

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)
Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên viên phân tích

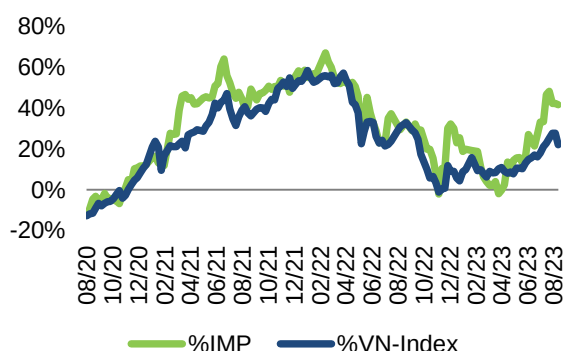
 Email: NgocNB2@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4315

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

Biểu đồ 1. Biến động giá IMP và VN-Index


Thông tin giao dịch	18/08/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	68.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	73.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	46.200
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	66,70
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	66,67
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	37.357
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	49,82%
Vốn hóa (tỷ VND)	4.534
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	4.383
P/E Trailing 12 tháng	15,51x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 4 Đường 30/4 - P. 1 - Tp. Cao Lãnh - T. Đồng Tháp
HĐKD chính	Sản xuất thuốc, hoá dược và dược liệu
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

Giá hiện tại: 68.000

 Giá mục tiêu: **86.200**

 Tăng (giảm): **+26,7%**
Khuyến nghị
MUA

ĐIỂM SÁNG TĂNG TRƯỞNG DOANH THU TỪ KÊNH ETC

Khuyến nghị: Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của IMP là **86.200 VND/cp** (cao hơn 26,7% so với mức giá đóng cửa ngày 18/08/2023) và khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu [\(Chi tiết\)](#).

➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- Tiềm năng tăng trưởng doanh thu kênh ETC nhờ nâng hiệu suất nhà máy EU-GMP:** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu kênh ETC của IMP tăng trưởng 30% yoy trong 2023. Triển vọng ngắn hạn đến từ doanh thu nhà máy IMP2 tăng 120% yoy do (1) nhà máy đã hoàn thành giai đoạn đăng ký thuốc, đấu thầu thuốc đi vào ổn định và (2) nhu cầu khám chữa bệnh hồi phục. Triển vọng trung và dài hạn đến từ nhà máy IMP4. Chúng tôi kỳ vọng sau 2 năm nghiên cứu và đăng ký thuốc, IMP4 sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu (trên 10% doanh thu kể từ 2025) với các sản phẩm thuốc dung dịch tiêm và bột đông pha tiêm giá trị cao.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá hoạt chất đầu vào hạ nhiệt:** Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của IMP năm 2023 đạt 46,3% (+3,6 đpt yoy) do Trung Quốc từ bỏ chính sách zero-Covid, chuỗi cung ứng hoạt chất được khôi phục, giá nhiều loại API đã hạ nhiệt so với cuối 2022.

➤ RỦI RO ĐẦU TƯ:

- Biến động giá hoạt chất đầu vào:** IMP phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu. Giá hoạt chất biến động mạnh do Trung Quốc tăng cường chính sách bảo vệ môi trường và tăng chuẩn quy định đối với ngành hóa dược.
- Thanh khoản cổ phiếu thấp:** Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày gần nhất của IMP là 37.357 cp/phiên, tương ứng với khoảng 0,06% cổ phiếu đang lưu hành.

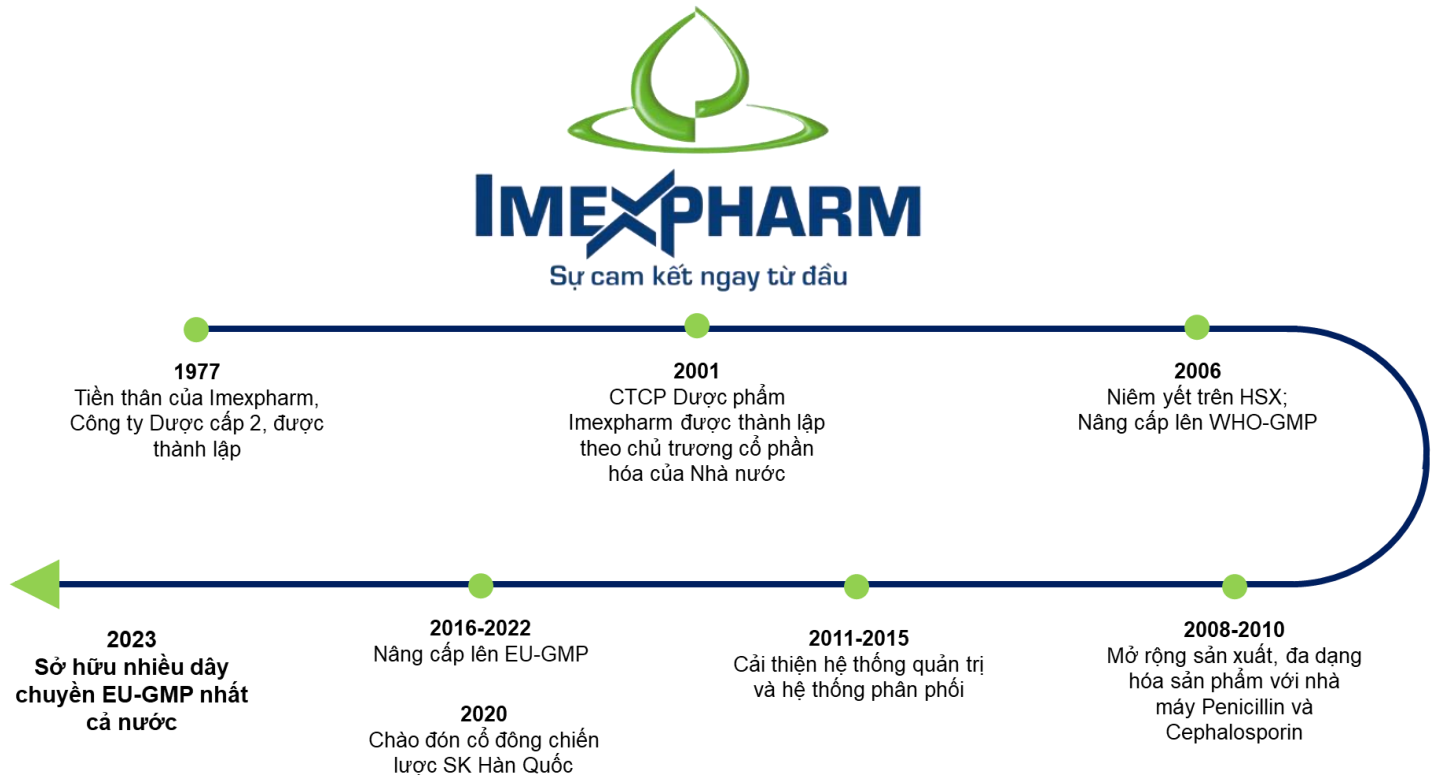
➤ CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI:

- Xu hướng nâng cấp tiêu chuẩn GMP của các doanh nghiệp trong ngành:** Áp lực cạnh tranh phân khúc giá cao ngày càng tăng do xu hướng đầu tư dây chuyền GMP EU-GMP và Japan-GMP trong ngành dược.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

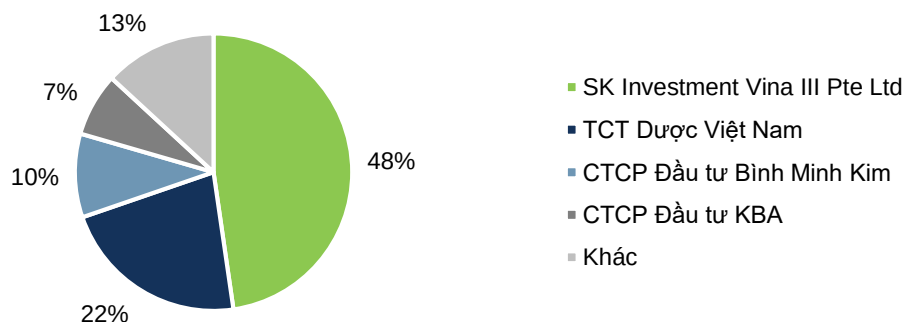
1. Lịch sử phát triển

Hình 1. Logo và những dấu mốc quan trọng của doanh nghiệp



2. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2. Cơ cấu cổ đông 18/08/2023



Nguồn: IMP

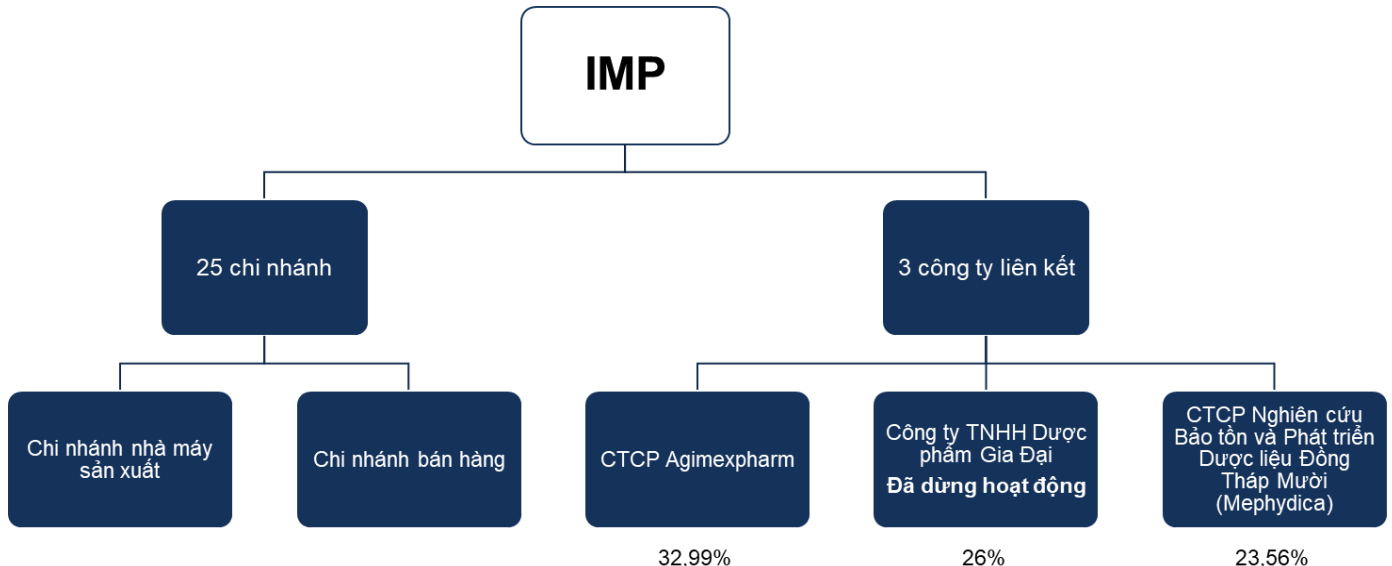
Quý đầu tư SK Investment Vina III là cổ đông lớn nhất của IMP với tổng mức sở hữu trực tiếp và gián tiếp khoảng 65%. SK Investment Vina III là đơn vị trực thuộc của SK South East Asia Investment, thành viên tập đoàn đa ngành SK Group (Hàn Quốc).

Trong 2023, SK Group đã tham gia sâu hơn vào việc quản trị doanh nghiệp IMP khi 3/5 thành viên HĐQT là người từ SK Group. Ngoài ra, cổ đông lớn thứ hai Tổng công ty Dược Việt Nam - Vinapharm - sở hữu 22% vốn cổ phần.

3. Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

IMP có 25 chi nhánh gồm các nhà máy sản xuất và chi nhánh bán hàng cùng với 3 công ty liên kết.

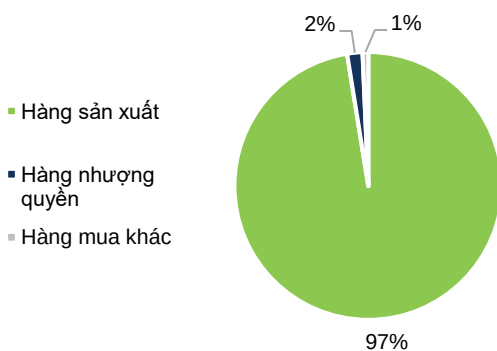
Hình 2. Cơ cấu doanh nghiệp IMP (Phụ lục 2)



Nguồn: IMP

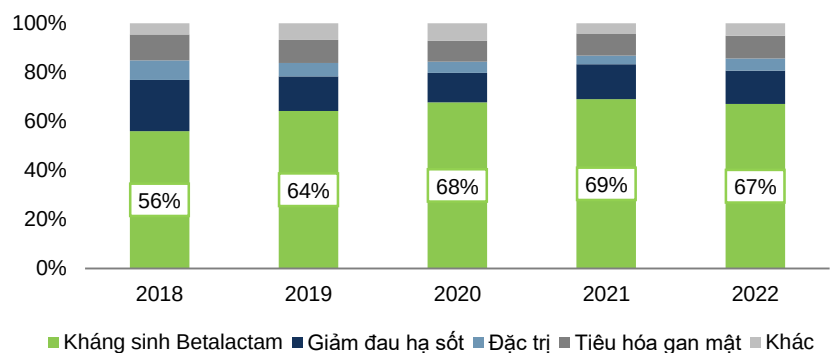
4. Cơ cấu hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh 2022



Nguồn: IMP

Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu hàng sản xuất theo nhóm sản phẩm



Nguồn: FPT Research

IMP có 3 mảng kinh doanh, trong đó mảng hàng sản xuất (sản xuất, kinh doanh các sản phẩm mang nhãn hiệu Imexpharm) là mảng kinh doanh chính, chiếm 97% trong cơ cấu doanh thu năm 2022.

