ta cũng không quên yếu tố lợi nhuận gộp mang lại từ dòng sản phẩm này hầu như không có. Đây sẽ là một khó khăn không nhỏ cho DN, đặc biệt là trong năm 2009 đầy khó khăn.

Bên cạnh nhượng quyền sản xuất hiện nay công ty đang tiến hành thực hiện liên kết liên doanh với nhiều tập đoàn lớn như Pharmarcience (công ty top 3 tại Canada); Robinson (Mỹ). Tuy nhiên hoạt động này chỉ dừng lại ở xuất nhập khẩu chính vì vậy không mang lại nhiều ý nghĩa quan trọng.

Bên cạnh các hoạt động chính Imexpharm còn tham gia góp vốn vào một số DN dược cùng ngành như Dược An Giang và Dược Sóc Trăng với tỷ lệ cho mỗi công ty khoảng 25,5%. Mục đích góp vốn nhằm thiết lập hệ thống phân phối bao phủ tại miền Tây, chiếm lĩnh các thị trường phân phối. Dược An Giang là một trong những công ty có quy mô nhỏ với mức vốn sở hữu khoảng 22 tỷ, nhưng hoạt động khá hiệu quả với nhà máy dược phẩm AGIMEXPHARM vừa được trao giấy chứng nhận GMP-WHO vào cuối tháng 8/2008. Imexpharm đã thực hiện chiến lược đầu tư lâu dài thông qua việc mua mua 561.000 cổ phiếu Agimexpharm ứng với 14 tỷ đồng.

### Trình độ công nghệ và hoạt động nghiên cứu sản phẩm mới

Imexpharm là công ty đi tiên phong về áp dụng công nghệ hiện đại trong sản xuất thuốc. Bắt đầu từ những năm 1994- 1995 trở đi Công ty đã nhập không ít máy móc hiện đại có giá trị cao từ các nước Châu Âu, trong khi đó đầu những năm 2000 Dược Hậu Giang mới bắt đầu hoạt động này. Chính vì vậy Imexpharm đã sớm là điểm đến của không ít tập đoàn trên thế giới về hoạt động nhượng quyền. Trên thực tế hiện nay Công ty vẫn chứng tỏ được vị thế thông qua nhà máy và hệ thống dây chuyền sản xuất khép kín khá hoàn hảo, hơn hẳn các Công ty đầu ngành khác.

Mặc dù công nghệ hiện đại, nhưng hoạt động nghiên cứu sản phẩm mới của Imexpharm cũng như các công ty trong ngành đang còn rất hạn chế, chính vì vậy ưu thế về công nghệ chỉ được thể hiện qua nhượng quyền mà ít được phản ánh trong sản phẩm tự sản xuất. Tuy nhiên trong dài hạn đây là một yếu tố mang lại năng lực cạnh tranh cao cho Công ty.

**Nhà máy**

Hiện nay Imexpharm có hai nhà máy Nonbetalactam và Betalactam đạt tiêu chuẩn GMP- WHO từ năm 2006. Bên cạnh đó công ty còn có nhà máy sản xuất sữa Imexmilk hoạt động từ tháng 4 năm 2007, mảng hoạt động này không là thế mạnh của DN vì không đủ năng lực cạnh tranh trên thị trường sữa nội địa hết sức khắt nghiệt.

Nhà máy Cepharlosporin với mục tiêu đạt tiêu chuẩn GMP- EU được triển khai xây dựng từ cuối năm 2007, với công suất dự kiến 1 năm là 100 triệu chai, 100 triệu viên và 50 triệu gói. Hiện nay về xây dựng cơ bản đã được hoàn thành. Theo nhận định từ thực tế có thể nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2009. Tuy nhiên dự án được đánh giá sẽ gặp nhiều khó khăn vì thiếu sự hỗ trợ trong vấn đề phát triển sản phẩm từ những đối tác có kinh nghiệm.

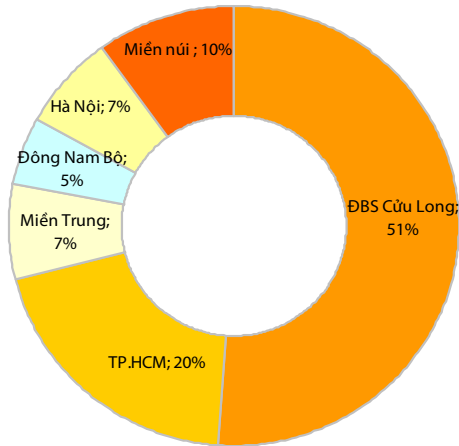
Cepharlosporin là nhóm kháng sinh bán tổng hợp có nhiều tính chất hóa học tương đồng với nhóm Penicillin. Dòng sản phẩm này được dùng qua hai cách uống và tiêm, trong đó dạng tiêm được dùng nhiều trong phác đồ điều trị các căn bệnh nhiễm khuẩn nặng tại các tuyến điều trị cơ sở, bệnh viện, và phải đảm bảo được thử tương đương trước khi dùng để chữa trị. Ước tính có khoảng 60% thuốc kháng sinh dạng tiêm được dùng trong điều trị.

Hầu hết dòng sản phẩm này đang được nhập khẩu chỉ có một số ít các công ty trong nước sản xuất vì đặc thù phức tạp, cũng như yêu cầu về quy mô đầu tư. Bidimephar (CT dược phẩm –XNK Y tế Bình Định) đi đầu trong sản xuất dòng sản phẩm này.

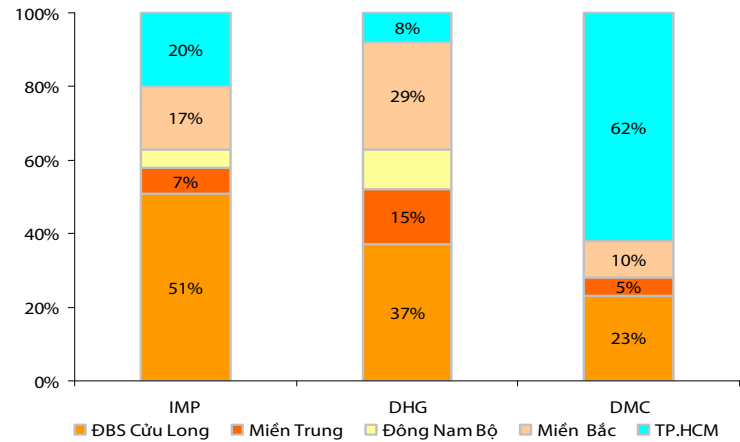
Xí nghiệp dược phẩm trung ương 1 và tập đoàn dược Trung Quốc (Công ty liên doanh Việt Trung) đã đầu tư nhà máy thuốc kháng sinh tiêm bột đạt tiêu chuẩn GMP – WHO với tổng vốn đầu tư là 3,5 triệu USD, công suất khoảng 50 -100 triệu lọ/năm, hoạt động từ 6/2006. Bên cạnh đó Pymepharco đã hoàn thành nhà máy GMP- WHO vào đầu năm 2008 chuyên sản xuất thuốc Cepharlosporin dạng tiêm dưới sự hậu thuẫn của tập đoàn Dược Stada (CHLB Đức); Dược TW2, Dược Cần Giờ...đang thực hiện dự án thuốc tiêm.

