

Được phẩm

Flashnote

Ngày 13 Tháng 2, 2020

(Cập nhật)

MUA

Giá mục tiêu (12M, VND) 66,600

Giá hiện tại (12/02/20, VND) 55,000

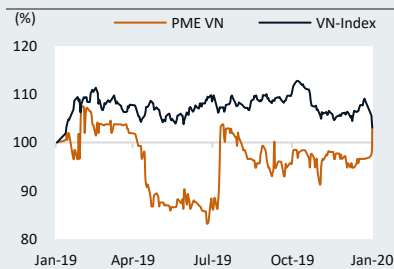
Mức sinh lời 21%

LNST (19F, VNDbn) 320
Consensus LNST (19F, VNDbn) 309

EPS Growth (19F, %) 3.7%
Market EPS Growth (19F, %) 10.0
P/E (19F, x) 12.7
Market P/E (19F, x) 16.0
VN INDEX 936.6

Vốn hóa (VNDbn) 4,313
SL cổ phiếu (mn) 75
Free Float (%) 25.4
Sở hữu khối ngoại (%) 62.1
Beta (12M) 0.3
52-Week Low 44,700
52-Week High 60,300

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	1.9	0.2	-3.5
Tương đối	4.9	7.3	-2.0



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Được phẩm]

Thien Nguyen

+84 3910 2222 (#148)

thien.nd@miraeasset.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN PYMEPHARCO (PME VN EQUITY)

Đòn bẩy tăng trưởng từ nhà máy Hoàng Văn Thụ

KQKD 4Q19 và FY19: Doanh thu tăng trưởng bất chấp mọi nghi ngờ

Quý 4Q19, PME thông báo doanh thu và LNST tăng trưởng mạnh, lần lượt đạt VND543bn (+16.5% YoY) và VND96.8bn (+19% YoY). Nhờ tăng trưởng mạnh trong 4Q19, doanh thu và lợi nhuận của PME trong năm FY19 đã tăng trưởng, lần lượt đạt VND1,847bn (+10.3% YoY) và VND321bn (+3.7% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là KQKD rất tích cực trong bối cảnh các sản phẩm kháng sinh nhóm Betalactam và Cephalosporin của PME đang chịu cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng thuốc tương đương sinh học tăng trưởng mạnh nhất, đạt VND461.7bn (+23.6% YoY) đã giúp doanh thu của PME vượt 3.7% kỳ vọng của chúng tôi ([Báo cáo lần đầu PME - 11/2019](#)).

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT) tăng trưởng tương ứng, đạt VND399bn (+11.1% YoY), trong đó điểm sáng là chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) có dấu hiệu giảm trong năm FY19, tương ứng VND425bn (-4.7% YoY). Chúng tôi cho rằng tăng trưởng mảng thuốc tương đương sinh học nhờ các hợp đồng ETC (Tỷ trọng ETC/FY19: 53% sv. 51%/FY18) đã giúp tiết giảm chi phí SG&A.

Tuy nhiên, lợi nhuận ròng của PME trong năm FY19 chỉ tăng trưởng nhẹ, đạt VND321bn (+3.7% YoY), khiến biên lợi nhuận ròng FY19 giảm về 17.4% sv. 18.5% năm FY18. Chúng tôi cho rằng LNST FY19 tăng trưởng chậm do nguồn lợi nhuận từ tiền gửi sụt giảm về VND9bn (-74.4% YoY) do dòng tiền tập trung vào hoàn trả chi phí xây dựng nhà máy Hoàng Văn Thụ.

Dự phóng mảng kháng sinh duy trì đà tăng trưởng trở lại nhờ dòng thuốc Non-betalactam và các dòng thuốc tương đương sinh học

Nhà máy Hoàng Văn Thụ hoạt động từ 2Q20. Đây là nhà máy thứ hai của PME, công suất 1.2 tỷ viên/năm. Đây là nhà máy chuyên về các dòng sản phẩm Non-Betalactam, qua đó giúp PME hoàn thiện chuỗi giá trị của mình. Chúng tôi dự phóng doanh thu PME năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND2,224bn (+20.4% YoY) và VND2,502bn (+12.5% YoY). Trong đó, doanh thu đóng góp của nhà máy Hoàng Văn Thụ tương đương VND266.6bn (11.8% Doanh thu FY20) và VND471bn (+76% YoY; 18.5% Doanh thu FY21).

Stada tiếp tục chuyển giao các dòng thuốc kháng sinh cho PME. Từ năm FY21, Stada sẽ rút khỏi liên doanh Việt Nam. Hiện nay, Stada đang dự kiến chuyển giao thêm 12-15 dòng sản phẩm cho nhà máy Hoàng Văn Thụ và nhà máy thuốc tiêm. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu dòng sản phẩm tương đương sinh học trong năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND580bn (+25.7% YoY) và VND668bn (+15.4% YoY). Đồng thời, chúng tôi nâng cao dự phóng tỷ trọng dòng thuốc ETC/Doanh thu năm FY20 và FY21 lần lượt đạt 55% và 58% sv. 53% năm FY19.