Tính tới 31/12/2022, IMP có 326 sản phẩm có số đăng ký lưu hành trên thị trường, chia thành 8 nhóm sản phẩm: (1) Nhóm kháng sinh (gồm kháng sinh uống và kháng sinh tiêm), (2) Nhóm hạ sốt – giảm đau, (3) Nhóm thuốc ho, (4) Nhóm tiêu hóa gan mật, (5) Nhóm kháng viêm, (6) Nhóm cơ xương khớp, (7) Nhóm đặc trị: tim mạch, tiểu đường, kháng Histamin và kháng dị ứng, giãn mạch ngoại biên và hoạt hóa não..., (8) Nhóm vitamin và các sản phẩm khác.

Trong đó, 4 nhóm chủ lực, đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu là: kháng sinh (chủ yếu là hai nhóm kháng sinh Betalactam là Penicillin và Cephalosporin, chiếm tỷ lệ 67% doanh thu 2022), hạ sốt – giảm đau, đặc trị, tiêu hóa gan mật. (Phụ lục 3)

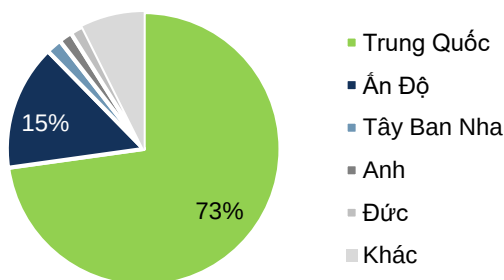
II. TỔNG QUAN NGÀNH DƯỢC

1. Đầu vào: Phụ thuộc vào nguyên phụ liệu nhập khẩu

Nguyên phụ liệu dược phẩm gồm:

- Hoạt chất (Active pharmaceutical ingredient – API): Chất hoặc hỗn hợp các chất trực tiếp làm nên công dụng của thuốc
- Tá dược: Không có tác dụng chữa bệnh nhưng là 1 thành phần quan trọng của thuốc. Tá dược có thể được coi như 1 chất phụ gia giúp thuốc ổn định và hoàn thiện, có những tác dụng như: (1) tạo vị ngọt, giúp thuốc dễ uống hơn, (2) tăng độ nhớt của dung dịch, giúp thuốc dễ rót hơn, (3) tạo dạng bào chế của thuốc, ví dụ bằng cách độn vào hoạt chất để tăng kích thước của thuốc làm thuốc cầm nắm được, (4) tăng độ hoà tan của hoạt chất đối với thuốc dạng lỏng, (5) đưa thuốc đến cơ quan cần điều trị, giúp thuốc dễ hấp thu hơn, (6) tăng thời hạn sử dụng của thuốc...
- Dược liệu: Có nguồn gốc tự nhiên như động vật, thực vật, khoáng vật, đạt chuẩn làm thuốc

Biểu đồ 5. Cơ cấu thị trường nhập khẩu nguyên phụ liệu dược phẩm 2022



Nguồn: Tổng Cục Thống kê (GSO)

Khả năng cung ứng nguyên phụ liệu dược phẩm trong nước kém, hàng năm Việt Nam phải nhập khẩu 80 – 90% nhu cầu nguyên liệu dược đối với cả tân dược và đông dược. Nguyên nhân là do (1) ngành công nghiệp hóa dược trong nước chưa phát triển và (2) các vùng trồng dược liệu tập trung chưa được hình thành.

Thị trường cung cấp nguyên liệu dược phẩm chính cho Việt Nam là Trung Quốc và Ấn Độ, chiếm lần lượt 73% và 15% kim ngạch nhập khẩu năm 2022.

Việc phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu khiến các doanh nghiệp sản xuất trong nước chịu ảnh hưởng biến động tỷ giá và biến động nguồn hàng trong bối cảnh chuỗi cung ứng gián đoạn. Chẳng hạn như thời điểm 2020 – 2022, Trung Quốc thực hiện zero-Covid khiến chuỗi cung ứng đứt gãy và giá API tăng (trong 2022, giá Amoxicillin Trihydrate Compact +35% yoy, Paracetamol +35% yoy, Cephalexin Monohydrate +13% yoy).

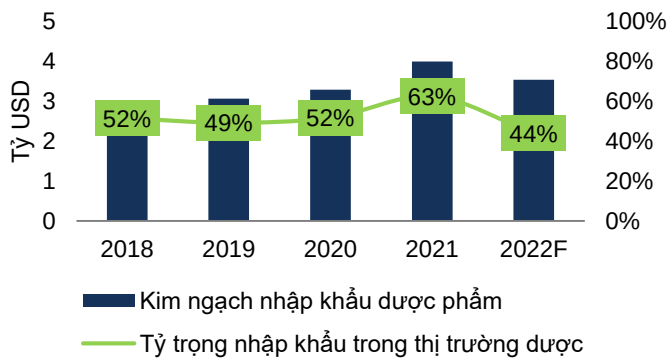
2. Sản xuất

2.1. Trình độ hạn chế, sản xuất trong nước không đủ khả năng đáp ứng nhu cầu nội địa

Trình độ nghiên cứu của các doanh nghiệp trong nước còn thấp. Hàng năm có rất ít thuốc phát minh (thuốc phát minh của Việt Nam chiếm tỷ lệ dưới 1% trong danh mục biệt dược gốc được Bộ Y tế công bố). Đa số các doanh nghiệp sản xuất thuốc generic giải quyết một số bệnh thông thường và một số bệnh mãn tính (chủ yếu là thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt, vitamin và khoáng chất). Theo Bộ Y tế, các cơ sở sản xuất thuốc chủ yếu đầu tư các dây chuyền sản xuất các dạng bào chế đơn giản mà rất hạn chế đầu tư, áp dụng công nghệ để sản xuất các dạng bào chế hiện đại. Thêm vào đó, tình trạng đầu tư trùng lặp các dây chuyền sản xuất thuốc đơn giản với giá trị thấp gây ra tình trạng cạnh tranh gay gắt về giá thuốc trên thị trường.

Đáng nói, phần lớn các doanh nghiệp chưa chú trọng chất lượng và hiệu quả của thuốc generic mà mới tập trung vào mặt tương đương bào chế. Chứng minh tương đương sinh học trong nước còn hạn chế. So sánh với các nước phát triển, như Mỹ, Nhật Bản, và nhiều nước châu Âu, thì thuốc generic để được cấp phép lưu hành phải sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn sản xuất cao và có chứng minh tương đương sinh học để thể hiện hiệu quả tương đương điều trị với thuốc biệt dược. Trong khi đó, Việt Nam hiện tại chỉ yêu cầu thử tương đương sinh học với 26 API (Thông tư 07/2022/TT-BYT) so với hàng nghìn API đang lưu hành.

Biểu đồ 6. So sánh kim ngạch nhập khẩu với quy mô thị trường dược phẩm

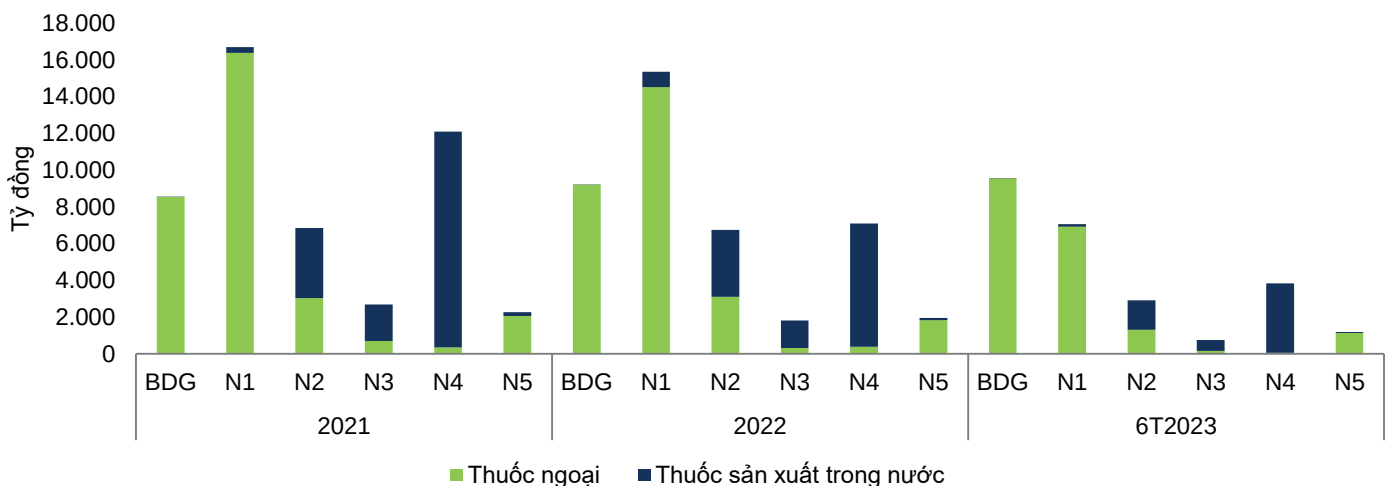


Nguồn: GSO, BYT, Fitch Solutions, FPTs Research

Do sản xuất trong nước không đáp ứng đủ nhu cầu nội địa, Việt Nam phải nhập khẩu thuốc biệt dược, thuốc chuyên khoa đặc trị (thuốc ung thư, tiểu đường...) và các dạng bào chế phức tạp. Thuốc ngoại thống lĩnh thị trường dược phân khúc cao; thị phần chiếm khoảng 50% về trị giá và 25% về số lượng. Ước tính tỷ lệ thuốc nhập khẩu trong giá trị trúng thầu thuốc kênh bệnh viện năm 2022 lên tới 77%, tỷ lệ này ở gói thầu biệt dược gốc và gói thầu generic nhóm 1 thậm chí lên tới gần 100%.

(Phụ lục 4)

Biểu đồ 7. Giá trị trúng thầu theo nhóm

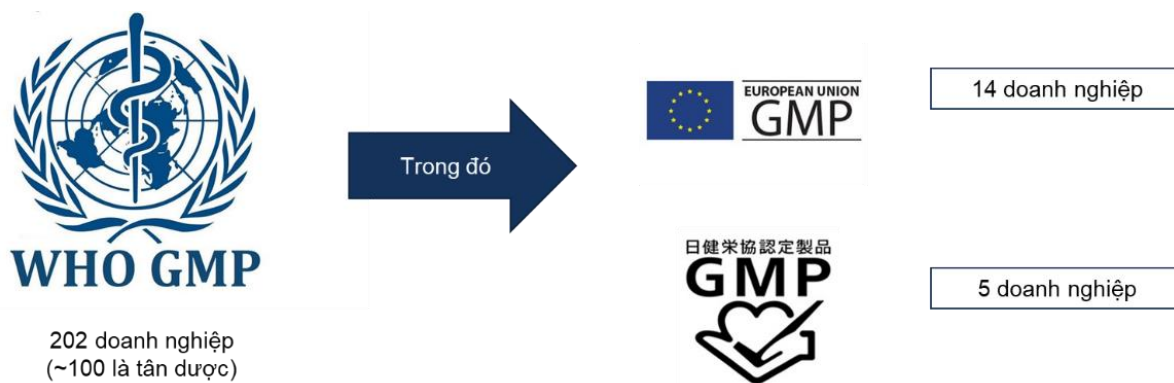


Nguồn: Cục Quản lý Dược (DAV), FPTs Research

2.2. Xu hướng đầu tư nhà máy tiêu chuẩn GMP cao

Tiêu chuẩn GMP/Thực hành sản xuất tốt (Good manufacturing practice - GMP) là bộ nguyên tắc, tiêu chuẩn áp dụng trong sản xuất thuốc, nguyên liệu làm thuốc nhằm kiểm soát các yếu tố có thể ảnh hưởng đến quá trình hình thành chất lượng sản phẩm. Bên cạnh WHO-GMP là yêu cầu tối thiểu các doanh nghiệp phải đạt được để sản xuất dược phẩm tại Việt Nam, hiện nay ngày càng nhiều doanh nghiệp nâng cấp lên tiêu chuẩn cao cấp như EU-GMP, Japan-GMP. Đây là các chứng nhận được cấp bởi các Cơ quan quản lý nghiêm ngặt, với những quy định và thông số kỹ thuật chặt chẽ hơn so với WHO-GMP.