Công ty	Dự án	Công suất dự kiến	Hoàn thành
Dược Cần Giờ	Dự án phân xưởng thuốc bột pha tiêm Cepharlosporin	500 triệu SP/năm	7/2008
Dược TW2	Nhà máy dược phẩm đạt tiêu chuẩn GMP – WHO đặt tại Vĩnh Phúc (2,2 ha), trong 8 dây chuyền có 2 dây chuyền sản xuất thuốc tiêm dung dịch và tiêm bột Cepharlosporin, vốn đầu tư 240 tỷ	Tổng công suất nhà máy 1.230 triệu sp.	6/2009
Pymepharco	Nhà máy hoàn thành tháng 1/2008, đã đưa sản phẩm ra thị trường vào tháng 6/2008	Thuốc tiêm bột 13,8 triệu đv/năm Thuốc tiêm đông khô 3,6 triệu đv/năm Dung dịch tiêm 8 triệu đv/năm Thuốc nhỏ mắt 40.000 lọ sản phẩm/ca	1/2008

Mạng lưới phân phối



Tỷ trọng phân phối doanh thu tại các vùng



Nguồn: BCB Imexpharm, dữ liệu VDSC

### Hệ thống phân phối

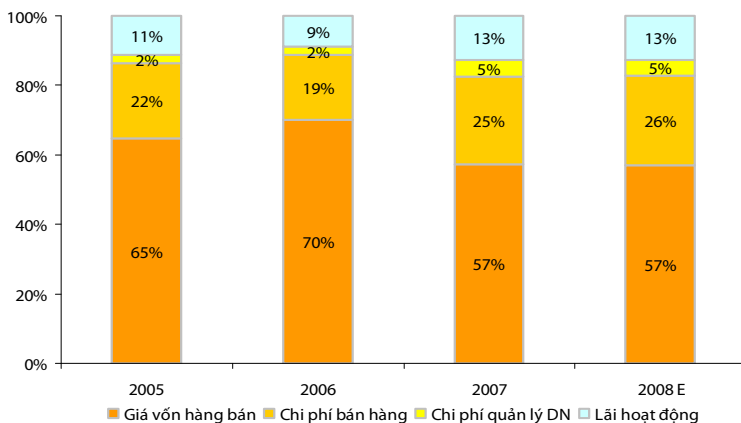
Imexpharm chiếm thị phần khoảng 4% thị trường dược phẩm nội địa. Đồng bằng sông Cửu Long và thành phố Hồ Chí Minh là hai thị trường trọng điểm với tỷ trọng DT tương ứng khoảng 51%; 20%. DT của Imexpharm chủ yếu vẫn tập trung tại ĐBS Cửu Long, trong khi Domesco tập trung mạnh cho thị trường bán sỉ lớn nhất là TP.HCM, Dược Hậu Giang lại tập trung mạnh cho ĐBS Cửu Long và miền Bắc.

Hiện nay sản phẩm của Imexpharm được phân phối thông qua 24 đại lý và chi nhánh trải khắp toàn quốc. Sản phẩm đã có mặt tại 8 nước trên thế giới bao gồm một số nước trong khu vực, các nước Châu Phi và Canada. Thị trường đang tiếp tục được khai thác và phát triển tại một số nước lân cận.

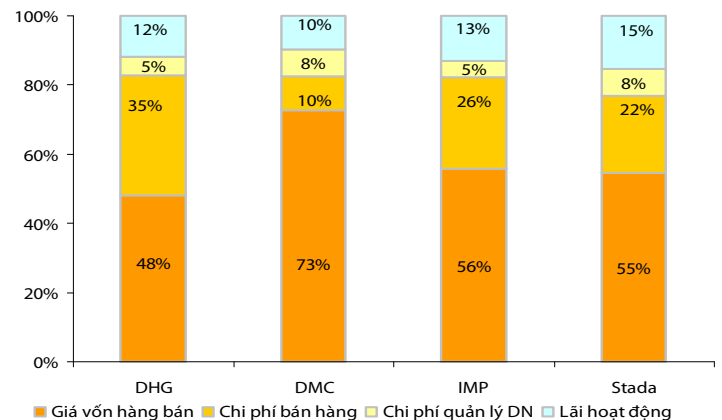
Phương thức xây dựng mạng lưới phân phối của Imexpharm khá cẩn trọng, khi thị trường có kích cỡ đủ lớn và phù hợp thì đội ngũ nhân lực sẽ được phát triển theo để hỗ trợ nhà phân phối. Phương cách của Imexpharm khác hẳn so với Dược Hậu Giang, một trong những anh cả của ngành Dược Việt Nam về hệ thống phân phối. Hầu hết phương thức thiết lập mạng lưới của các tập đoàn lớn đều lấy nhân tố con người làm hạt nhân, dưới sự hỗ trợ về marketing. Chính vì vậy Imexpharm thiếu yếu tố sắc bén trong quá trình thiết lập mạng lưới bao phủ.

### Chi Phí

Cơ cấu chi phí



So sánh cơ cấu chi phí



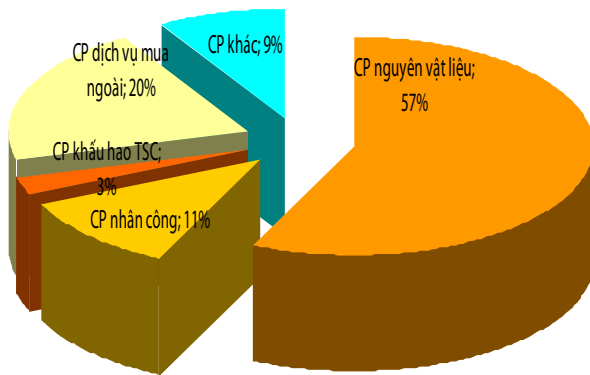
Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC



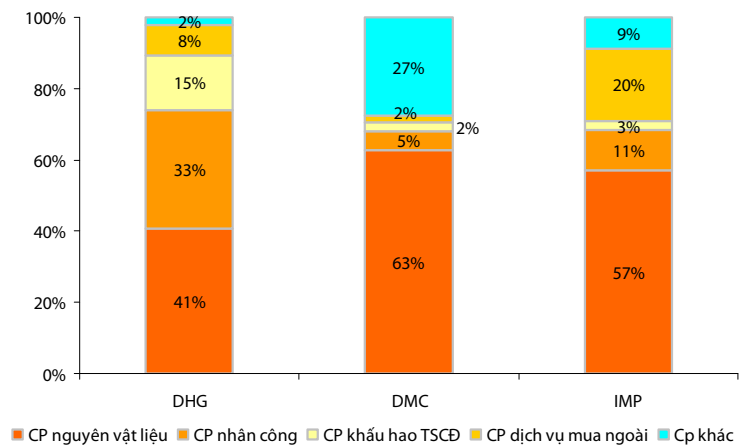
Giá vốn hàng bán (GVHB)/DT giảm dần và hiện tại đang khá ổn định, tương đương tỷ lệ trung bình của toàn ngành dựa trên hoạt động sản xuất khá ổn định. Chi phí bán hàng chiếm một tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu doanh thu, tăng dần qua các năm, tuy nhiên chi phí quản lý có tỷ trọng khá thấp nên lãi hoạt động đạt được ở mức tốt hơn so với các công ty khác trong ngành, và đang dần ổn định trong những năm gần đây.