Định giá

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu PME với mức giá mục tiêu **VND 66,600/cp (Upside: +21%)** dựa trên các luận điểm: (i) Nhà máy dược Hoàng Văn Thụ sẽ hoàn tất giai đoạn thử nghiệm và vận hành chính thức từ FY20 (ii) Dòng tiền HĐKD được cải thiện mạnh nhờ tiết giảm chi phí khoản phải thu (iii) Các dòng thuốc kháng sinh Non-betalactam EU-GMP sẽ được đưa vào sản xuất.

FY (Dec.)	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Revenue (VNDbn)	1,674.8	1,846.9	2,224.3	2,502.5	2,786.3
OP (VNDbn)	359.9	399.8	523	615	704.0
OP Margin (%)	21.5%	21.6%	23.5%	24.6%	25.3%
NP (VNDbn)	309.4	321	421.5	500.3	571.9
EPS (VND)	4,104	4,269	5,602	6,652	7,605
ROE (%)	18.5%	17.4%	18.9%	20.0%	20.5%
P/E (x)	15.0x	12.7x	11.9x	10.0x	8.7x
P/B (x)	2.2x	2.1x	1.8x	1.7x	1.5x
Dividend Yield (%)	3%	4%	5%	6%	7%

Bảng 1: Đánh giá dự phóng và kết quả kinh doanh 4Q19

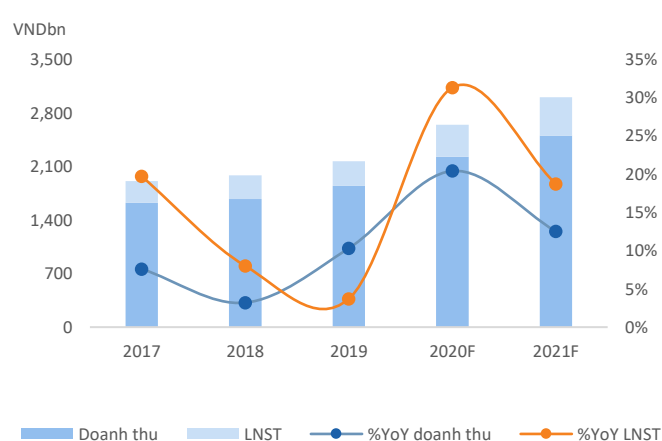
VNDbn	4Q18	3Q19	4Q19		Tăng trưởng	
			KQKD	Mirae Asset Việt Nam	YoY	QoQ
Doanh thu	465.5	456.2	542.3	453,156	16.5%	-0.7%
Lợi nhuận HĐKD	100.1	92.2	121	91.3	20.9%	-1.0%
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	21.5%	20.2%	22.3%	20.2%	3.7%	-0.1%
Lãi trước thuế	101.4	92.7	121.6	104.4	19.8%	12.7%
Lãi ròng	81.3	74.1	96.8	83.6	19.0%	12.7%

Source: IMS Health, IQVIA, World Bank Vietnam, MAS Research

Bảng 2: Đánh giá dự phóng và kết quả kinh doanh năm FY19-FY20

VNDbn	Previous		Revised		% change		Notes
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
Doanh thu	1,781	2,095	1,847	2,224	3.7%	6.2%	Doanh thu FY20 dự phóng tăng thêm 6.2% sv. dự phóng cũ khi dòng thuốc kháng sinh và tương đương sinh học đấu thầu ETC nhóm 1 & 2 (Triển vọng ngành Dược FY20)
Lợi nhuận HĐKD	366	475	400	523	9.3%	10.1%	Chi phí SG&A được tiết kiệm nhờ tăng tỷ trọng kênh ETC năm FY19 lên 53% sv. 51% của FY18
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	23.4%	22.9%	21.7%	23.5%	-7.3%	2.6%	
Lãi trước thuế	384	492	402	527	4.7%	7.1%	Lãi tiền gửi ngân hàng sụt giảm về VNĐbn (-74% YoY) do tập trung tiền cho nhà máy mới
Lãi ròng	307	394	321	421	4.6%	6.9%	

Source: MAS VN Research

Hình 1: Dự phóng doanh thu các mảng chính của PME (VNDbn)**Hình 2: Dự phóng doanh thu và LNST của PME (VNDbn)**

Source: MAS VN Research

CTCP Pymepharco (PME VN/MUA/TP: VND66,600/Upside: 21%)

Comprehensive Income Statement (Summarized)