Từ năm 2018, số lượng các doanh nghiệp sở hữu chứng chỉ tiêu chuẩn sản xuất cao cấp như EU-GMP, Japan-GMP đã tăng hơn gấp ba từ 6 doanh nghiệp lên hiện nay là 19 doanh nghiệp, tương ứng khoảng 10% doanh nghiệp sản xuất dược. Phổ biến nhất là EU-GMP vì mở ra cho doanh nghiệp khả năng xuất khẩu ra thị trường EU rộng lớn. Theo GMPC, chi phí đầu tư cho nhà máy EU-GMP cao hơn 40% so với nhà máy WHO-GMP, nên các nhà máy, dây chuyền đạt tiêu chuẩn này vẫn nằm trong tay của một số ít doanh nghiệp FDI và doanh nghiệp nội địa lớn.

Hình 3. Tiêu chuẩn sản xuất của các doanh nghiệp dược tại Việt Nam tháng 7/2023


Nguồn: DAV, FPTs Research

Việc sở hữu nhà máy tiêu chuẩn cao cấp, đặc biệt là EU-GMP và tương đương EU-GMP, kỳ vọng đem lại lợi thế lớn cho doanh nghiệp ở Việt Nam do (1) thuốc generic sản xuất trên dây chuyền EU-GMP và tương đương EU-GMP được tham gia dự thầu vào nhóm 1 (đối với sản phẩm có visa xuất khẩu) và nhóm 2 với mức giá cao hơn nhóm dưới và (2) khả năng nâng cao uy tín nhà sản xuất, lan tỏa sang các sản phẩm khác.

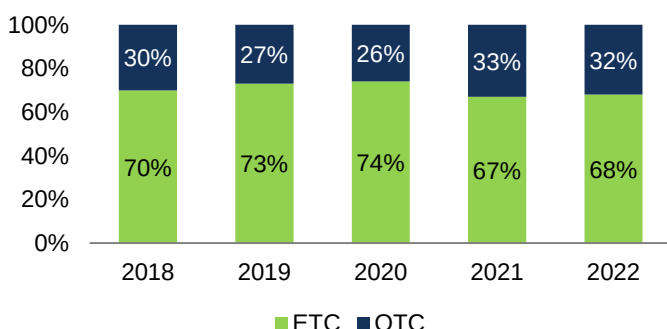
Với tiềm năng như vậy, ngày càng nhiều doanh nghiệp tham gia vào cuộc đua EU-GMP. Cụ thể, trong năm 2022, nhiều dự án nhà máy tiêu chuẩn tiên tiến được công bố, trong đó đáng chú ý:

Bảng 1. Một số dự án nhà máy tiêu chuẩn sản xuất tiên tiến trong năm 2022

Doanh nghiệp	Dự án	Tiêu chuẩn	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Giai đoạn đầu tư
DHG	Nhà máy Betalactam Hậu Giang	Japan/EU-GMP	627	2022 – 2024
DCL	Nhà máy Long An	EU-GMP	1.035	2022 – 2024
DBD	Nhà máy Nhơn Hội (thuốc viên Non betalactam và thuốc vô trùng thể tích nhỏ)	EU-GMP	963	2022 – 2026

Nguồn: FPTs Research

3. Hoạt động đầu ra: Kênh ETC là kênh phân phối chính yếu của ngành

Biểu đồ 8. Cơ cấu thị trường dược phẩm theo kênh phân phối


Nguồn: IQVIA, FPTs Research

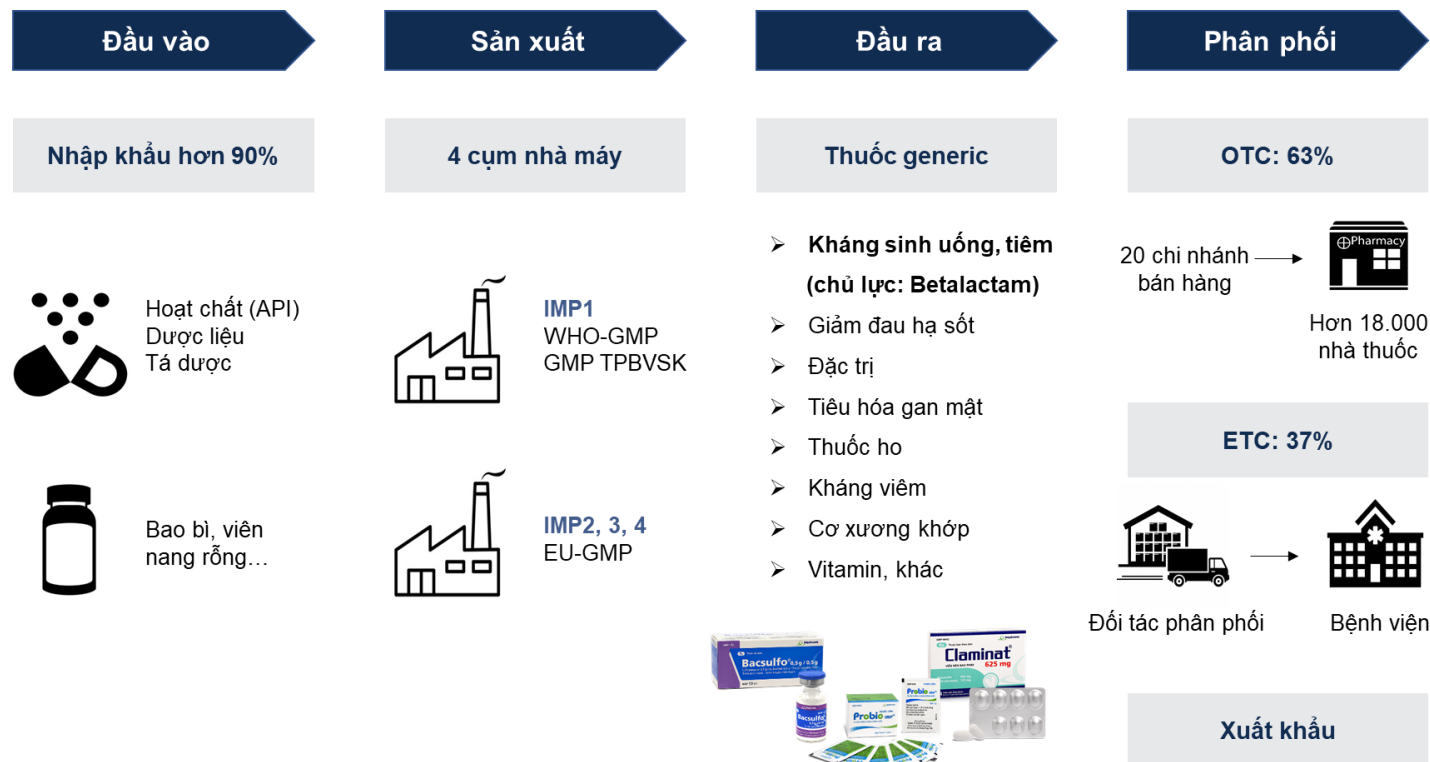
Tại Việt Nam, thuốc phải qua nhiều tầng lớp trung gian để từ nhà sản xuất hoặc nhà nhập khẩu đến tay người bệnh. Người bệnh trực tiếp mua thuốc từ kênh ETC (thuốc kê đơn, chủ yếu là kênh bệnh viện) hoặc kênh OTC (thuốc không kê đơn, chủ yếu là kênh nhà thuốc). Trong đó, kênh ETC là kênh phân phối chủ đạo khi chiếm 70% giá trị thị trường dược phẩm.

Kênh ETC kỳ vọng tiếp tục là kênh phân phối chính yếu khi tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế ngày càng tăng.

III. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH IMP

Do mảng hàng sản xuất đóng góp tới 97% cơ cấu doanh thu, tại báo cáo này, chúng tôi chỉ tập trung phân tích hoạt động sản xuất và kinh doanh các sản phẩm thương hiệu Imexpharm của doanh nghiệp.

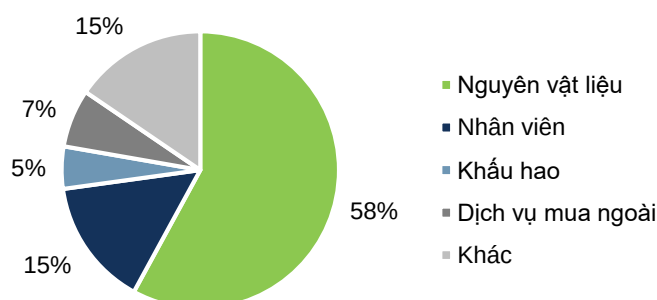
Hình 4. Chuỗi giá trị doanh nghiệp IMP 2022



Nguồn: IMP, FPTs Research

1. Đầu vào: Nguồn nguyên liệu phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu

Biểu đồ 9. Cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố 2022



Nguồn: IMP, FPTs Research

Nguyên liệu chiếm tỷ trọng khoảng 60% trong cơ cấu chi phí sản xuất của IMP. Các loại API là nguyên liệu chính IMP sử dụng, cùng với tá dược, dược liệu, viên nang rỗng, bao bì các loại như chai lọ, v.v...

Do ảnh hưởng từ đặc thù ngành, IMP nhập khẩu hơn 90% nguyên vật liệu đầu vào. Với chiến lược chú trọng chất lượng, IMP sử dụng các loại API và nguyên liệu chất lượng cao nhập khẩu chủ yếu từ châu Âu, ngoài ra còn có Trung Quốc và Ấn Độ. Hiện nay, IMP sử dụng API đạt CEP cho một số sản phẩm chủ lực của nhà máy EU-GMP. Đây là một chứng nhận được đánh giá cao ở Việt Nam, được cấp bởi Hội đồng châu Âu về Chất lượng thuốc.

(European Directorate for the Quality of Medicines & HealthCare – EDQM) xác nhận API tuân thủ với các quy định trong chuyên khảo của Dược điển châu Âu.

Do API có tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí của IMP, trong báo cáo này chúng tôi tập trung đánh giá yếu tố đầu vào API và ảnh hưởng đến doanh nghiệp.

Biến động giá API: Giá API chịu tác động từ nhiều yếu tố với những mức độ ảnh hưởng khác nhau đối với từng API. (Phụ lục 5)

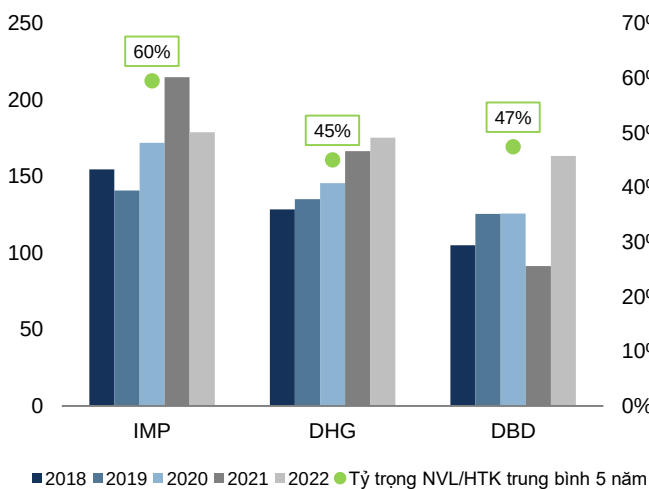
Nhìn chung, chúng tôi cho rằng trong 3 năm gần đây từ 2020 đến nay, đại dịch Covid và chính sách của Trung Quốc là yếu tố có tác động chi phối đến giá API. Nguyên nhân do Trung Quốc là nhà cung cấp API lớn nhất cho thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng, chiếm hơn 40% sản lượng API toàn cầu. Đồng thời đây là thị trường lớn cung cấp KSM (key starting materials – nguyên liệu ban đầu) cho ngành sản xuất API ở các nước.

Trong giai đoạn 2020 – 2022, giá API có xu hướng tăng do Trung Quốc thi hành chính sách zero-Covid và phong tỏa trên diện rộng, nhiều nhà máy phải đóng cửa tạm thời, chuỗi cung ứng đứt gãy và chi phí vận chuyển tăng.

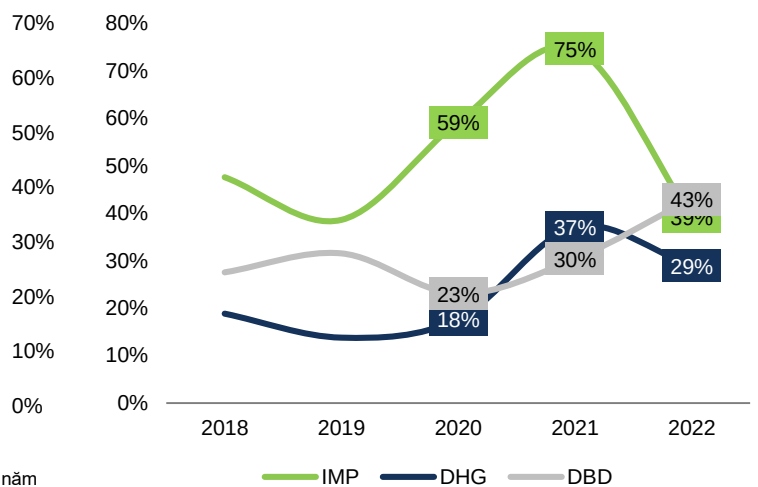
Chính sách tích trữ nguyên vật liệu của IMP: Để giảm thiểu tác động của biến động giá nguyên liệu, IMP áp dụng chính sách tích trữ nguyên vật liệu và ký hợp đồng ổn định giá với nhà cung cấp trong cả năm.