Imexpharm có tỷ lệ GVHB trong cơ cấu doanh thu tương tự như các tập đoàn lớn như Stada, đạt mức bình quân trong топ các công ty dẫn đầu thị trường. Chi phí bán hàng/DT so với hầu hết các công ty trong ngành giữ ở mức khá phù hợp, khoảng 26%, tuy nhiên kết hợp với hiệu quả của hoạt động tiếp thị con số này còn tiếp tục tăng trưởng để đạt mục tiêu về mạng lưới phân phối. Chi phí quản lý/DT khá thấp 5% tương đương với tỷ lệ của Dược Hậu Giang (DHG).

Cơ cấu chi phí theo yếu tố SX kinh doanh



So sánh cơ cấu chi phí theo yếu tố SX kinh doanh



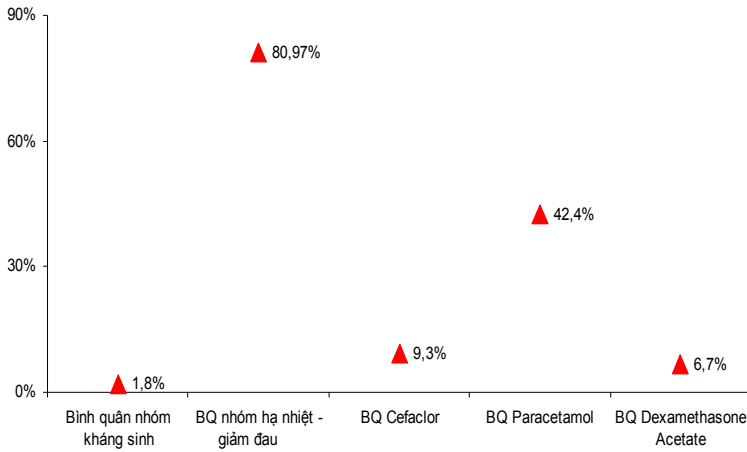
Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

Nguyên vật liệu chiếm 57% trong cơ cấu chi phí, vì vậy đóng một vai trò quan trọng trong giá thành của dược phẩm. Năm 2008 giá nguyên vật liệu biến động lớn, hầu hết các công ty trong ngành đều phải gồng mình trước sự biến động mạnh của tỷ giá, cũng như các khó khăn về lạm phát từ một số nước xuất khẩu nguyên vật liệu chính (Trung Quốc, Ấn Độ). Bình quân tăng giá của nhóm nguyên liệu hạ sốt và giảm đau lên đến 80%, riêng Paracetamol có mức tăng 42,3%. Một số nguyên liệu chính trong sản xuất sản phẩm có mức tăng trong khoảng 5 -10% như Cepharlor, Dexamethasone Acetate. Các nguyên liệu kháng sinh khác như Amoxicillin Trihydrate, Cefuroxim Axetil Amorphou, Ampicilin Trihydrate có mức giảm giảm dưới 10% so với năm 2008. Trên bình diện chung Imexpharm cũng như nhiều công ty dược phẩm khác vẫn giữ được mức kim ngạch nhập khẩu NVL khá ổn định trong năm 2008 dựa trên nguyên tắc tập trung sản xuất các mặt hàng đạt được lợi nhuận, tạm thời dừng sản xuất các sản phẩm đạt mức hòa vốn hoặc lỗ.

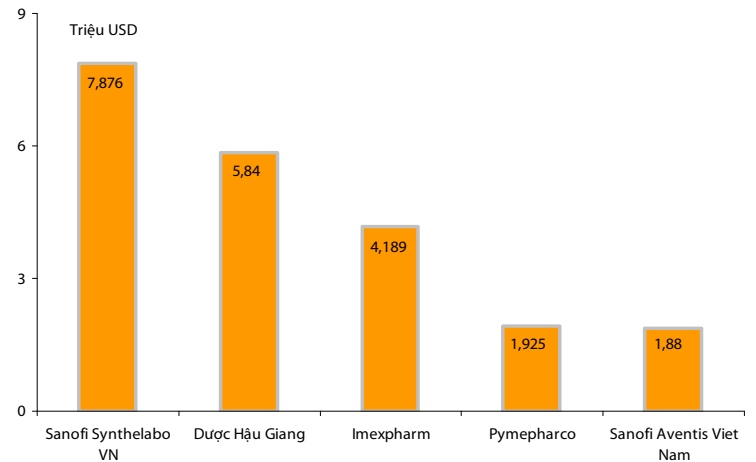
Sự khác biệt rõ nét về bản chất sản xuất của các công ty Dược được thể hiện qua cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố. Trong khi chi phí quan trọng nhất là nguyên vật liệu của Domesco và Imexpharm lần lượt là 63%; 57% thì Dược Hậu Giang chỉ có 41%. Tuy nhiên chi phí nhân công của DHG có mức vượt trội 30% so với tỷ lệ khá khiêm tốn của IPM là 11%. Bức tranh về cơ cấu chi phí phần nào phản ánh được sự khác nhau trong mục tiêu kinh doanh của các DN dược. Chi phí lao động cao phản ánh rõ hoạt động bán hàng mạnh của DHG cũng như gắn liền với các dòng sản phẩm thông thường có chi

phí NVL khá thấp. IMP cũng như DMC sớm có hướng đi để phát triển dòng sản phẩm mang tính chuyên biệt hơn.

