

BSC RESEARCH

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

tuoith@bsc.com.vn

Ngày 12/10/2017, chúng tôi đã có buổi tham quan nhà máy, trao đổi với ban lãnh đạo Pymepharco và có một số ghi nhận sau:

Cập nhật KQKD. Kết thúc 9T2017, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt lần lượt là 1,200 tỷ đồng và 215 tỷ đồng, tương đương 74% kế hoạch cả năm 2017 (DTT và LNST lần lượt đạt 1,616 tỷ đồng (+7% yoy) và 290 tỷ đồng (+21% yoy)). Tỷ lệ cổ tức dự kiến chi trả là 20%. Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh cả năm của công ty có thể cao hơn so với kế hoạch do quý 4 thường là mùa cao điểm ghi nhận KQKD của các doanh nghiệp dược phẩm.

Quan điểm đầu tư.

- So với các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm niêm yết, Pymepharco là doanh nghiệp tân dược lớn thứ 2 về doanh thu (sau DHG) và dẫn đầu về hiệu quả hoạt động. Tổng DTT đạt 825 tỷ đồng, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh đạt 22% trong 6T2017.

- Lợi thế cạnh tranh từ dây chuyền sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-EU (dây chuyền kháng sinh Cephalosporin dạng viên). Công ty kỳ vọng nhận được chứng nhận GMP-EU đối với phân xưởng thuốc tiêm trong năm 2017, và dự kiến xây dựng, vận hành nhà máy thuốc Non-betalactam 1.2 tỷ viên đạt tiêu chuẩn GMP-EU vào năm 2019. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của công ty tăng sau khi nhận thêm các chứng nhận GMP-EU đối với các dây chuyền sản xuất này.

- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ việc mở rộng công suất phân xưởng thuốc tiêm từ năm 2018 và nhà máy Non-betalactam mới. Công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần và LNST tăng trưởng hàng năm là 15%.

Catalysts:

- Pymepharco đã nộp hồ sơ niêm yết lên sở GD HOSE và kỳ vọng sẽ niêm yết trong năm 2017.
- Dự thảo sửa đổi thông tư 11/2016/TT-BYT có hiệu lực
- Đấu thầu thuốc tập trung do BHXH thực hiện.

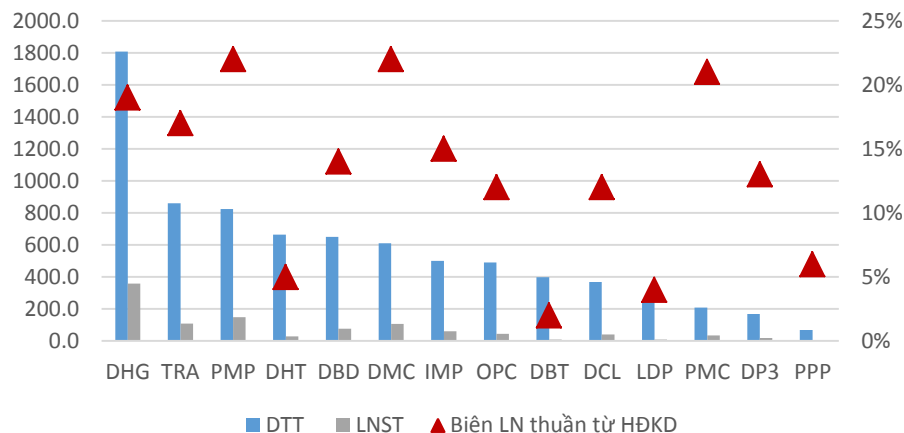
Cơ cấu cổ đông cô đặc, Tập đoàn dược phẩm Stada Arzneimittel AG là cổ đông lớn hiện nắm giữ trực tiếp 49% Pymepharco, 2 cổ đông tổ chức khác là Well Light (chủ tịch là ông Choo Yan Ho, đồng thời là thành viên hội đồng quản trị, đại diện vốn của Stada tại Pymepharco) và Well link nắm giữ lần lượt là 10% và 5% vốn của Pymepharco, ông Trương Viết Vũ (chủ tịch HĐQT CTCP Dược phẩm Phano, thành viên HĐQT IMP) nắm giữ 13.16% cổ phần. Stada là cổ đông lớn, hỗ trợ nhiều quá trình phát triển, định hướng của Pymepharco: sản xuất thuốc nhượng quyền cho Stada, nhận chuyển giao công nghệ, và xây dựng dây chuyền sản xuất/nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-WHO cũng như các chiến lược dài hạn đều có đóng góp lớn của cổ đông ngoại Stada

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1. Quy mô doanh thu lớn, hiệu quả sản xuất cao và đang tăng.