Chúng tôi nhận thấy có điểm tương đồng trong chính sách tích trữ nguyên vật liệu của IMP với một số doanh nghiệp cùng ngành khi so sánh số ngày tồn kho và tỷ trọng nguyên vật liệu/hàng tồn kho của các doanh nghiệp.

Biểu đồ 10. Số ngày tồn kho và tỷ trọng nguyên vật liệu/hàng tồn kho trung bình



Biểu đồ 11. Tỷ lệ nguyên vật liệu tồn kho/Giá trị nguyên vật liệu sử dụng



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPT Research

Xét về tương quan, IMP có tỷ lệ nguyên vật liệu tồn kho/giá trị nguyên vật liệu sử dụng trong năm cao hơn 2 đối thủ. Đáng lưu ý, năm 2020 và 2021 tỷ lệ này tăng mạnh lần lượt đạt 59% và 75% (1) chủ yếu vì dự trữ nguyên liệu trong bối cảnh giá API có chiều hướng tăng, hậu quả của đứt gãy chuỗi cung ứng do Covid và (2) vì đầu ra của IMP bị thu hẹp làm gián đoạn sản xuất. Từ tỷ lệ nguyên vật liệu/giá trị nguyên liệu sử dụng, chúng tôi ước tính trung bình IMP có đủ nguyên liệu để đáp ứng sản xuất liên tục trong 6 tháng, cao hơn DHG (3 tháng) và DBD (4 tháng). Thời gian lâu hơn cùng hợp đồng ổn định giá giúp IMP giảm áp lực chi phí đầu vào dự kiến tăng cao.

2. Sản xuất

2.1. Sở hữu nhà máy EU-GMP tạo nên lợi thế cạnh tranh

IMP sở hữu 4 cụm nhà máy sản xuất hoạt động theo tiêu chuẩn EU-GMP, WHO-GMP, và GMP trong sản xuất kinh doanh thực phẩm bảo vệ sức khỏe. Các nhà máy được đặt tại các tỉnh phía Nam. Cụ thể:

Bảng 2. Thông tin 4 cụm nhà máy của IMP

STT	Cụm nhà máy	Tiêu chuẩn	Nhà máy	Công suất
1	Imexpharm Đồng Tháp - IMP1	WHO-GMP	Nhà máy Non-Betalactam Nhà máy Penicillin uống	1.200 triệu đơn vị/năm 300 triệu viên/năm
		GMP	Nhà máy Thực phẩm bảo vệ sức khỏe	150 triệu đơn vị/năm
2	Imexpharm Vĩnh Lộc, TP.HCM - IMP2	WHO-GMP EU-GMP	Nhà máy Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc (Penicillin)	250 triệu đơn vị/ năm
3	Nhà máy CNC Betalactam Bình Dương - IMP3	WHO-GMP EU-GMP	Nhà máy Cephalosporin	17 triệu lọ và 200 triệu viên/năm
			Nhà máy Penicillin tiêm	8 triệu lọ/năm
4	Nhà máy CNC Bình Dương - IMP4	WHO-GMP EU-GMP	Nhà máy CNC Bình Dương	23,9 triệu lọ/năm

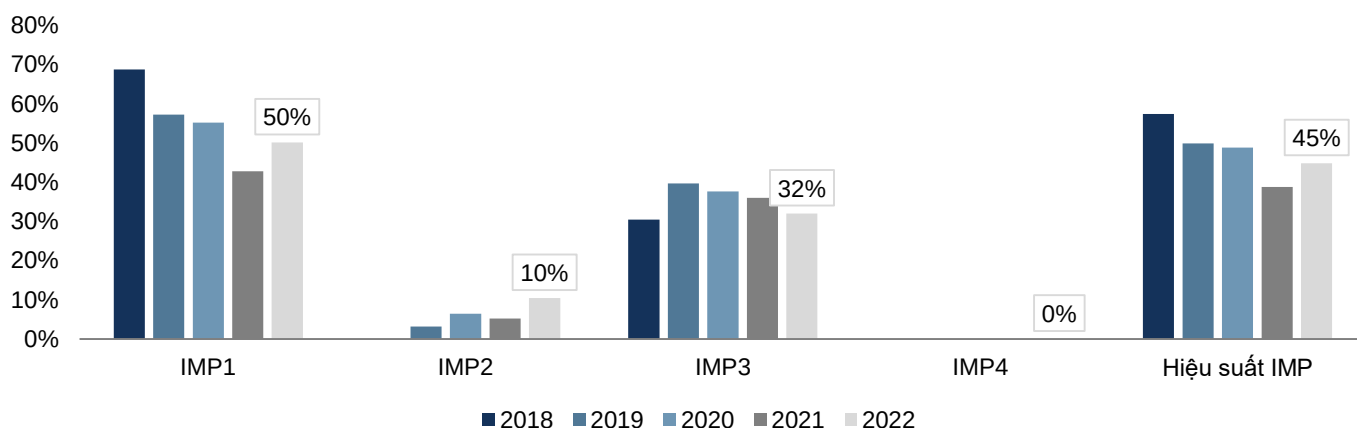
Nguồn: IMP, FPTs Research

Trong đó, nhà máy IMP1 sản xuất tất cả các nhóm sản phẩm của doanh nghiệp, ngoại trừ kháng sinh nhóm Cephalosporin và các loại kháng sinh tiêm, phục vụ kênh nhà thuốc. Ba nhà máy còn lại phục vụ đầu thầu bệnh viện, gồm: IMP2 và IMP3 với các sản phẩm kháng sinh Betalactam (Penicillin và Cephalosporin) và IMP4 bắt đầu đi vào hoạt động Q3/2022 với các sản phẩm thuốc tiêm, chủ yếu là kháng sinh Non-betalactam, và thuốc bột đông khô pha tiêm steriod và non-steriod.

Bắt đầu đầu tư nhà máy EU-GMP vào 2014 và đạt chứng nhận này lần đầu vào Q4/2016, IMP đang là doanh nghiệp sở hữu nhiều dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP nhất cả nước với 11 dây chuyền EU-GMP tại 3 nhà máy IMP2, IMP3 và IMP4.

Chúng tôi đánh giá đây là lợi thế của IMP khi chỉ có khoảng 10% doanh nghiệp trong nước đạt được. Thuốc sản xuất trên dây chuyền chuẩn EU-GMP được dự thầu gói thuốc generic nhóm 1 (đối với thuốc có visa xuất khẩu nước SRA) và nhóm 2 với mức giá bán cao hơn.

2.2. Hiệu suất sản xuất thực tế trên công suất thiết kế các nhà máy của IMP thấp

Biểu đồ 12. Hiệu suất IMP và các nhà máy


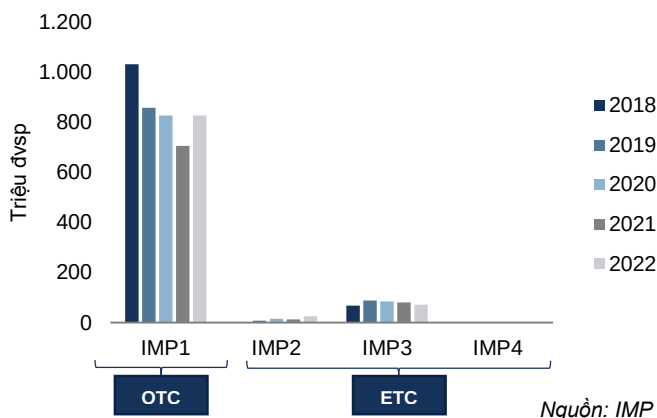
Nguồn: IMP, FPTs Research

Tuy có lợi thế sở hữu dây chuyền sản xuất EU-GMP nhưng IMP chưa thể huy động được tối đa công suất của các nhà máy EU-GMP. Đặc biệt là nhà máy IMP2, sau 4 năm hoàn thành và đạt EU-GMP, đến 2022 vẫn hoạt động cầm chừng ở khoảng 10% công suất.

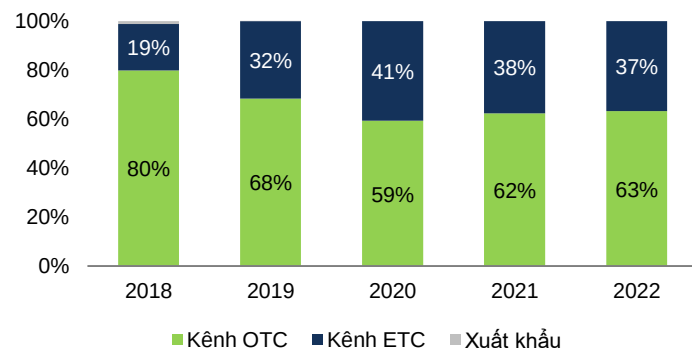
Lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ nguyên nhân đến từ (1) doanh nghiệp cần thời gian khoảng 2 năm để đăng ký thuốc và đấu thầu cho sản phẩm của nhà máy mới và (2) ảnh hưởng của dịch Covid-19 khiến doanh thu kênh ETC toàn ngành sụt giảm do người dân hạn chế đến bệnh viện, nhất là giai đoạn 2020 – 2021.

3. Hoạt động đầu ra

Biểu đồ 13. Sản lượng tiêu thụ các nhà máy IMP



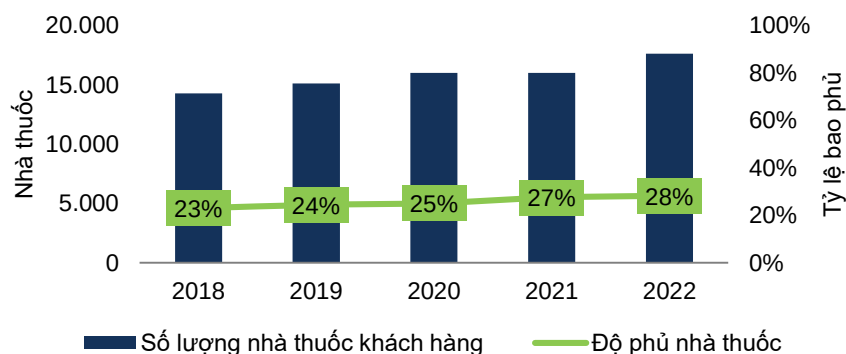
Biểu đồ 14. Cơ cấu doanh thu hàng sản xuất theo kênh phân phối



IMP phân phối thuốc sản xuất chủ yếu qua kênh OTC và kênh ETC. Kênh OTC là kênh phân phối chủ đạo khi chiếm 63% cơ cấu doanh thu hàng sản xuất năm 2022. Tại kênh OTC, doanh nghiệp tự phân phối các sản phẩm sản xuất tại nhà máy IMP1 tiêu chuẩn WHO-GMP với các dòng sản phẩm thương hiệu như thuốc kháng sinh Claminat, thuốc tiêu hóa Probio, thuốc ho Cedipect... Tại kênh ETC, doanh nghiệp chủ yếu phân phối các sản phẩm thuốc generic từ các nhà máy đạt EU-GMP.

3.1. Kênh OTC tăng trưởng chậm, chỉ tăng đột biến năm 2022 từ nền thấp trong dịch Covid

Biểu đồ 15. Số lượng nhà thuốc khách hàng và độ phủ nhà thuốc¹



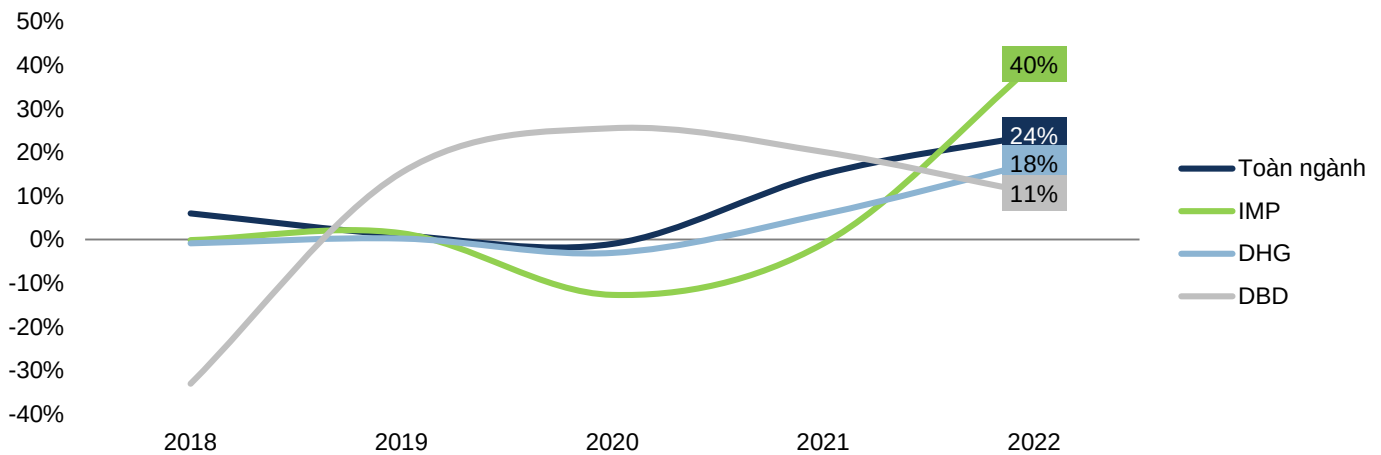
Nguồn: FPT Research

Doanh nghiệp tự phân phối sản phẩm kênh OTC qua hệ thống 20 chi nhánh bán hàng trải dọc cả nước, tập trung ở thị trường truyền thống là các tỉnh phía Nam (Phụ lục 6). Trình dược viên ở các chi nhánh bán hàng là người trực tiếp làm việc và giới thiệu sản phẩm cho nhà thuốc, quầy thuốc khách hàng. Chúng tôi ước tính IMP đang có khoảng 18.000 nhà thuốc khách hàng, tương ứng độ phủ khoảng 28%.