#### Biến động các nhóm nguyên vật liệu



#### Kim ngạch nhập khẩu nguyên vật liệu (11 tháng 2008)



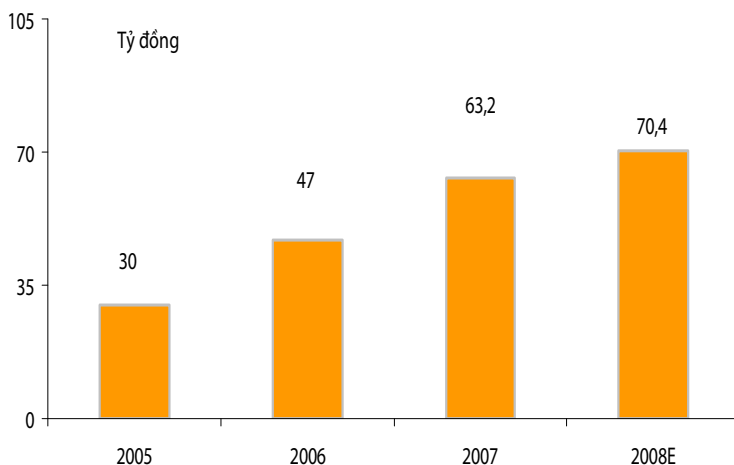
Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

#### Lợi nhuận

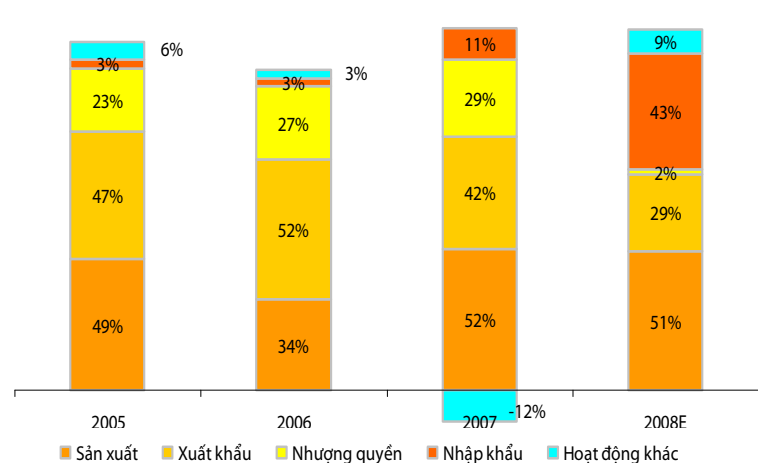
Bình quân tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong 4 năm qua tăng khoảng 30%, tuy nhiên tốc độ tăng đang giảm dần, tín hiệu cho thấy năng lực hoạt động kinh doanh, và cơ cấu chi phí dần đi vào chu kỳ. Riêng năm 2008 phải đối mặt với không ít khó khăn nhưng Công ty vẫn đạt được lợi nhuận để ra. Tuy nhiên trước những hiện tượng đang xảy ra quanh báo cáo tài chính, thì vấn đề về doanh thu thực chất đang được quan tâm, và cần trọng trong đánh giá.

Lợi nhuận gộp từ hoạt động sản xuất tăng dần qua các năm, đây là tín hiệu tốt, lợi nhuận gộp từ nhượng quyền giảm dần, nhập khẩu tăng trong năm 2008. Như đã dẫn chứng mặc dù năm 2008 gắn liền với những biến động về giá NVL nhưng mức độ ổn định về tỷ suất lợi nhuận là một điều cần phải nghiên cứu thêm trong khi các tỷ lệ về chi phí không giảm.

#### Lợi nhuận trước thuế



#### Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

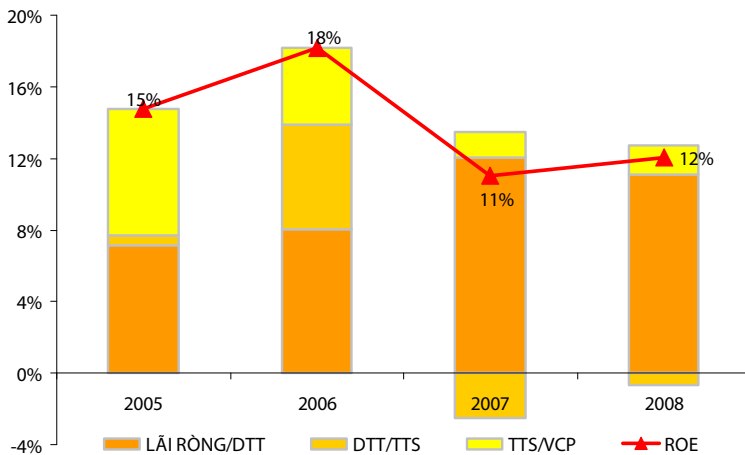
Tỷ suất sinh lợi giảm dần qua các năm, đặc biệt năm 2007 chỉ còn 11%, giảm gần 40% so với 2006.

Năm 2008 tỷ lệ này có nhích lên chút ít, đạt khoảng 12%.

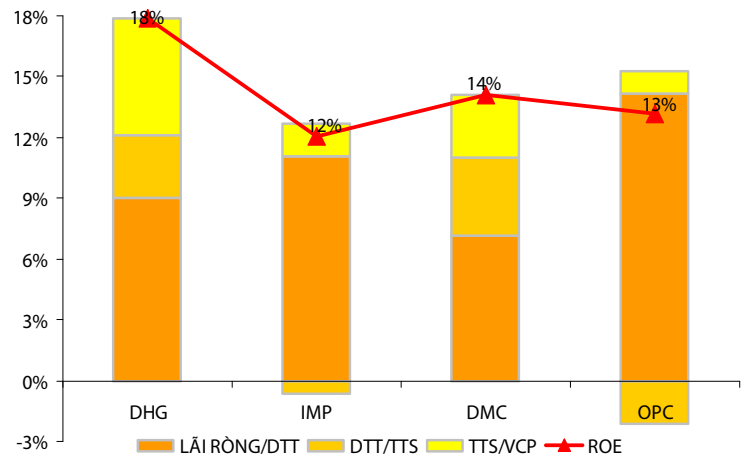
Tỷ suất lợi nhuận biên giữ mức độ khá ổn định qua các năm. Vòng quay tổng tài sản giảm dần, cho thấy hiệu quả sử dụng tài sản đang có khuynh hướng giảm. Đặc biệt nguyên nhân dẫn đến tỷ suất sinh lợi sụt giảm ở mức khá cao trong thời gian qua là hiệu quả từ đòn bẩy tài chính của Công ty giảm mạnh, hiện chưa tận dụng được đòn cân nợ trong cơ cấu tài chính.

Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu đạt mức thấp hơn so với các công ty nội địa. Các yếu tố kéo ROE của Imexpharm thấp hơn hẳn so với các DN cùng ngành (DHG; DMC) là do vòng quay tài sản cố định và hiệu quả đòn cân nợ còn thấp.

ROE - IMEXPHARM (2008)



ROE - Các Công ty (2008)



Nguồn: BCTC Imexpharm, dữ liệu VDSC

## PHÂN TÍCH NGÀNH

### Trình độ ngành

Ngành dược Việt Nam đang xếp ở mức độ 3 trong thang phân loại 5 mức độ xếp hạng thuốc của UNIDOC (cùng hạng 86 nước khác). Đây là mức độ được đánh giá là có công nghiệp dược, đã sản xuất được thuốc generic nhưng đa phần vẫn là nhập khẩu.