Quy mô sản xuất lớn. So sánh với các doanh nghiệp sản xuất dược phẩm niêm yết, Pymepharco là doanh nghiệp dược phẩm đứng thứ 3 trong (sau DHG và TRA) về doanh thu. Tổng doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2017 đạt 825 tỷ đồng (+16% yoy). Xét về hiệu quả hoạt động, cùng với DMC, Pymepharco là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm có biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh cao nhất, đạt 22%.

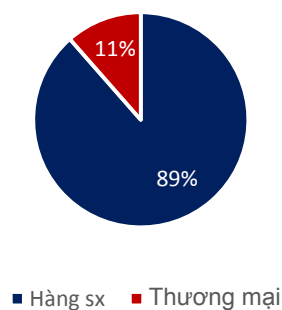
So sánh quy mô và hiệu quả hoạt động của Pymepharco và các doanh nghiệp niêm yết



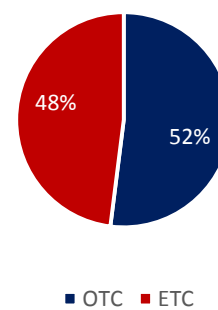
Nguồn: Pymepharco và BCTC các DN niêm yết

Cơ cấu doanh thu. Doanh thu hàng sản xuất chiếm 89% tổng doanh thu của công ty. Doanh thu hàng sản xuất tăng trung bình 16%/năm từ 2011-2016. Trong đó, kênh đấu thầu (ETC) chiếm 48% doanh thu, còn lại 52% là kênh nhà thuốc (OTC). Công ty dự kiến nâng tỷ trọng hàng OTC lên 65% vào năm 2020 sau khi đưa vào vận hành nhà máy Non-betalactam 1.2 tỷ đơn vị mới và mở rộng kênh phân phối tại thị trường miền Bắc.

Cơ cấu doanh thu theo mặt hàng



Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Nguồn: Pymepharco

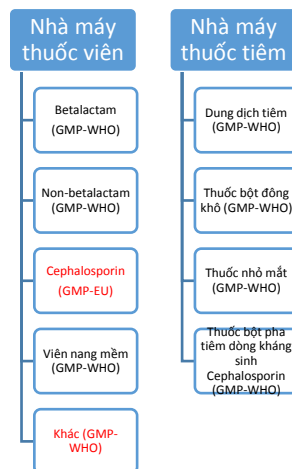
Hệ thống phân phối gồm 19 chi nhánh trải dài khắp cả nước, chủ yếu tập trung ở khu vực miền Trung và miền Nam. Công ty dự kiến mở thêm 6 chi nhánh trong thời gian tới, nâng tổng số chi nhánh mục tiêu lên 25 chi nhánh, trong đó, chủ yếu tập trung mở rộng kênh phân phối tại thị trường miền Bắc.

Biên lợi nhuận cao và được kỳ vọng tiếp tục cải thiện. Biên lợi nhuận gộp cao, đạt trên 47% từ năm 2014-2016. Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh đạt 22%, cao nhất trong số các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của công ty tiếp tục cải thiện nhờ tăng doanh số các sản phẩm trúng thầu nhóm 1,2 và 4 sau khi nâng cấp thành công dây chuyền thuốc tiêm lên tiêu chuẩn GMP-EU.

Điểm nhấn 2. Lợi thế cạnh tranh từ các dây chuyền sản xuất đạt chuẩn GMP-EU và danh mục thuốc chất lượng cao

Công ty hiện sở hữu 2 nhà máy sản xuất là nhà máy thuốc viên (5 dây chuyền sản xuất, trong đó có 3 xưởng sản xuất dược phẩm) và nhà máy thuốc tiêm (4 xưởng sản xuất).

Các nhà máy sản xuất dược phẩm của Pymepharco



Nguồn: Pymepharco

Sở hữu dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP-EU. Pymepharco là công ty dược phẩm nội địa đi đầu trong xu hướng trung vào phân khúc thuốc chất lượng, thay thế dần hàng nhập khẩu. Công ty sở hữu nhà máy dược phẩm đầu tiên đạt tiêu chuẩn GMP-WHO tại Việt Nam (năm 2005) và sở hữu dây chuyền sản xuất thuốc đầu tiên đạt GMP-EU đầu tiên tại Việt Nam (năm 2013). Đến nay, sau 2 đợt tái xét, dây chuyền sản xuất thuốc kháng sinh Cephalosporin của Pymepharco tiếp tục được Đức cấp chứng nhận đạt tiêu chuẩn sản xuất GMP-EU. Tháng 11/2017, công ty đón đoàn Cơ quan quản lý dược phẩm châu Âu xét chứng nhận tiêu chuẩn GMP-EU cho dây chuyền thuốc tiêm. Công ty lên kế hoạch xây dựng nhà máy dược phẩm Non-betalactam với công suất lên tới 1.2 tỷ đơn vị, dự kiến hoàn thành vào năm 2019 theo tiêu chuẩn GMP-EU.