¹ Độ phủ nhà thuốc được tính bằng số nhà thuốc khách hàng/tổng số nhà thuốc trên toàn quốc

Doanh thu tăng trưởng âm do tác động của Covid-19, tăng trưởng mạnh 2022 do nền thấp giai đoạn dịch:

Biểu đồ 16. Tốc độ tăng trưởng doanh thu OTC yoy của toàn ngành và một số doanh nghiệp



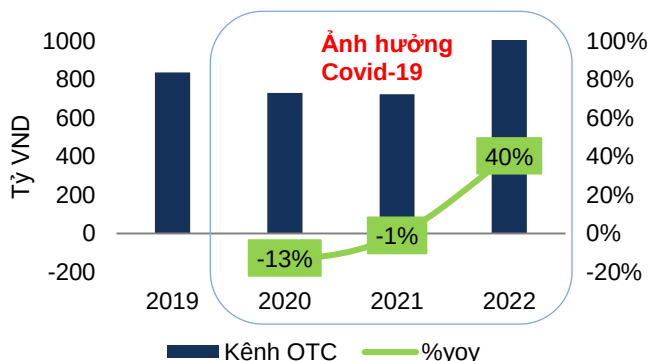
Nguồn: BCTN các doanh nghiệp, IQVIA, FPT S Research

Dịch Covid-19 tác động tiêu cực đến kênh OTC toàn thị trường. Năm 2020 doanh thu OTC cả ngành tăng trưởng -1%, năm 2021 tăng trưởng 15%, chủ yếu đến từ vật tư y tế phòng chống dịch (kit test nhanh Covid, khẩu trang, nước sát trùng) và các thuốc điều trị, giảm triệu chứng Covid. Tình hình Covid-19 được kiểm soát trong năm 2022 hỗ trợ kênh OTC cả ngành hồi phục 24% do nhu cầu thuốc khôi phục khi lệnh hạn chế đi lại được gỡ bỏ.

Trong nhóm doanh nghiệp so sánh, ngoại lệ có DBD tăng trưởng doanh thu OTC mạnh mẽ hai chữ số từ 2019 – 2022 (trước và sau dịch). Nguyên nhân do đây là giai đoạn DBD chuyển hướng thị trường, tập trung đẩy mạnh kênh nhà thuốc. Số lượng nhà thuốc khách hàng của DBD tăng nhanh chóng từ khoảng 5.000 lên gần 18.000 (tăng trưởng kép 2019 – 2022 ước đạt 53%/4 năm, so với 5% của IMP).

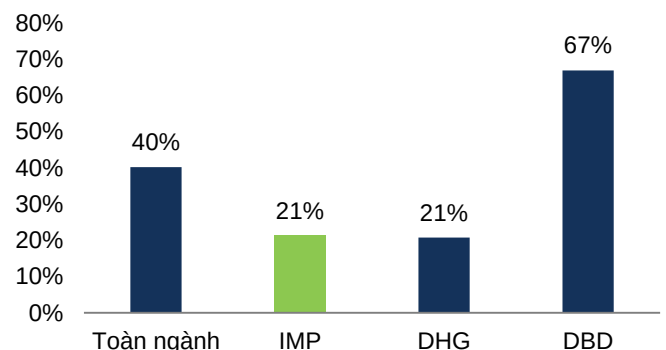
Doanh thu OTC của IMP liên tiếp ghi nhận tăng trưởng âm lần lượt -13% và -1% trong 2020 và 2021, sụt giảm mạnh so với toàn ngành. Nguyên nhân chính là các sản phẩm thuốc được hưởng lợi từ nhu cầu điều trị Covid tăng – thuốc kháng vi-rút, kháng viêm, hạ sốt – đều không phải thế mạnh của IMP. Bên cạnh đó, do điều kiện dịch và chủ trương tiết giảm chi phí, doanh nghiệp thu hẹp quy mô các hoạt động chăm sóc khách hàng kênh OTC và giảm chương trình khuyến mãi.

Biểu đồ 17. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu OTC 2019 – 2022



Nguồn: IMP, FPT S Research

Biểu đồ 18. Tăng trưởng doanh thu OTC 2022 so với trước dịch (2019)



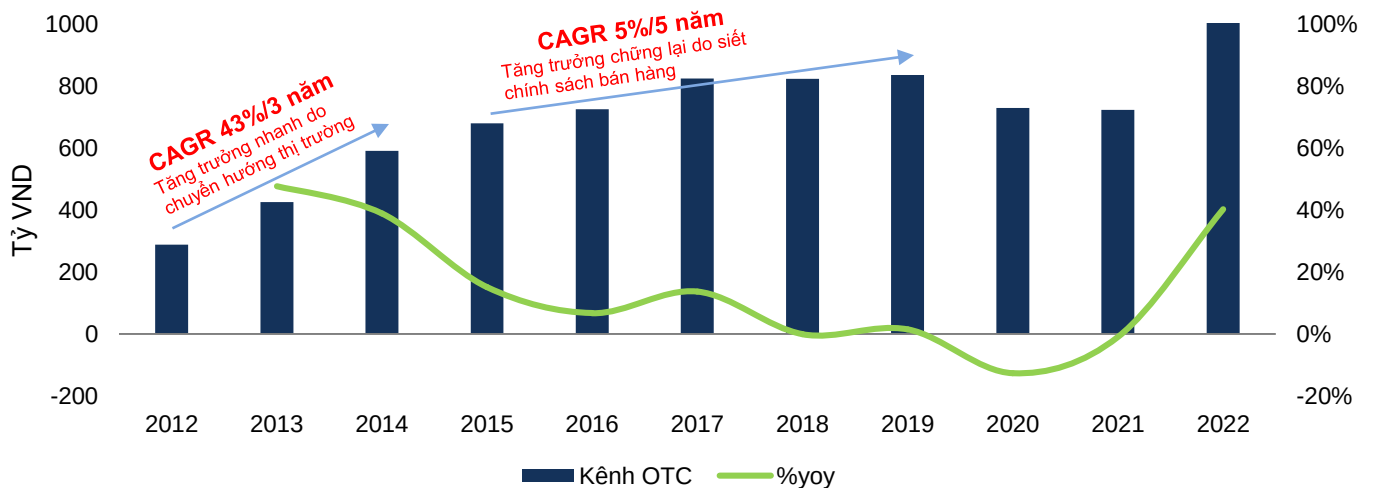
Nguồn: BCTN các doanh nghiệp, IQVIA, FPT S Research

Năm 2022 doanh thu OTC của IMP tăng 40% trên mức nền thấp của 2020 và 2021 tương ứng tăng trưởng 21% so với trước dịch. Mức tăng thấp hơn so với toàn ngành, tăng trưởng trong 2022 không đủ bù đắp mức giảm mạnh doanh thu OTC 2 năm trước đó.

Do giai đoạn 3 năm gần nhất kết quả kinh doanh kênh OTC chịu ảnh hưởng rất lớn của dịch Covid-19, chúng tôi sử dụng giai đoạn trước đó để đánh giá xu hướng tăng trưởng doanh thu kênh OTC của doanh nghiệp.

Doanh thu giai đoạn 2015 – 2019 tăng trưởng chậm chủ yếu do chính sách bán hàng thắt chặt:

Biểu đồ 19. Tăng trưởng doanh thu OTC 2012 – 2022

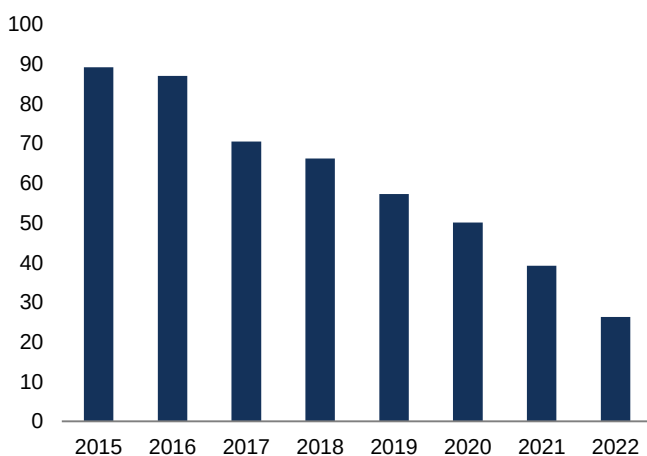


Nguồn: IMP, FPTs Research

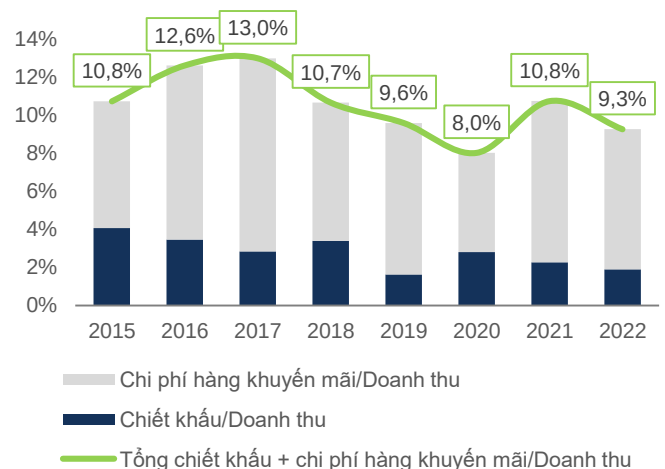
Sau giai đoạn tăng trưởng nhanh 2012 – 2014 (tăng trưởng kép 43%/3 năm) do IMP chuyển hướng sang kênh OTC để bù đắp cho kênh ETC sụt giảm (kênh ETC bị ảnh hưởng nghiêm trọng bởi thay đổi chính sách trong đấu thầu, Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC ưu tiên thuốc giá rẻ, dẫn tới cạnh tranh giá đặc biệt gắt gao ở nhóm 3, 4 trong khi thuốc của IMP ở phân khúc cao không thể cạnh tranh), tốc độ tăng trưởng doanh thu OTC chững lại 2015 – 2019 (tăng trưởng kép 5%/5 năm).

Nguyên nhân chủ yếu do doanh nghiệp áp dụng chính sách bán hàng thắt chặt với khách hàng OTC nhằm giảm rủi ro tín dụng. Cụ thể, IMP quy định hạn mức tín dụng cho các khách hàng OTC từ nửa cuối 2015 và thực hiện chính sách giảm số ngày phải thu OTC từ 2016. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá việc doanh nghiệp giảm ưu đãi cho khách hàng qua chiết khấu và hàng khuyến mãi cũng khiến doanh thu OTC tăng trưởng chậm.