Hiện nay Chính phủ đã vạch rõ lộ trình cụ thể cho các thực thể công nghiệp dược bao gồm nhà sản xuất, nhà phân phối thuốc tham gia các tiêu chuẩn quốc tế về dược, cuối 2009 mọi DN sản xuất phải đạt tiêu chuẩn GMP-WHO, đồng thời khuyến khích DN thực hiện tiêu chuẩn còn lại gồm bảo quản (GSP), tồn trữ (GLP), lưu thông - phân phối (GDP), tiêu chuẩn nhà thuốc tốt (GPP).

Để đáp ứng tiêu chuẩn GMP-WHO mỗi nhà máy phải đầu tư tối thiểu khoảng 30 tỷ VNĐ. Mức đầu tư lớn là nguyên nhân chính khiến cho hiện nay trong hơn 180 nhà máy sản xuất dược chỉ có khoảng 86 nhà máy đạt tiêu chuẩn này. (Nguồn : Cục quản lý dược)

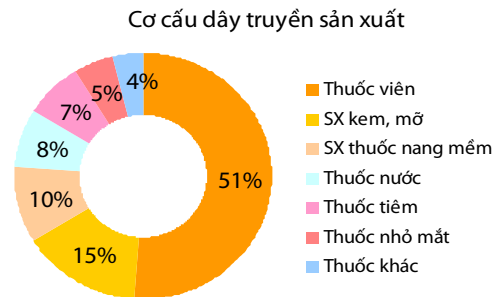
### Nguồn nguyên liệu chủ yếu là nhập khẩu

Chi phí nguyên vật liệu (NVL) trong giá thành sản phẩm dược chiếm tỷ trọng trung bình khoảng 60%. 90% nguyên vật liệu phải nhập khẩu từ nhiều nước như Trung Quốc (25%), Ấn Độ (17%), Singapore (17%)... (theo Cục quản lý dược). Năm 2008 kim ngạch nhập khẩu NVL đạt 157 triệu USD, giảm 1,2% so với năm 2007. Giá nhiều mặt hàng liên tục biến động, đặc biệt là nhóm kháng sinh (có mức tăng

phổ biến 7-18% so với 2007) và các nguồn cung từ Trung Quốc và Ấn Độ

### Thuốc ngoại chiếm ưu thế

Sản xuất trong nước chỉ đáp ứng 40% nhu cầu thị trường dược Việt Nam chủ yếu là dòng thuốc thông thường, thuốc generic, tập trung chủ yếu vào dạng thuốc viên. Thuốc đặc trị được độc quyền 100% bởi các hãng dược nước ngoài.



Nguồn: Cục quản lý dược Việt Nam-2006

Hiện tại nhập khẩu hầu hết là nhập khẩu ủy thác, phí dịch vụ trên 1,5%. Nguồn thu này của nhiều doanh nghiệp Dược sẽ giảm khi thực hiện lộ trình cam kết WTO, theo đó từ 1/2008 doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (dưới 51%) được quyền kinh doanh xuất nhập khẩu dược phẩm, từ 1/2009 doanh nghiệp nước ngoài được quyền kinh doanh xuất nhập khẩu trực tiếp dược phẩm ở Việt Nam, có quyền bán lại cho các DN phân phối trong nước.

Ngành dược Việt Nam có khoảng 370 doanh nghiệp nước ngoài với khoảng 2.600 số đăng ký chiếm tỷ lệ 30% (nguồn : Bộ Công thương). Trong đó các nhà máy sản xuất chỉ tập trung vào một số hoạt chất thịnh hành dẫn đến hiện tượng dược phẩm sản xuất trùng lặp phổ biến.

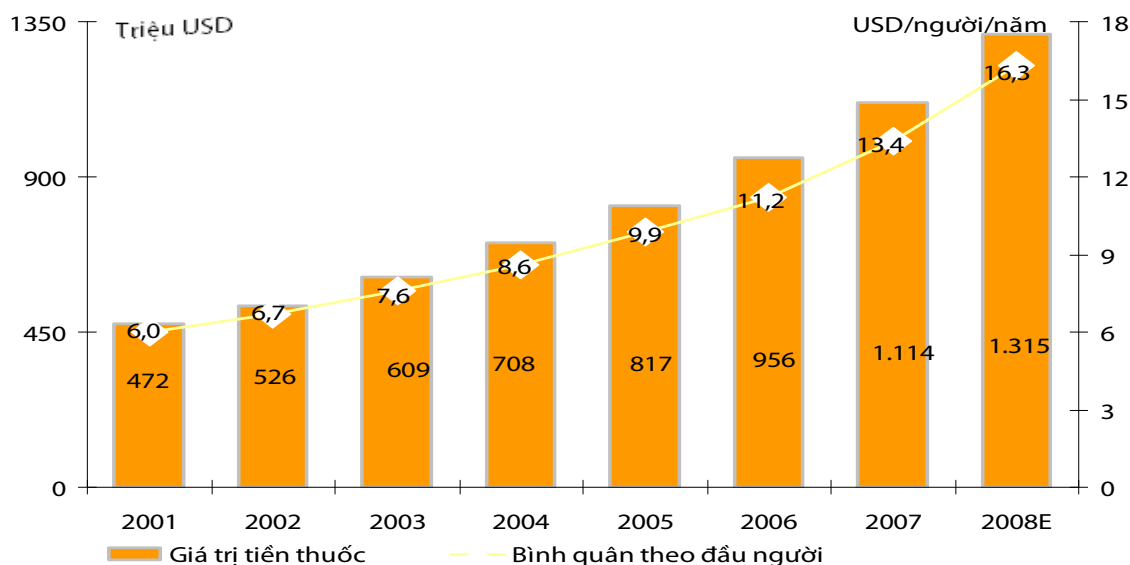
### Hệ thống phân phối nhiều tầng nấc

Thị trường thuốc chia làm hai mảng kê toa và không kê toa với các loại thuốc không cần kê toa, tỷ trọng tương ứng 63:27. Thị trường tiêu thụ lớn nhất là TP.HCM (55%) sau đó là Hà Nội (21,5%).

Hiện tại hệ thống phân phối còn tồn tại nhiều bất cập với tình trạng đan xen chồng chéo, thặng dư lẫn trăn cho các cấp chưa rõ ràng, chi phí chiết khấu cho kênh phân phối kê toa tăng.

### Mức độ tăng trưởng, giá cả

Quy mô thị trường dược chiếm khoảng 2% GDP. Tốc độ tăng trưởng kinh tế khoảng 6,02%/năm kích cầu sử dụng dịch vụ y tế. Mức tăng trưởng tổng chi tiêu y tế trung bình khoảng 15,7%/năm (giai đoạn 2003-2008), đạt mức tăng trưởng trung bình của thế giới.