(VNDbn)	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	1,847	2,224	2,503	2,786
Cost of Sales	-1,022	-1,211	-1,340	-1,472
Gross Profit	825	1,013	1,163	1,314
SG&A Expenses	-425	-490	-548	-610
Operating Profit	400	523	615	704
Non-Operating Profit	1,592	1,669	1,749	1,832
Net Financial Income	0	2	9	9
Pretax Profit	402	527	625	715
Income Tax	-81	-105	-125	-143
Net Profit	321	421	500	572
EPS (VND)	4,269	5,602	6,652	7,605

Growth & margins (%)

Revenue growth	10.3%	20.4%	12.5%	11.3%
Gross profit growth	2.3%	22.7%	14.8%	13.0%
EBIT growth	11.1%	30.8%	17.6%	14.5%
Net profit growth	3.7%	31.3%	18.7%	14.3%
EPS growth	3.7%	31.3%	18.7%	14.3%
Gross margin	44.7%	45.5%	46.5%	47.2%
EBIT margin	21.6%	23.5%	24.6%	25.3%
Net profit margin	17.4%	18.9%	20.0%	20.5%

Cash Flows (Summarized)

Cash Flows from Op Activities	376	460	318	511
Net Profit	321	421	500	572
Depr. & amortization	45	94	93	93
Others	-5,236	-1,327	-5,201	-5,42
Chg in Working Capital	15	-53	-270	-149
Cash Flows from Inv Activities	-522	84	-19	-10
Capital expenditures	-719	81	-28	-19
Others	197,168	2	9	9
Cash Flows from Fin Activities	-150	-233	-283	-335
Dividends	-150	-225	-263	-300
Increase in equity	-	-	-	-
Increase in debt	-	-8	-20	-35
Beginning Balance	357	60	371	387
Ending Balance	61	371	387	553

Statement of Financial Condition (Summarized)

(VNDbn)	2019F	2020F	2021F	2022F
Current Assets	1,226	1,692	2,013	2,370
Cash and Cash Equivalents	60	371	387	553
AR & Other Receivables	637	738	829	941
Inventories	523	561	775	852
Other Current Assets	6	21	21	24
Non-Current Assets	1,076	897	832	758
Net fixed assets	1,035	860	796	722
Investments	32	32	32	32
Other long-term assets	8	4	4	4
Total Assets	2,302	2,589	2,845	3,128
Current Liabilities	326	415	432	440
AP & Other Payables	102	179	192	208
Short-Term Financial Liabilities	12	4	-16	-52
Other Current Liabilities	213	232	257	284
Non-Current Liabilities	20,938	22,778	25,056	27,562
Total Liabilities	347	438	457	467
Controlling Interests	2,302	2,589	2,845	3,128
Capital Stock	750	750	750	750
Treasury Shares	-	-	-	-
Funds	713	793	889	997
Retained Earnings	838	1,045	1,207	1,381
Non-Controlling Interests	-	-	-	-
Stockholders' Equity	2,302	2,589	2,845	3,128
BVPS (VND)	30,131	33,954	37,378	41,143

Forecasts/Valuations (Summarized)

P/E (x)	12.7	11.9	10.0	8.7
P/CF (x)	13.3	10.9	15.7	9.8
P/B (x)	2.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	9.20	8.10	7.00	6.20
EPS (VND)	4,269	5,602	6,652	7,605
CFPS (VND)	6,138	4,242	6,817	7,565
BPS (VND)	30,131	33,954	37,378	41,143
DPS (VND)	2,168	3,252	3,794	4,336
Payout ratio (%)	47%	53%	52%	52%
Dividend Yield (%)	4%	5%	6%	7%
Accounts Receivable Turnover (x)	109.00	105.00	105.00	106.00
Inventory Turnover (x)	165.00	169.00	176.00	176.00
Accounts Payable Turnover (x)	54.00	54.00	52.00	51.00
ROA (%)	13.9%	16.3%	17.6%	18.3%
ROE (%)	17.4%	18.9%	20.0%	20.5%
Liability to Equity Ratio (%)	17.8%	20.3%	19.1%	17.6%
Current Ratio (%)	380.0%	410.0%	470.0%	540.0%
Net Debt to Equity Ratio (%)	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
Interest Coverage Ratio (x)	155.40	590.90	177.4	194.80