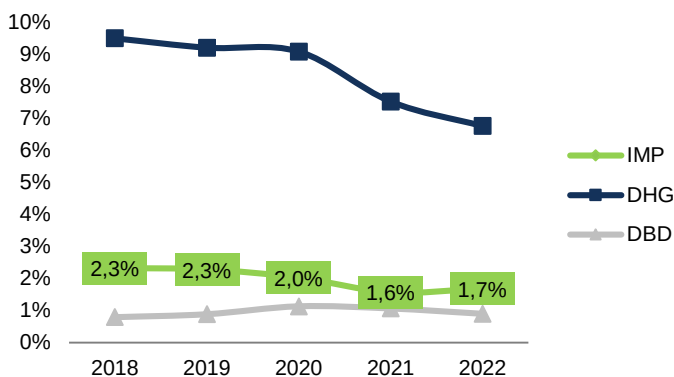
Biểu đồ 20. Số ngày phải thu OTC



Biểu đồ 21. Tỷ lệ một số chi phí liên quan đến hoạt động bán hàng/Doanh thu



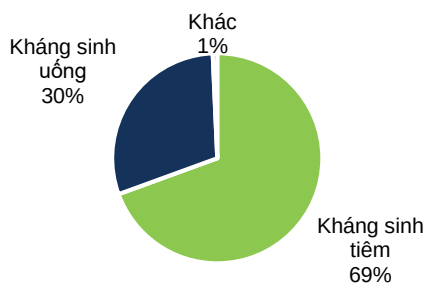
Nguồn: IMP, FPTs Research

Thị phần kênh OTC có sự giảm nhẹ:
Biểu đồ 22. Thị phần kênh OTC


Nguồn: BCTN các doanh nghiệp, IQVIA, FPTs Research

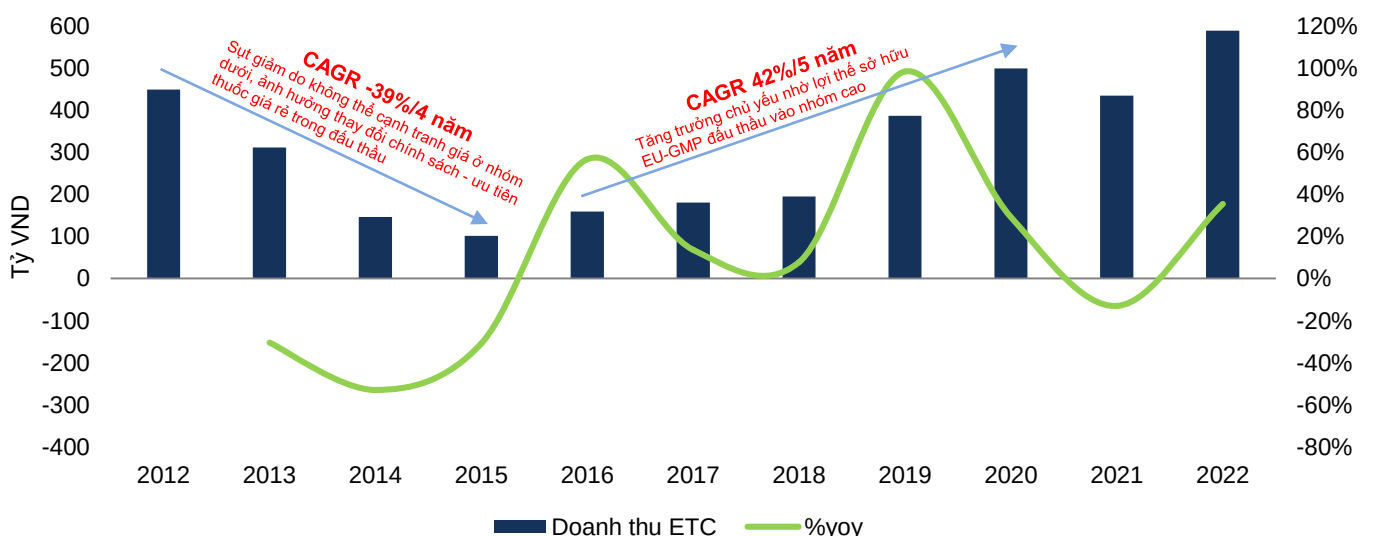
Thị phần kênh OTC của IMP giảm nhẹ từ 2,3% xuống 1,7%, giảm nhiều trong 2020-2021 và chưa hồi phục lại mức trước dịch trong 2022.

Đa số thuốc Non betalactam phân phối kênh OTC của doanh nghiệp là sản phẩm phổ thông, ít khác biệt nên đối mặt với cạnh tranh gay gắt với thuốc nhập khẩu và sự xuất hiện ngày càng nhiều của đối thủ trong nước. Trong khi đó, IMP áp dụng chính sách bán hàng thắt chặt là yếu tố chính khiến doanh nghiệp mất thị phần.

3.2. Kênh ETC tăng trưởng mạnh mẽ nhờ đấu thầu phân khúc giá cao với sản phẩm nhà máy EU-GMP
Biểu đồ 23. Cơ cấu giá trị trúng thầu theo nhóm sản phẩm 2022


Nguồn: Dữ liệu trúng thầu từ DAV, FPTs Research

Tại kênh ETC, IMP chỉ trực tiếp đấu thầu một phần, còn lại chủ yếu phân phối thông qua các đối tác ETC bằng hình thức “cắt lô” cho đối tác. “Cắt lô” là hợp đồng giữa nhà sản xuất và nhà phân phối, trong đó nhà phân phối bao tiêu sản phẩm thuốc của nhà sản xuất mà thị trường có nhu cầu, sau đó đem tiêu thụ. Sản phẩm IMP phân phối ở kênh ETC hầu hết là các sản phẩm kháng sinh generic sản xuất trên dây chuyền EU-GMP, trong đó xét về giá trị chủ yếu là kháng sinh tiêm chỉ phục vụ cho hệ bệnh viện.

Kênh ETC tăng trưởng đều đặn và mạnh mẽ:
Biểu đồ 24. Doanh thu và tăng trưởng doanh thu ETC 2012 – 2022


Nguồn: IMP, FPTs Research

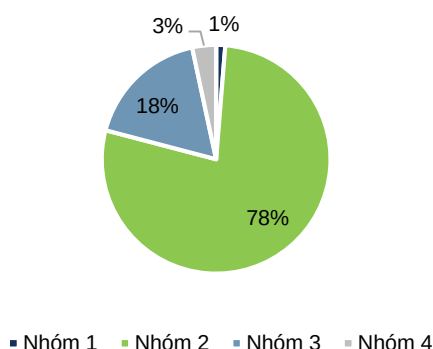
Từ khi có nhà máy EU-GMP, doanh thu ETC đều ghi nhận tăng trưởng qua các năm, trừ 2021 do ảnh hưởng chung của Covid người dân hạn chế đến cơ sở khám chữa bệnh. Doanh thu ETC tăng trưởng kép 42%/5 năm trong giai đoạn 2016 – 2020. Nguyên nhân doanh thu ETC tăng mạnh là do (1) doanh nghiệp đã qua giai đoạn đăng ký thuốc cho IMP3, tập trung đấu thầu thông qua đối tác và (2) sản phẩm nhà máy EU-GMP đấu thầu nhóm 1 và nhóm 2 có giá cao hơn. Đặc biệt, năm 2019 doanh thu ETC tăng 98% chủ yếu do khai thác tốt hơn các sản phẩm thuốc tiêm có giá trị cao ở nhà máy EU-GMP IMP3.

Chủ yếu đấu thầu nhóm 2, đấu thầu nhóm 1 rất giới hạn:

Chiến lược của IMP là dựa vào các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP để tham gia đấu thầu phân khúc giá cao thuốc nhóm 1 (với thuốc có visa xuất khẩu) và nhóm 2, cạnh tranh với doanh nghiệp nước ngoài và số ít doanh nghiệp trong nước đầu tư nâng cấp tiêu chuẩn sản xuất cao cấp.

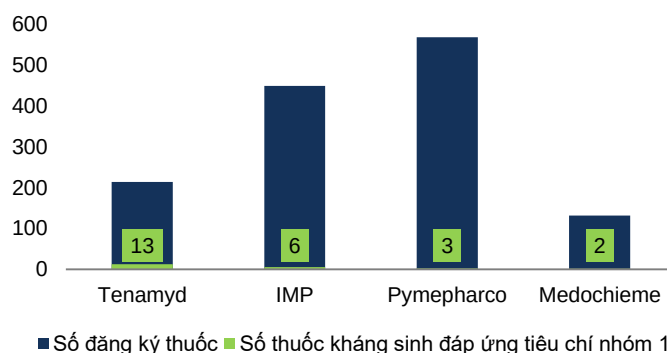
Hiện nay IMP chủ yếu đấu thầu vào nhóm 2. Đấu thầu nhóm 1, nhóm chất lượng và giá trị cao nhất trong gói generic, chiếm tỷ trọng nhỏ và kém khả quan khi có ít thuốc đáp ứng tiêu chí khắt khe được tham gia dự thầu nhóm 1 (6 thuốc). Lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ nguyên nhân là vì việc xin visa xuất khẩu châu Âu không thuận lợi do vướng rào cản kỹ thuật và rào cản chi phí, bao gồm chi phí đăng ký, duy trì giấy phép lưu hành...

Biểu đồ 25. Cơ cấu giá trị trúng thầu theo nhóm thuốc 2022



Nguồn: Dữ liệu trúng thầu từ DAV, FPTs Research

Biểu đồ 26. Các doanh nghiệp FDI và nội địa có thuốc kháng sinh đáp ứng tiêu chí nhóm 1



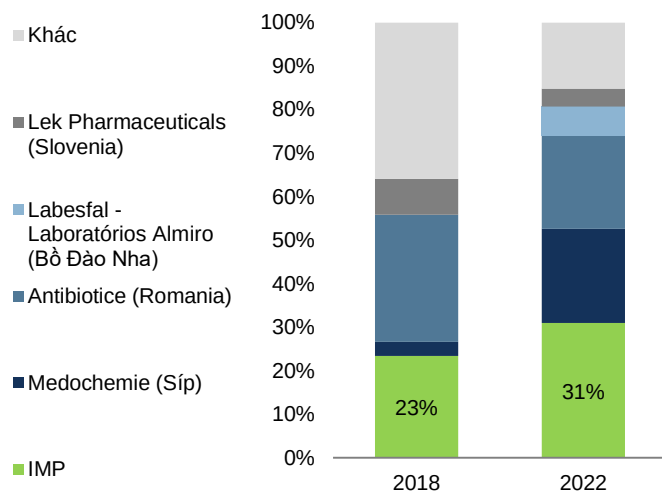
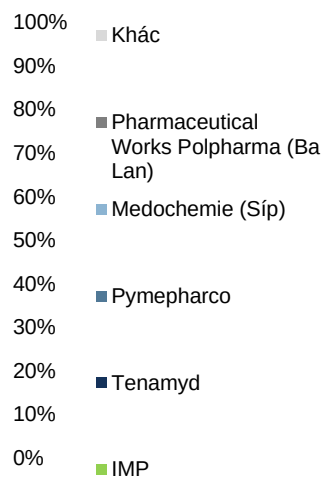
Nguồn: DAV, FPTs Research

Thị phần kháng sinh lớn, dẫn đầu phân khúc mục tiêu:

Thuốc kháng sinh Betalactam của IMP có sự hiện diện lớn ở kênh ETC, nằm trong nhóm dẫn đầu về thị phần thuốc Penicillin và Cephalosporin nhóm 1 và 2 thuốc generic (phân khúc mục tiêu của doanh nghiệp).

Thị phần Penicillin được cải thiện nhờ (1) xưởng Pencillin tiêm nhà máy IMP3 nâng công suất lên tối đa trong giai đoạn và (2) nhà máy IMP2 hoạt động từ 2019, sản xuất thuốc Penicillin uống theo chuẩn EU-GMP và đấu thầu vào bệnh viện. Doanh nghiệp đã dẫn đầu về thị phần Penicillin ở nhóm mục tiêu, chủ yếu là nhóm 2 do (1) IMP là doanh nghiệp trong nước duy nhất tập trung phân phối thuốc Penicillin tiêu chuẩn GMP cao ở kênh bệnh viện, (2) đã thống lĩnh nhóm 2 (2022: 80%) so với thuốc nhập khẩu từ Ấn Độ do có nhiều số đăng ký thuốc nhóm Penicillin tại Việt Nam hơn.

Thị phần Cephalosporin của IMP nằm trong nhóm dẫn đầu, nhưng vẫn đứng sau hai doanh nghiệp nội địa đã đầu tư GMP cao là Tenamyd và Pymepharco. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân chủ yếu là do IMP có ít số đăng ký thuốc Cephalosporin hơn và ít thuốc tiêm Cephalosporin nhóm 1 có giá trị cao so với Tenamyd.

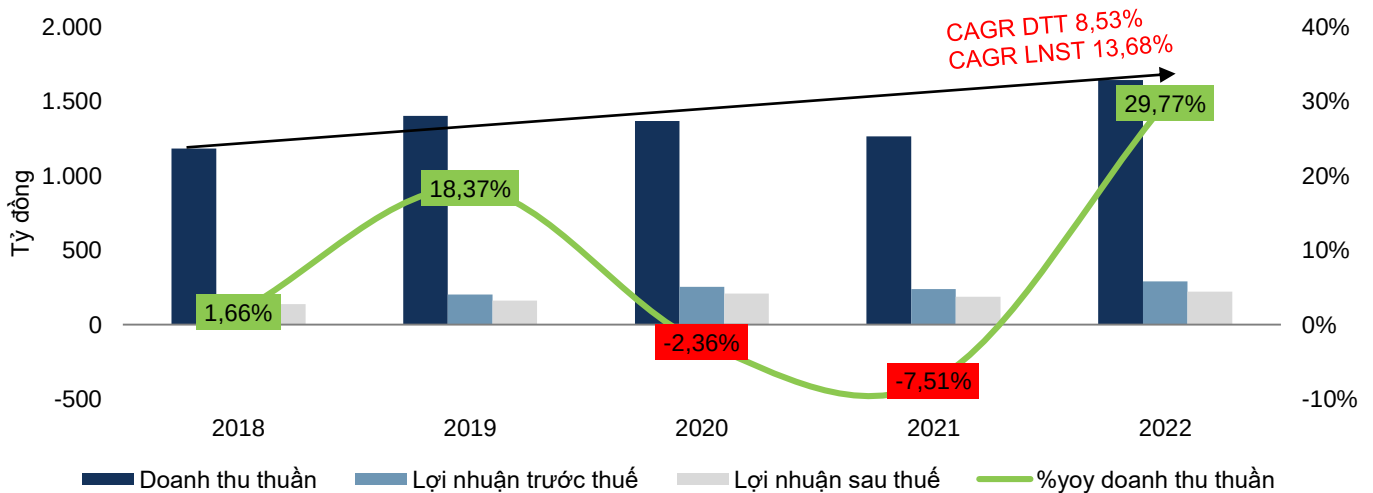
Biểu đồ 27. Thị phần Penicillin nhóm 1, 2