Nguồn: Cục quản lý dược Việt Nam

Tăng trưởng chi tiêu y tế trung bình theo đầu người (USD/người) đạt 14,9%, đạt mức tăng trưởng vượt bậc trong giai đoạn 2000-2006. Tuy nhiên chỉ tiêu này hiện tại chỉ có 16,3 USD/người/năm khá khiêm tốn so với các nước như Singapore (416 USD), Thái Lan (141 USD), Mỹ (400 USD/ người/năm).

Giá cả dược phẩm bắt đầu tăng mạnh từ năm 2004 với mức tăng trung bình khoảng 9%/ năm, đặc biệt là nhóm sản phẩm nhập khẩu được phân phối độc quyền. Nguyên nhân là do biến động giá đầu vào của nguyên phụ liệu, nhu cầu chi tiêu y tế tăng, hệ thống phân phối chưa được quản lý chặt chẽ.

### Triển vọng phát triển ngành

Dân số hơn 85 triệu với 60% dưới 35 tuổi, tỷ lệ sinh được duy trì ở mức cao, môi trường sống ngày càng ô nhiễm, bệnh tật gia tăng, những yếu tố tích cực và không tích cực về mặt xã hội sẽ thúc đẩy ngành dược phát triển, dự báo trong thời gian 2008-2011 tốc độ tăng trưởng khoảng 8%.

Chính phủ đã thông qua các dự án về nhà máy, trung tâm nghiên cứu, thử nghiệm...với tổng đầu tư 1,5 tỷ USD trong vòng 10 năm, nhằm giảm tính bị động của ngành dược nội địa.

Tiếp tục thực hiện theo lộ trình cam kết WTO sẽ là nhân tố tác động đến quá trình hợp tác và sát nhập của rất nhiều doanh nghiệp dược, kế hoạch của chính phủ thành lập tập đoàn dược. Bên cạnh đó các doanh nghiệp lớn đang chuẩn bị nguồn lực để tiếp nhận nhượng quyền sản xuất từ các hãng dược nước ngoài đặc biệt là Châu Âu và châu Mỹ.

**Vị thế Imexpharm**

Imexpharm là một trong những công ty đầu ngành có những bước tiến tương đối vững chắc và thận trọng. Với thế mạnh về nhượng quyền dựa trên cơ sở trang thiết bị khá hiện đại Imexpharm đã ký được hợp đồng nhượng quyền sản xuất, liên doanh, phân phối độc quyền với nhiều hãng dược lớn trên thế giới. Với hoạt động nhượng quyền.

Imexpharm cùng với hầu hết các công ty trong ngành đang thực hiện các dự án đầu tư nhà máy mới nhằm đáp ứng nhu cầu nội địa giảm được phẩm nhập khẩu. Hiện nay nhà máy sản xuất Cepharlosporin đang bước vào giai đoạn hoàn thành

Công ty	Dự án	Thời điểm hoàn thành
<b>Domesco</b>	Nhà máy chiết xuất dược liệu, công suất 500 tấn/năm vốn đầu tư 57 tỷ. Nhà máy SX thuốc Non betalactam, 6 tỷ đvsp/năm, vốn đầu tư 150 tỷ đồng	2010
<b>Mekophar</b>	Dự án nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-WHO (4 ha đất) tại Bình Dương, tuy nhiên dự định chuyển dự án về Nhà Bè, tổng vốn đầu tư ước tính 30 tỷ.	12/ 2009
<b>DHG</b>	Xây dựng nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP - WHO, loại hình đầu tư mở rộng, dự kiến vốn đầu tư 30 tỷ. Dự án xây dựng nhà máy mới vào đầu quý 2/2008, gồm 02 hạng mục Non Betalactam và Betalactam, vốn đầu tư 147 tỷ.	12/2010
<b>OPC</b>	Dự án xây dựng dây chuyền hóa dược 2 đạt tiêu chuẩn GMP – WHO, vốn đầu tư 12,3 tỷ	8/2008
<b>Vidipha</b>	Dự kiến xây dựng nhà máy đáp ứng tiêu chuẩn GMP – WHO tại khu CN Nam Bình Dương trên diện tích 6 hécta vào quý 2/2008, tổng vốn đầu tư ước tính 120 tỷ đồng.	6/2010
<b>Imexpharm</b>	Nhà máy Cepharlosporin đã hoàn thành phần xây dựng năm 2008. Dự kiến sẽ hoạt động vào cuối 2009, sau khi hoàn chỉnh về dây chuyền sản xuất, tổng vốn đầu tư dự kiến là 106 tỷ đồng. Công suất dự kiến 1 năm là 100 triệu chai, 100 triệu viên và 50 triệu gói	2009

Imexpharm mặc dù không có những thế mạnh riêng về mạng lưới phân phối như DHG, nhưng Imexpharm được đánh giá là một trong những công ty đầu ngành về năng lực sản xuất. Yếu tố này được đánh giá thông qua hoạt động nhượng quyền của nhiều tập đoàn lớn đã đặt niềm tin vào năng lực của Imexpharm, từ đó Công ty đã thiết lập được đường lối trong hoạt động phát triển các dòng sản phẩm có hàm lượng khoa học kỹ thuật cao.

**Dược Hậu Giang** vốn điều lệ hiện nay là 200 tỷ, là một trong những Công ty đầu ngành. Dược Hậu Giang có mạng lưới phân phối sâu rộng nhất tại Việt Nam.

**Domesco** vốn điều lệ hiện tại là 137,699 tỷ đồng, là một trong 5 công ty dược Việt Nam lớn nhất, sản phẩm mang tính thiết yếu cao, xây dựng hoạt động sản xuất và thương mại khá bền vững.

## Số liệu tài chính 2007, 2008

Đvt: tỷ đồng	2007			2008		
	DHG	DMC	IMP	DHG	DMC	IMP
Vốn điều lệ	200	137,7	116,6	200	137,7	116,6
Doanh thu	1.269,2	811,1	451,6	1.496	937	561,8
LN trước thuế	128,3	64,2	62,4	150,5	74,9	70,4
Lợi nhuận sau thuế	128,3	51,4	54,3	135,5	67,1	62,2
EPS ( đồng)	6.813	5.362	5.500	6.778	-	5.338
ROA	13,6%	8,53%	9,6%	12,1%	11%	10,4%
ROE (Bình quân)	19,7%	11,3%	11,0%	19,4%	14,3%	12,3%

	Imexpharm	Domesco	Dược Hậu Giang
Cơ cấu doanh thu (Sản xuất -HD khác)	72%-28%	52% - 48%	93% - 7%
Thị phần	4%	5,4%	13%
Nhà máy, phân xưởng	Beta-lactam Non- Beta-lactam CS Thuốc viên Cephalosporin	Beta-lactam Non- Beta-lactam Dược liệu	Beta-lactam Non Betalactam Thực phẩm
Tiêu chuẩn nhà máy	GMP,GSP, GLP- WHO	GMP-WHO, GLP, GSP	GMP-WHO, GLP,GSP
Chi nhánh	24	6	5
Số thuốc đăng ký	190	326	268

Nguồn: Dữ liệu VDSC

## TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN

Suy thoái kinh tế toàn cầu đã tác động đến nhiều thành phần, tuy nhiên ngành Dược vẫn được đánh giá là một trong thiểu số bị ảnh hưởng ít. Trong bối cảnh này hầu hết các tập đoàn lớn cũng như các công ty nhỏ đều giãn thời gian cho các dự án, chính vì vậy thị trường Dược trong năm tới sẽ chưa diễn ra sự cạnh tranh gay gắt.