Việc sở hữu các dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP-EU là điều kiện cần thiết để công ty tham gia vào các gói thầu có giá trị cao, nhóm 1, 2. Theo quy định về đấu thầu thuốc tại Việt Nam, thuốc Generic được phân loại thành các nhóm thầu. Theo đó, hầu hết thuốc của các doanh nghiệp nội địa phải đấu thầu nhóm 3, cùng nhóm với các doanh nghiệp đại trà của Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc. Thuốc sản xuất trong nước trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn GMP-EU sẽ được đấu thầu vào nhóm 2 hoặc vào nhóm 1 nếu được cấp phép lưu hành tại các nước tham gia ICH. Đây là 2 nhóm thầu có mức độ cạnh tranh thấp hơn do gồm chủ yếu thuốc nhập khẩu từ các nước có nền công nghiệp được phát triển, và 5 doanh nghiệp nội địa đủ điều kiện. Thêm vào đó, dự thảo thông tư sửa đổi thông tư 11/2016/TT-BYT, tiếp tục ưu tiên thuốc sản xuất trên dây chuyền GMP-EU vào nhóm thầu số 1 (thuốc sản xuất trên dây chuyền PICs không còn thuộc nhóm này), đồng thời, thay thế các gói thầu biệt dược gốc hoặc tương đương điều trị đã hết hạn bảo hộ, bằng các sản phẩm nhóm 1. Hiện Pymepharco có các sản phẩm đủ điều kiện đấu thầu vào nhóm 2 (kháng sinh Cephalosporin) và một số sản phẩm đấu thầu nhóm 1 như Cefaclor (xuất khẩu châu Âu). Công ty đang làm thủ tục và dự kiến xuất khẩu sang thị trường châu Âu một số sản phẩm được khác như Cefadroxil EG, Amlodipin EG, Ceftriaxon..., từ đó, tăng số lượng sản phẩm đủ điều kiện đấu thầu nhóm 1, tăng biên lợi nhuận cho sản phẩm.

Danh mục sản phẩm gồm thuốc tương đương sinh học (nhóm thầu số 4). Tương đương sinh học là thử nghiệm bắt buộc đối với tất cả các cả thuốc trước khi lưu hành ở các nước phát triển (Mỹ, Úc, các nước châu Âu,...). Trong khi đó, khoảng 90% thuốc sử dụng ở Việt Nam chưa được thử nghiệm tương đương sinh học. Pymepharco là một trong những doanh nghiệp đi đầu trong các thử nghiệm tương đương sinh học, danh mục thuốc tương đương sinh học của Pymepharco gồm gần 40 sản phẩm trong tổng số khoảng 400 sản phẩm lưu hành. Thuốc tương đương sinh học được đấu thầu riêng trong nhóm thầu số 4 và có thể tham gia các gói thầu 1,2,3 (nếu đủ điều kiện), do đó, mức độ cạnh tranh cũng thấp hơn và giá trị cao hơn so với nhóm thầu số 3. Danh mục thuốc tương đương sinh học của Pymepharco gồm các dòng sản phẩm: thuốc kháng sinh, Thuốc giảm đau – hạ sốt – kháng viêm, thuốc tim mạch, thuốc trị đái tháo đường. Bên cạnh đó, Pymepharco đang 5 hồ sơ xin cấp chứng nhận tương đương điều trị. Đây là tiêu chuẩn cao hơn hẳn so với các thuốc đang lưu hành tại Việt Nam và được đấu thầu trong một nhóm thầu riêng. Tương tự thuốc được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn GMP-EU, sở hữu dược phẩm đạt tương đương sinh học và tương đương điều trị giúp công ty thắng thầu với mức giá cao hơn, ít cạnh tranh hơn.

So sánh giá trúng thầu của cùng hoạt chất theo gói thầu Generic và dạng bào chế Sở y tế Tp. Hồ Chí Minh