Biểu đồ 28. Thị phần Cephalosporin nhóm 1, 2


Nguồn: Dữ liệu trúng thầu từ DAV, FPTs Research

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH IMP

1. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ kênh ETC và có sự hồi phục mạnh mẽ vào 2022 trên nền thấp của năm 2021 từ ảnh hưởng của dịch Covid-19

Biểu đồ 29. Kết quả hoạt động kinh doanh



Nguồn: IMP

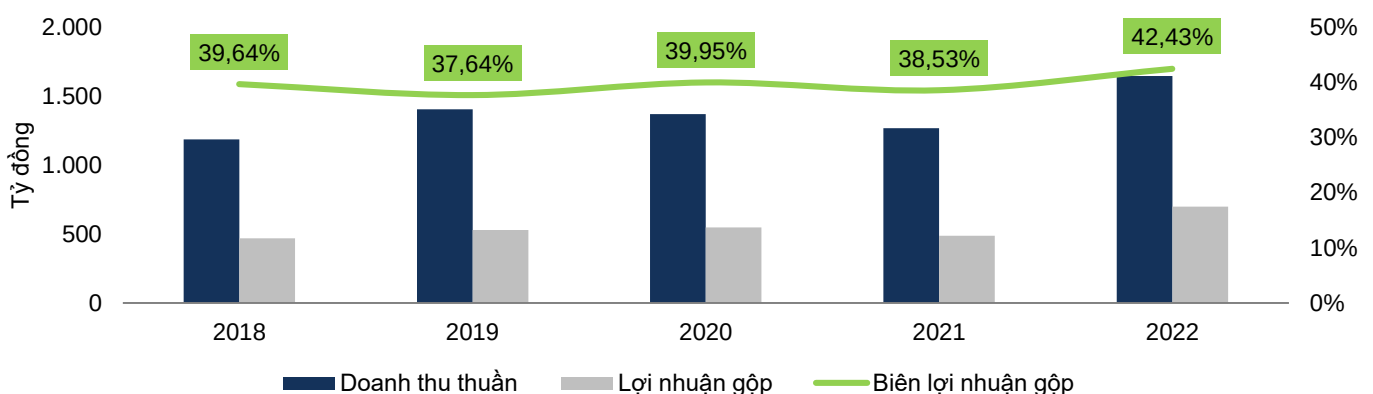
Doanh thu thuần IMP tăng trưởng đều đặn, trừ 2 năm 2020 và 2021 do tác động khách quan của đại dịch Covid-19. Tăng trưởng kép 5 năm doanh thu thuần đạt mức cao 8,53% giai đoạn 2018 – 2022, chủ yếu là do doanh thu tăng mạnh trong 2022. Động lực chính của tăng trưởng doanh thu đến từ việc kênh ETC của doanh nghiệp luôn ghi nhận tăng qua các năm (trừ 2021 do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đến các bệnh viện) nhờ nhà máy EU-GMP giúp đầu thầu vào phân khúc nhóm 1 và 2. Bên cạnh đó, kênh OTC được duy trì cũng mang lại sự ổn định cho doanh nghiệp trong giai đoạn.

Năm 2022 doanh thu tăng mạnh 29,77% so với cùng kỳ nhờ sự hồi phục đáng kể ở cả 2 kênh phân phối. Doanh thu ETC và OTC lần lượt tăng trưởng 35,52% và 40,23% yoy.

Lợi nhuận sau thuế ghi nhận tăng trưởng kép 5 năm đạt 13,68%, cao hơn của doanh thu thuần do (1) biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong 2022 do thay đổi cơ cấu danh mục sản phẩm và (2) doanh nghiệp không trích quỹ phát triển khoa học và công nghệ và cắt giảm được chi phí trong 2 năm dịch bệnh.

2. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ chính sách tích trữ nguyên vật liệu và tái cơ cấu danh mục sản phẩm

Biểu đồ 30. Biên lợi nhuận gộp

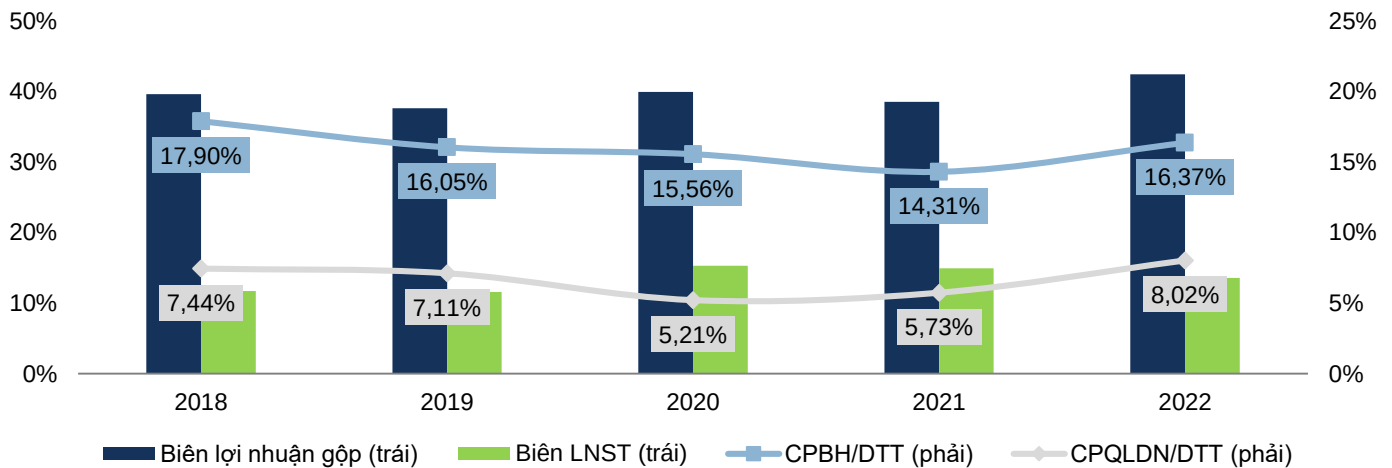


Nguồn: IMP

Biên lợi nhuận gộp của IMP ít biến động qua các năm, một phần nhờ chính sách tích trữ nguyên vật liệu đủ cho sản xuất trong 6 tháng và ký hợp đồng chốt giá với nhà cung cấp trong vòng 1 năm. Năm 2022, biên lợi nhuận gộp được cải thiện đạt 42,43% (+3,90 đpt yoy) do doanh nghiệp tái cơ cấu danh mục sản phẩm, tập trung vào các sản phẩm có biên cao. Biên lợi nhuận gộp mảng hàng sản xuất, mảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong 3 mảng kinh doanh, đạt 43,11% (+3,74 đpt yoy).

3. Tỷ lệ CPBH và CPQLDN/DTT có xu hướng giảm góp phần cải thiện tỷ suất lợi nhuận sau thuế

Biểu đồ 31. Ảnh hưởng của CPBH và CPQLDN lên biên lợi nhuận ròng

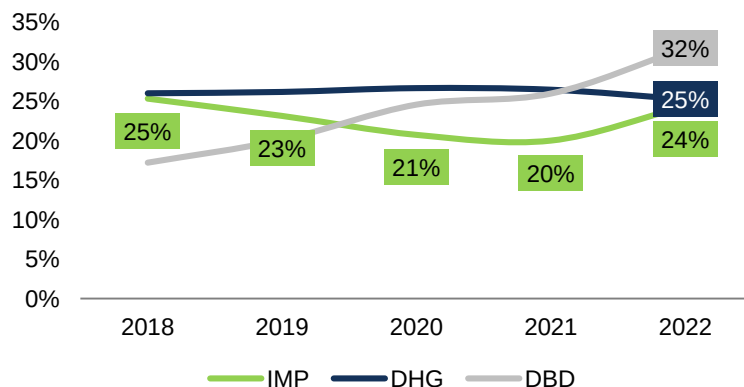


Nguồn: IMP

CPBH/DTT của IMP giảm nhẹ từ 17,90% xuống 16,37% (-1,53 đpt) do tiết giảm được một số loại chi phí. Tỷ lệ này ghi nhận mức giảm mạnh hơn vào 2 năm Covid, xuống 15,56% và 14,31% chủ yếu vì doanh nghiệp không tổ chức được các sự kiện, hội nghị tiếp thị sản phẩm.

CPQLDN/DTT tăng từ 7,44% lên 8,02% (+0,58 đpt). Năm 2022 IMP ghi nhận khoản xóa tạm ứng bất thường gần 31 tỷ (1,89% DTT) khiến chi phí quản lý doanh nghiệp tăng đột biến do không thu hồi được từ nhân viên. Nếu trừ đi khoản chi phí phát sinh này thì tỷ lệ CPQLDN/DTT sẽ còn 6,13% (tương ứng -1,31 đpt so với 2018). Xu hướng chung của tỷ lệ này là đi xuống chủ yếu vì kể từ 2020, doanh nghiệp không trích lập quỹ phát triển khoa học công nghệ lên tới 20 tỷ đồng mỗi năm (1-2% DTT).

Biểu đồ 32. CPBH và CPQLDN/DTT của các doanh nghiệp tân dược chuyên sản xuất hàng đầu

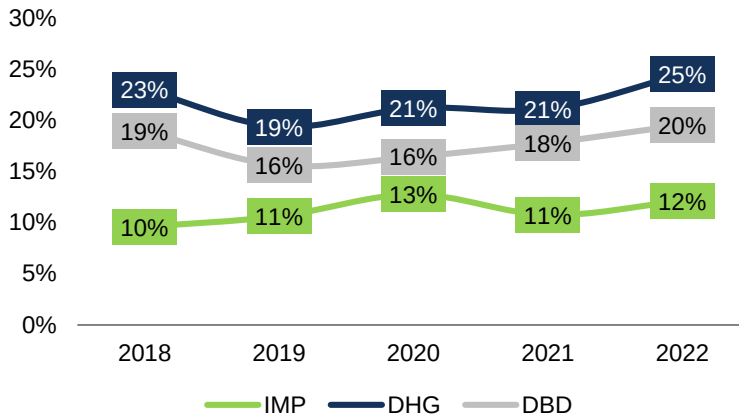


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

Từ 2018 – 2022, biên lợi nhuận sau thuế tăng nhẹ từ 11,71% lên 13,60% (+1,89 đpt). Bên cạnh lý do biên lợi nhuận gộp tăng thì một phần là nhờ khả năng quản lý chi phí của doanh nghiệp đã được cải thiện. Có thể thấy trong giai đoạn này, tỷ lệ CPBH và CPQLDN/DTT của IMP có chiều hướng giảm (năm 2022 = 22,5% nếu loại trừ khoản xóa tạm ứng bất thường), và doanh nghiệp đang quản lý chi phí tốt do tỷ lệ này thấp.

4. ROE thấp chủ yếu do chưa khai thác được tối đa các nhà máy mới

Biểu đồ 33. ROE của một số doanh nghiệp tân dược chuyên sản xuất hàng đầu

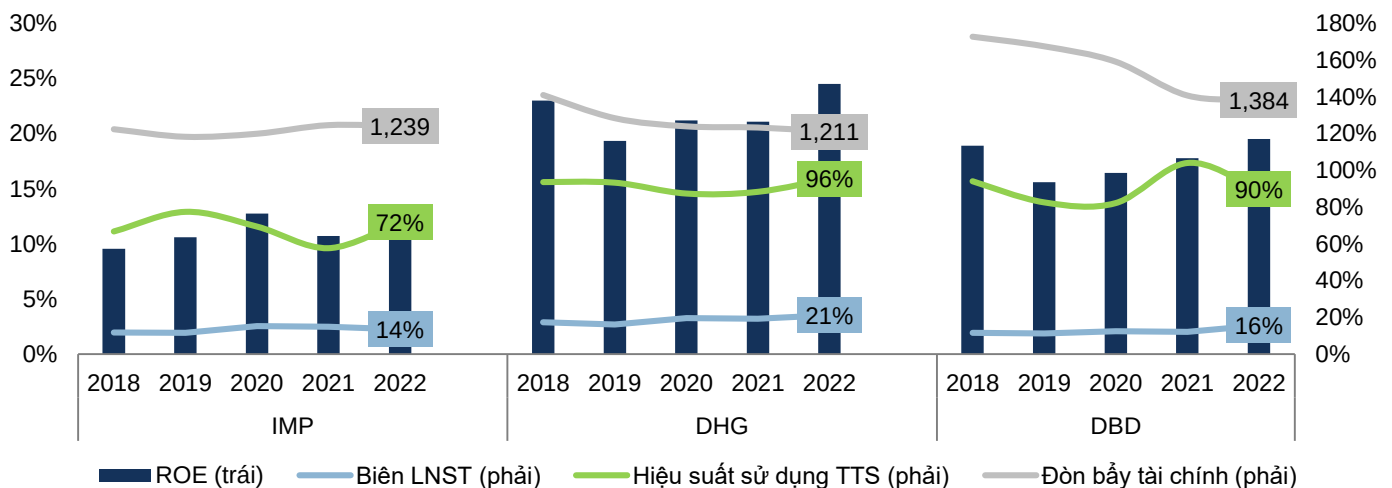


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

ROE của IMP năm 2022 đạt 12%, kém hấp dẫn so với đối thủ do hiệu suất sử dụng tài sản còn thấp. Đây chủ yếu là do doanh nghiệp chưa tận dụng được tối đa công suất nhà máy EU-GMP, và nhà máy IMP4 bị chậm trễ xét duyệt từ 2019-2022 (do lệnh giãn cách xã hội khiến chuyên gia châu Âu không thể đến thăm định nhà máy) và chỉ mới được đưa vào hoạt động Q3/2022.