Imexpharm đi đầu trong hoạt động đầu tư dây chuyền sản xuất khép kín, cũng như tiếp cận khoa học kỹ thuật thông qua hoạt động nhượng quyền sản xuất là nền tảng hạt nhân phù hợp cho mục tiêu sản xuất các sản phẩm mang hàm lượng khoa học kỹ thuật cao. Trong tương lai đây chính là yếu tố để cạnh tranh giữa các DN, Imexpharm đã thiết lập được những bước cơ bản.

Niềm tin từ các tập đoàn lớn đối với Công ty thông qua nhượng quyền sẽ là bước đệm cho Công ty thiết lập các nhà máy có sự hỗ trợ khoa học kỹ thuật từ các tập đoàn. Dự án xây dựng nhà máy giữa Công ty và Pharmascience-Canada sẽ được thực hiện khi nền kinh tế có những tín hiệu tốt hỗ trợ. Những dự án này hứa hẹn các dòng sản phẩm có hàm lượng khoa học - kỹ thuật và tri thức cao, bảo đảm cho năng lực cạnh tranh dài hạn.

**ĐỊNH GIÁ****Dự phóng hoạt động kinh doanh****Doanh thu**

Theo ước tính của chúng tôi các năm 2009 - 2013 tăng trưởng doanh thu là trong khoảng 10 - 12% trên cơ sở các yếu tố:

- Chính sách phát triển khá bền vững với tốc độ vừa phải sẽ được tiếp tục duy trì. Hoạt động sản xuất đã đạt được công suất mang lại hiệu quả tối đa.
- Nhà máy Cepharlosporin sẽ đi vào hoạt động vào 2009 - 2010 đòi hỏi một nguồn lực cao để thiết lập hệ thống phân phối, đồng thời sản phẩm phải cạnh tranh các DN đi trước. Chính vì vậy doanh thu của hoạt động vốn có lợi nhuận gộp biên nhỏ là nhượng quyền và thương mại sẽ giảm dần, thay thế vào đó sẽ là doanh thu của các sản phẩm Cepharlosporin. Tuy nhiên vì giới hạn về thông tin năng lực sản xuất của nhà máy nên chúng tôi chưa phản ánh hết tốc độ tăng trưởng doanh thu trong dự phóng.

**Chi phí**

- Công ty đang dần tập trung nguồn lực cho sản phẩm sản xuất, tuy nhiên dòng sản phẩm mới trong thời gian đầu sẽ chưa tận dụng được ưu thế về chi phí nên giá vốn/doanh thu ước tính sẽ giữ ở mức 57% trong giai đoạn 2009 - 2010, năm 2011 -2013 chỉ tiêu này sẽ được cải thiện khi các sản phẩm sản xuất dần thay thế được dòng nhượng quyền, ước tính trong khoảng 50% - 55%
- Công ty có đặc thù của hệ thống phân phối, cũng như dòng sản phẩm thiết yếu, có mặt lâu năm trên thị trường nên ước tính tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu sẽ tiếp tục được duy trì ở mức 25% cho giai đoạn từ năm 2009 - 2010. Các năm sau tiêu chí này ước tính sẽ ở mức 30% để đáp ứng được năng lực cạnh tranh cho các sản phẩm sản xuất.
- Chi phí quản lý ước tính sẽ ổn định trong khoảng 4,3% -4,6% cho giai đoạn 2009- 2013.
- Thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%.

**Bảng dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh**

<i>Đơn vị: triệu VNĐ</i>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>
Doanh thu thuần	618.029	692.192	775.255	868.286	955.114
Lợi nhuận trước thuế	83.915	95.159	83.439	119.999	131.484
Lợi nhuận sau thuế	67.132	76.127	66.751	95.999	105.187
EPS (đồng)	5.758	6.529	5.725	8.233	9.021

*Nguồn VDSC ước tính*

**Dự phóng bảng cân đối kế toán**

- Các khoản mục tài sản cố định dự phóng căn cứ vào kế hoạch thực hiện dự án của doanh nghiệp.
- Công ty chưa có kế hoạch tăng vốn điều lệ vì vậy sẽ giữ vốn điều lệ là 116,59 tỷ đồng



Bảng dự phóng bảng cân đối kế toán

Đơn vị: triệu VNĐ	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
Tài sản ngắn hạn	416.148	484.780	475.890	535.002	625.576
Tài sản dài hạn	191.647	171.213	226.566	224.912	218.179
<b>Tổng tài sản</b>	<b>607.795</b>	<b>655.993</b>	<b>702.456</b>	<b>759.914</b>	<b>843.755</b>
Tổng nợ	74.659	80.730	87.458	90.850	104.187
Nguồn vốn chủ sở hữu	533.136	575.263	614.999	669.064	739.568
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>607.795</b>	<b>655.993</b>	<b>702.456</b>	<b>759.914</b>	<b>843.755</b>

Nguồn VDSC ước tính

**Định giá công ty****Phương pháp chiết khấu dòng tiền**

Phương pháp chúng tôi lựa chọn để đánh giá Imexpharm là FCFF, FCFE với tỷ suất chiết khấu tương ứng là 15%/năm (WACC), 15%/năm (Re), tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 6%. Với các giả định và dự phóng trên, giá trị của Imexpharm được xác định tương ứng 65.934 /cp (FCFF), 62.386đ/cp (FCFE).

**Phương pháp so sánh**

Công ty	Giá trị thị trường (Triệu VNĐ -13/02/2009)	2008		2009(F)	
		LNST	P/E	LNST	P/E
DHG	2.179.000	135.519	16	148.629	14,7
DMC	630.000	67.140	9,4	75.956	8,3
DCL(*)	319.000	51.151	6,2	56.266	5,7
TRA	312.000	46.015	6,8	50.616	6,2
OPC	215.000	30.975	6,9	33.651	6,4
<b>Bình quân</b>			<b>11</b>		
IMP		62.234		67.131	

(\*) Ước tính

Nguồn VDSC ước tính

P/E bình quân ngành hiện nay khoảng 11 lần, trong đó DHG chi phối gần 50% giá trị vốn hóa ngành trên thị trường niêm yết, DMC và IMP đóng vai trò không nhỏ. Hiện tại Imexpharm vẫn đang trong giai đoạn hoàn thành các dự án để đáp ứng tiêu chuẩn ngành, mở rộng quy mô, nâng cao năng lực sản xuất, nên cần một khoảng thời gian dài để minh chứng cho khả năng sinh lợi. Chính vì vậy chúng tôi đánh giá P/E chấp nhận được của Công ty khoảng 8.