APPENDIX 1

Bảng 3: Danh sách các nhà máy đủ chuẩn đầu thầu nhóm 1 & 2 tại Việt Nam

Danh sách nhà máy EU-GMP	Chủng loại	Tiêu chuẩn/Nhóm trúng thầu		
Sanofi-Synthelabo Vietnam Pharmaceutical Shareholding Company	*Thuốc không vô trùng: Thuốc dùng ngoài dạng lỏng.	PIC/S GMP		2
Stada - VN Joint Venture Coporation Ltd.	* Thuốc không vô trùng: Viên nang cứng; viên nén (bao gồm cả viên bao); viên sủi.	EU-GMP		2
	8 dòng sản phẩm đang lưu hành ở Đức		1	
Tenamyd Pharmaceutical Corporation	* Thuốc vô trùng: + Thuốc sản xuất vô trùng: Thuốc bột pha dung dịch tiêm chứa kháng sinh nhóm β -lactam.	EU-GMP		2
Pymepharco Joint Stock Company	Thuốc không vô trùng chứa kháng sinh nhóm Cephalosporin: Viên nang cứng; viên nén bao phim.	EU-GMP		2
	* Thuốc sản xuất vô trùng: thuốc bột và dung môi pha dung dịch tiêm chứa Cephalosporin.	EU-GMP		
	* Sản phẩm: - Viên nang cứng Cefaclor Stada 500mg Capsules - Viên nén bao phim Cefoxitil 200	EU-GMP	1	
	Nhà máy Non-Betalactam đã đưa vào chạy thử từ tháng 7/2019, công suất 1,2 tỷ viên, đang chờ xét duyệt tiêu chuẩn EU-GMP.		1	2
Korea United Pharm Int'l JSC.	* Thuốc không vô trùng: Viên nén bao phim chứa Metformin HCl 500mg.	PIC/S GMP		2
Imexpharm Corporation	* Thuốc vô trùng: + Thuốc sản xuất vô trùng: thuốc dạng rắn và cấy ghép chứa kháng sinh nhóm beta-lactam; * Thuốc không vô trùng: viên nang cứng chứa kháng sinh nhóm beta-lactam	EU-GMP		2
	* Sản phẩm được xét nhóm thầu 1 (lưu hành tại Bồ Đào Nha): + Thuốc bột pha tiêm IMETOXIM 1g (Cefotaxim (dưới dạng Cefotaxim natri) 1g)		1	
	Nhà máy Dược CNC IMP xây dựng ở Bình Dương, công suất 59.3 triệu đơn vị/năm, dự kiến khánh thành Q1/2020, sản xuất các dòng thuốc đặc trị.			2
	Nhà máy Dược CNC Vĩnh Lộc, sản xuất thuốc kháng sinh, công suất 250 triệu đơn vị/năm, dự kiến khánh thành Q1/2020.			2

APPENDIX 2

Important Disclosures & Disclaimers

Stock Ratings	Industry Ratings
Buy : Relative performance of 20% or greater	Overweight : Fundamentals are favorable or improving
Trading Buy : Relative performance of 10% or greater, but with volatility	Neutral : Fundamentals are steady without any material changes
Hold : Relative performance of -10% and 10%	Underweight : Fundamentals are unfavorable or worsening
Sell : Relative performance of -10%	

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (⇐), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

- * Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.
- * Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.
- * The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.
- * The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Vietnam, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or maybe expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

<p>Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul) Global Equity Sales Team Mirae Asset Center 1 Building 26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539 Korea</p> <p>Tel: 82-2-3774-2124</p>	<p>Mirae Asset Securities (HK) Ltd. Suites 1109-1114, 11th Floor Two International Finance Centre 8 Finance Street, Central Hong Kong China Tel: 852-2845-6332</p>	<p>Mirae Asset Securities (UK) Ltd. 41st Floor, Tower 42 25 Old Broad Street, London EC2N 1HQ United Kingdom</p> <p>Tel: 44-20-7982-8000</p>
<p>Mirae Asset Securities (USA) Inc. 810 Seventh Avenue, 37th Floor New York, NY 10019 USA</p> <p>Tel: 1-212-407-1000</p>	<p>Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc. 555 S. Flower Street, Suite 4410, Los Angeles, California 90071 USA</p> <p>Tel: 1-213-262-3807</p>	<p>Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia Sao Paulo - SP 04551-060 Brasil Tel: 55-11-2789-2100</p>
<p>PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia Equity Tower Building Lt. 50 Sudirman Central Business District Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190 Indonesia</p> <p>Tel: 62-21-515-3281</p>	<p>Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd. 6 Battery Road, #11-01 Singapore 049909 Republic of Singapore</p> <p>Tel: 65-6671-9845</p>	<p>Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam</p> <p>Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)</p>
<p>Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC #406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17 1 Khoroo, Sukhbaatar District Ulaanbaatar 14240 Mongolia</p> <p>Tel: 976-7011-0806</p>	<p>Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd 2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China</p> <p>Tel: 86-10-6567-9699</p>	<p>Beijing Representative Office 2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022 China</p> <p>Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)</p>
<p>Shanghai Representative Office 38T31, 38F, Shanghai World Financial Center 100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120 China</p> <p>Tel: 86-21-5013-6392</p>	<p>Ho Chi Minh Representative Office 7F, Saigon Royal Building 91 Pasteur St. District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City Vietnam</p> <p>Tel: 84-8-3910-7715</p>	