Hoạt chất	Thuốc	Dạng bào chế	Hàm lượng	DN sản xuất	Nhóm thầu	Giá trúng thầu
Amlodipin	CARDIOPIN	Viên	5 mg	EGIS PHARMACEUTICALS PRIVATE LIMITED COMPANY	1	634
	SHADIPINE-5	Viên	5 mg	SHARON BIO-MEDICINE LTD	2	248
	KAVASDIN 5	Viên	5 mg	CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM KHÁNH HÒA	3, 4, 5	88
Amoxicilin + Acid clavulanic	PRAVERIX 500MG	Viên	875mg + 125mg	SANDOZ GMBH A	1	8,710
	CLEDOMOX 1000	Viên	875mg + 125mg	MEDOPHARM (EU-GMP)	2	5,350
	AUGBIDIL 1G	Viên	875mg + 125mg	Dược Bình Định	3	2,600
	AUCLANITYL 1G	Viên	875mg + 125mg	Tipharco	4	6,370
Cefuroxim	CEFUROXIME PANPHARMA	Thuốc tiêm	0.75 g	PANPHARMA (Pháp)	1	19,000
	XORIMAX TAB 500MG 10'S	Viên	500 mg	SANDOZ GMBH (Áo)	1	9,405
	FUROCAP 500	Viên	500 mg	Pymepharco	2	7,700
	ZINMAX-DOMESCO 500MG	Viên	500 mg	Domesco	3	2,178
Paracetamol	PANADOL VIÊN SỦI. 500MG	Viên sủi	500 mg	GLAXOSMITHKLINE AUSTRALIA PTY., LTD. (CONSUMER HEALTHCARE DIVISION) (Úc)	1	1,954
	PARTAMOL EFF	Viên sủi	500 mg	CÔNG TY TNHH LIÊN DOANH STADA-VN	2	1,400
		Viên/viên sủi	500 mg		3	78-545
		Viên/viên sủi	650 mg		3	93-1,050
		Viên tác dụng kéo dài	650 mg		3	4,000
Ceftriaxon	CEFTRIAOXONE PANPHARMA	Thuốc tiêm (lọ)	1 g	PANPHARMA (Pháp)	1	19,000
	CEFTRIONE 1G	Thuốc tiêm (lọ)	1 g	Dược Bình Định	3	7,980

Nguồn: BHXH, BSC research

Điểm nhấn 3. Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn nhờ mở rộng năng lực sản xuất.

Hiện các nhà máy đang vận hành tại mức công suất trung bình là 70%. Công ty đặt mục tiêu năm 2017 doanh thu tăng trưởng 7% đạt 1,616 tỷ đồng, LNST tăng trưởng 21% đạt 290 tỷ đồng. Sau đó, từ năm 2018-2019, doanh thu thuần và LNST tăng trưởng hàng năm là 15%. Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng dài hạn của Pymepharco dựa trên các yếu tố sau:

- **Đẩy mạnh khai thác phân xưởng thuốc tiêm.** Hiện phân xưởng thuốc tiêm chỉ vận hành tại 1% công suất thiết kế, đóng góp khoảng 0.58% doanh thu toàn công ty do Pymepharco dừng sản xuất, và tiến hành nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất lên EU-GMP. Trong khi đó, tỷ lệ đóng góp của phân xưởng này vào doanh thu của Pymepharco là trên 30% trước năm 2012 (giai đoạn thông tư đấu thầu thuốc mới có hiệu lực). Tháng 11/2017, công ty dự kiến đón đoàn Cơ quan quản lý dược phẩm châu Âu xét chứng nhận tiêu chuẩn GMP-EU cho dây chuyền thuốc tiêm. Nếu được công nhận, chúng tôi kỳ vọng dây chuyền thuốc này sẽ đóng góp tỷ trọng lớn vào doanh thu, lợi nhuận của Pymepharco. Chúng tôi cũng lưu ý, so với sản phẩm thuốc viên, thuốc tiêm yêu cầu công nghệ sản xuất và vô trùng cao hơn, do đó, giá trị thuốc cao hơn.
- **Đầu tư nhà máy mới Non-betalactam theo tiêu chuẩn GMP-EU.** Tổng công suất của nhà máy là 1.2 tỷ đơn vị, tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 500 tỷ đồng. Pymepharco đang tiến hành thẩm định đầu tư dự án, dự kiến khởi công vào năm 2018 và hoàn thành vào năm 2019. Nhà máy mới dự kiến cung cấp thuốc cho cả 2 kênh là OTC và ETC.
- **Dự thảo về danh mục thuốc đấu thầu tập trung do BHXH thực hiện.** Bên cạnh danh mục đấu thầu theo thông lệ, BHXH dự kiến đấu thầu tập trung trên toàn quốc riêng 5 hoạt chất kháng sinh tiêm phổ biến (Levofloxacin, Meropenem, Ceftriaxon, Cefepim, Fefoperazon + Sulbactam). Việc đấu thầu tập trung, bên cạnh việc đáp ứng yêu cầu về giá, cơ sở đấu thầu phải đáp ứng yêu cầu cung cấp số lượng đủ lớn. Do vậy, các cơ sở sản xuất có nhà máy sản xuất kháng sinh tiêm với quy mô lớn, tiêu chuẩn chất lượng đảm bảo như Pymepharco sẽ có lợi thế.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không đ

khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