**Phương pháp giá trị sổ sách**

Công ty	Giá trị thị trường (Triệu đồng 13/02/2009)	2008 (E)		2009 (F)	
		Nguồn vốn CSH	P/BV	Nguồn vốn CSH	P/BV
DHG	2.179.000	758.146	2,9	771.651	2,8
DMC	630.000	475.427	1,3	529.368	1,2
DCL	319.000	274.592	1,16	307.543	1
TRA	312.000	252.240	1,2	282.508	1,1
OPC	215.000	235.384	0,9	264.214	0,8
<b>Bình quân</b>			<b>1,7</b>		
IMP	735.000	516.542		529.879	

Nguồn VDSC ước tính

Trong bối cảnh thị trường chứng khoán chứa nhiều yếu tố biến động khó lường, với P/BV bình quân của các công ty đầu ngành khoảng 1,7 chúng tôi ước tính P/BV của Imexpharm khoảng 1,5 lần trên cơ sở thận trọng trong phương pháp định giá cổ phiếu dựa trên giá trị sổ sách.

#### Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền được sử dụng dựa trên các dự phóng tài chính mà chúng tôi đã có sự cân nhắc cẩn trọng. Phương pháp P/E dù dễ sử dụng, vẫn không thể hiện hết sự khác nhau giữa Imexpharm và các doanh nghiệp trong cùng ngành như quy mô, hiệu quả và đặc biệt là tiềm năng tăng trưởng, P/BV chỉ mang tính thời điểm. Do vậy, chúng tôi nhấn mạnh phương pháp FCFF, FCFE hơn phương pháp P/E, P/BV (30:30:20:20). Giá trị Imexpharm được chúng tôi xác định vào khoảng 62.700 đồng/cổ phần.

#### MA TRẬN ĐỊNH GIÁ

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	65.934	30%	19.780
FCFE	62.386	30%	18.716
P/E	52.232	20%	10.446
P/BV	68.586	20%	13.717
<b>Giá bình quân</b>			<b>62.660</b>

## PHỤ LỤC

	2007	2008E	2009F	2010F	2011F	2012F	2013F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>							
Doanh thu	451.602	561.844	618.029	692.192	775.255	868.286	955.114
Lợi nhuận trước thuế	63.231	70.417	83.915	95.159	83.439	119.999	131.484
Lợi nhuận sau thuế	54.732	62.331	67.132	76.127	66.751	95.999	105.187
<b>Bảng cân đối kế toán</b>							
Tổng tài sản	568.426	597.082	607.795	655.993	702.456	759.914	843.755
Tài sản ngắn hạn	469.910	398.684	416.148	484.780	475.890	535.002	625.576
Tài sản dài hạn	98.516	198.398	191.647	171.213	226.566	224.912	218.179
Tổng nợ	70.874	77.283	74.659	80.730	87.458	90.850	104.187
Vốn chủ sở hữu	497.552	519.799	533.136	575.263	614.999	669.064	739.568
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>							
Doanh thu	-14,0%	24,4%	10,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%
Lợi nhuận trước thuế	34,2%	11,4%	19,2%	13,4%	-12,3%	43,8%	9,6%
Lợi nhuận sau thuế	32,5%	13,9%	7,7%	13,4%	-12,3%	43,8%	9,6%
Tổng tài sản	86,0%	5,0%	1,8%	7,9%	7,1%	8,2%	11,0%
Vốn chủ sở hữu	112,5%	4,5%	2,6%	7,9%	6,9%	8,8%	10,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>							
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	42,7%	43,1%	43,0%	43,0%	45,0%	48,0%	48,0%
LN trước thuế / Doanh thu	14,0%	12,5%	13,6%	13,7%	10,8%	13,8%	13,8%
LN sau thuế / Doanh thu	12,1%	11,1%	10,9%	11,0%	8,6%	11,1%	11,0%
ROA	9,6%	10,4%	11,0%	11,6%	9,5%	12,6%	12,5%
ROE cuối kỳ	11,0%	12,0%	12,6%	13,2%	10,9%	14,3%	14,2%
ROE bình quân	15,0%	12,3%	12,8%	13,7%	11,2%	15,0%	14,9%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>							
Vòng quay Tổng tài sản	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	0,9	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Vòng quay các khoản phải thu	3,9	5,3	5,3	4,0	4,0	5,0	5,0
Vòng quay hàng tồn kho	1,9	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1
Vòng quay các khoản phải trả	3,9	4,5	5,0	5,1	5,1	5,0	4,9
<b>Khả năng thanh toán</b>							
Khả năng thanh toán hiện hành	6,70	5,32	5,57	6,01	5,44	5,89	6,00
Khả năng thanh toán nhanh	4,73	3,34	3,40	3,66	3,10	3,50	3,72
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,91	1,82	0,45	1,43	0,80	1,50	1,79
<b>Rủi ro tài chính</b>							
Tổng nợ / Vốn chủ sở hữu	14,2%	14,9%	14,0%	14,0%	14,2%	13,6%	14,1%
Tổng nợ / Tổng tài sản	12,5%	12,9%	12,3%	12,3%	12,5%	12,0%	12,3%

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT**

Tầng 3 – 4 – 5 Tòa nhà Estar,  
147 – 149 Võ Văn Tần - Quận 3 – TP.HCM  
Tel: (84 8) 6299 2006  
Fax: (84 8) 6299 2007  
Email: [info@vdsc.com.vn](mailto:info@vdsc.com.vn)  
Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 1 - 2 – 3 Tòa nhà Gia Long  
74 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, HN  
Tel: (84 4) 6288 2006  
Fax: (84 4) 6288 2008

**Đại lý nhận lệnh Đà Nẵng**

48 Trần Phú  
TP. Đà Nẵng  
Tel: (84 511) 386 7084  
Fax: (84 511) 382 6674

**Đại lý nhận lệnh Sài Gòn**

28-30 Huỳnh Thúc Kháng,  
Q.1 TP. HCM  
Tel: (84.8) 6275 4325  
Fax: (84.8) 3914 3150

**Đại lý nhận lệnh Nha Trang**

63 Yersin, TP. Nha Trang  
Tỉnh Khánh Hòa  
Tel: (84 58) 381 9611  
Fax: (84 58) 382 6715

**Đại lý nhận lệnh Bình Dương**

244 Đại lộ Bình Dương, TX Thủ Dầu Một  
Tỉnh Bình Dương  
Tel: (0650) 3834 264  
Fax: (0650) 3834 265

**Đại lý nhận lệnh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng  
TP. Cần Thơ  
Tel: (84 71) 3821 915  
Fax: (84 71) 3821 916