Ngoài ra, ROE thấp do khả năng sinh lời của doanh nghiệp thấp hơn DHG và DBD, 2 doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong nhóm tân dược. (Phụ lục 7)

Biểu đồ 34. Phân tích Dupont



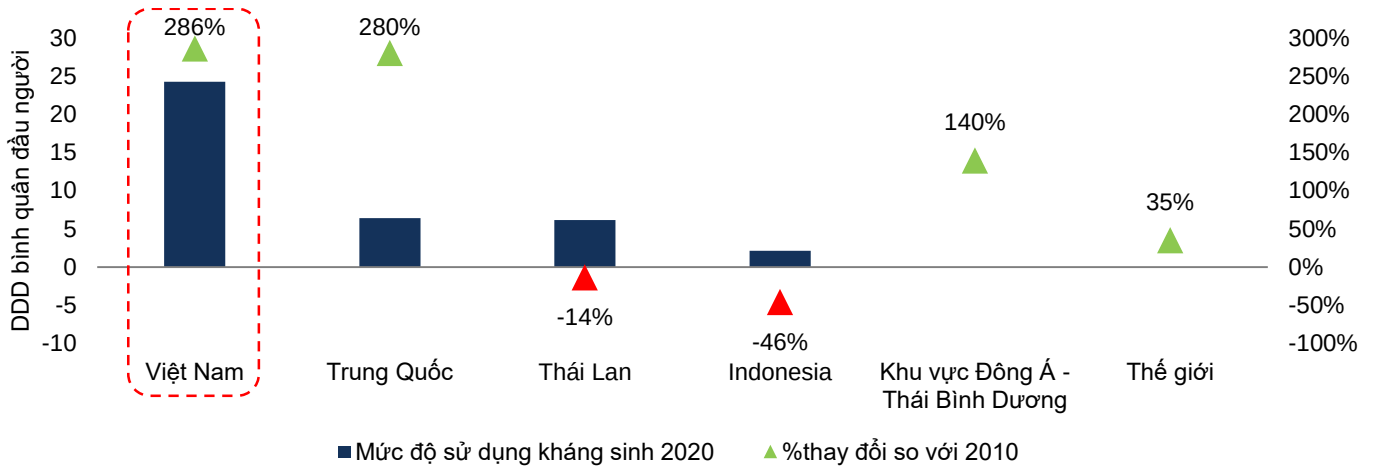
Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

V. TRIỂN VỌNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ DỰ PHÒNG

1. Động lực tăng trưởng từ mảng thuốc kháng sinh

1.1. Thị trường kháng sinh tiềm năng do nhu cầu sử dụng tăng

Biểu đồ 35. Mức độ sử dụng kháng sinh năm 2020 và %thay đổi so với 2010



Nguồn: CDDEP

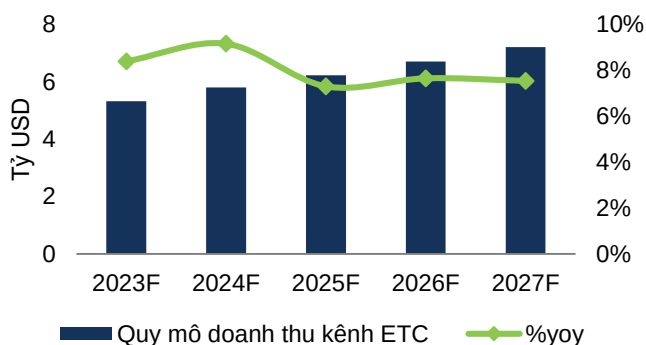
(Không có thông tin về giá trị mức độ sử dụng kháng sinh trung bình của khu vực và thế giới)

Theo WHO, kháng sinh là thuốc được tiêu thụ nhiều nhất ở Việt Nam, chiếm hơn 50% dược phẩm được sử dụng. Việt Nam là quốc gia có mức độ sử dụng kháng sinh cao, năm 2020 đạt 24,3 DDD trên đầu người, gấp gần 4 lần Trung Quốc. Tốc độ tăng trưởng kháng sinh sử dụng trên đầu người tại Việt Nam ở mức cao so với khu vực và thế giới. Năm 2020 tăng 286% so với 2010, tương ứng tăng trưởng kép 14%/10 năm.

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ kháng sinh trong nước sẽ tiếp tục tăng do (1) tỷ lệ kê đơn kháng sinh trong bệnh viện cao, trong đó gần 1/3 bệnh nhân nội trú kê kháng sinh không phù hợp (Trương Anh Thư và cộng sự, 2012) và (2) thói quen lạm dụng kháng sinh trong cộng đồng nhiều khả năng tiếp diễn. Mặc dù Bộ Y tế quy định kháng sinh là thuốc kê đơn, chỉ được bán khi có toa thuốc của bác sĩ, nhiều nhà thuốc lách luật do ảnh hưởng đến doanh số và các cơ quan quản lý khó kiểm soát việc tuân thủ và xử phạt. Tình trạng mua bán kháng sinh không kê đơn vẫn phổ biến; theo một khảo sát năm 2022, kháng sinh không có đơn chiếm 81,7% thuốc kháng sinh được bán ra (Nguyễn Thị Phương Thuy và cộng sự, 2022).

1.2. Nhiều thuận lợi phát triển kênh ETC nhờ nâng cao công suất hoạt động các nhà máy EU-GMP

Biểu đồ 36. Quy mô doanh thu kênh ETC



Nguồn: BMI

Theo dự phóng của BMI, kênh ETC sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 7,9%/5 năm và tiếp tục là kênh phân phối chủ đạo của ngành. Nguyên nhân là do thu nhập tăng, bảo hiểm y tế quốc gia nhân rộng, cơ sở hạ tầng chăm sóc sức khỏe cải thiện, và sự gia tăng của bệnh mãn tính.

Thuốc kháng sinh là một trong loại thuốc được sử dụng nhiều nhất trong bệnh viện, ước tính chiếm trên 20% về giá trị. Các nhóm thuốc kháng sinh phổ biến nhất kênh bệnh viện là Cephalosporin (chủ yếu là thế hệ 2 và 3), Penicillin, và Quinolones – chiếm hơn 70% giá trị. Đây cũng là các sản phẩm chủ lực của IMP.

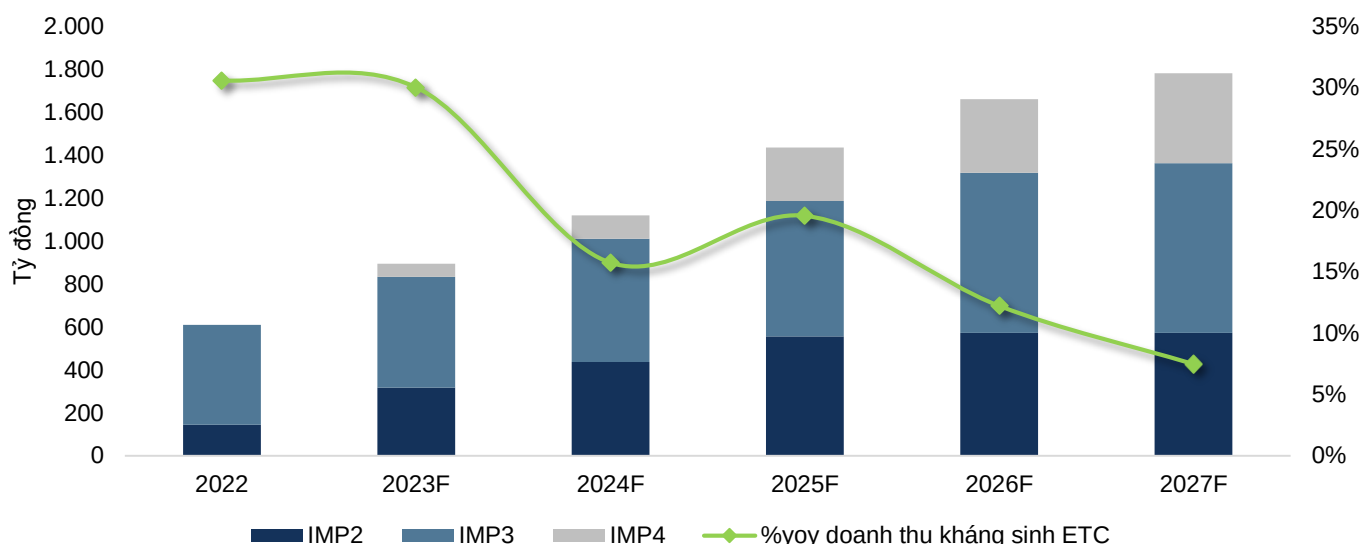
IMP có tiềm năng lớn phát triển kênh ETC phân khúc giá cao khi nâng được công suất sử dụng của các nhà máy EU-GMP, cụ thể là IMP2 và IMP4. Nhìn chung tình hình khai thác công suất các nhà máy này sẽ khả quan hơn trong các năm tiếp theo, do nhu cầu sử dụng tăng trong khi đầu ra ít cạnh tranh ở gói thầu generic nhóm 1 và 2.

Bảng 3. Dự phóng hiệu suất hoạt động nhà máy EU-GMP

Nhà máy	Sản phẩm	Hiệu suất hoạt động					
		2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
IMP2	Kháng sinh Peni uống	10%	20%	25%	30%	30%	30%
IMP3	Kháng sinh Cepha uống	32%	32%	32%	32%	35%	35%
	Kháng sinh Cepha và Peni thuốc bột pha tiêm						
IMP4	Kháng sinh Non Betalactam thuốc bột đông khô pha tiêm, dung dịch tiêm	0%	3%	5%	10%	13%	15%

Nguồn: FPTs Research

Biểu đồ 37. Dự phóng doanh thu kháng sinh nhà máy EU-GMP



Nguồn: FPTs Research

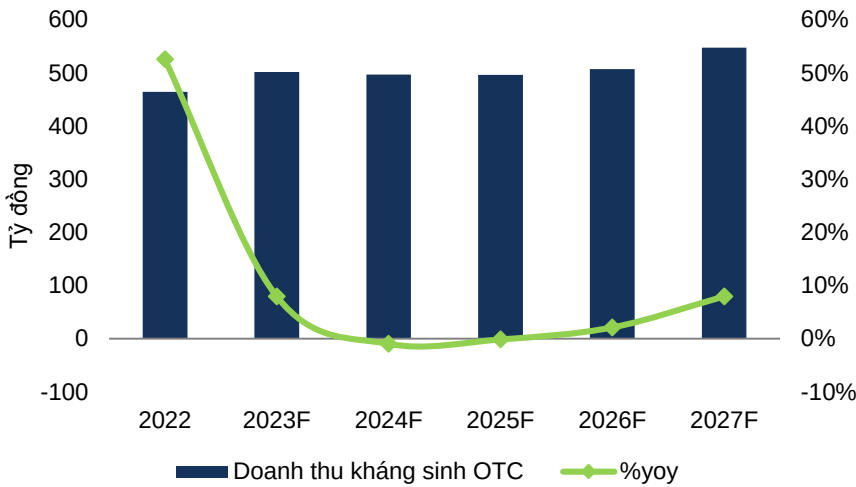
IMP2: Đã hoàn thành đăng ký thuốc cho nhà máy và được hỗ trợ bởi nhu cầu khám chữa bệnh phục hồi ở các bệnh viện. Qua trao đổi gần đây, lãnh đạo doanh nghiệp cho biết IMP2 đang hoạt động tối đa công suất. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá hiệu suất cả năm sẽ không đạt mức cao này căn cứ vào hiệu suất các nhà máy của IMP trong quá khứ.

IMP4: Nhà máy EU-GMP có vốn đầu tư lớn nhất của IMP, làm đa dạng thêm danh mục sản phẩm với các dòng thuốc tiêm Non betalactam có giá trị cao hơn so với các nhà máy trước. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, doanh nghiệp cần thời gian để nghiên cứu, đăng ký thuốc, đấu thầu, nên chưa thể phản ánh ngay lập tức vào doanh thu và lợi nhuận. Lãnh đạo của doanh nghiệp ước tính IMP4 cần khoảng 2 năm để thực hiện điều này.

Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu ETC của doanh nghiệp năm 2023 đạt 30% yoy, tăng trưởng kép 5 năm đạt 12%.

1.3. Kênh OTC tăng trưởng chậm lại do cạnh tranh gắt gao và tác động của chính sách bán hàng thắt chặt

Biểu đồ 38. Dự phóng doanh thu kháng sinh OTC



Kênh OTC nhiều khả năng không duy trì được tốc độ tăng trưởng mạnh của 2022 mà tăng trưởng chậm lại. Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng 2023 đạt 8% yoy, tăng trưởng kép 2% trong 5 năm.

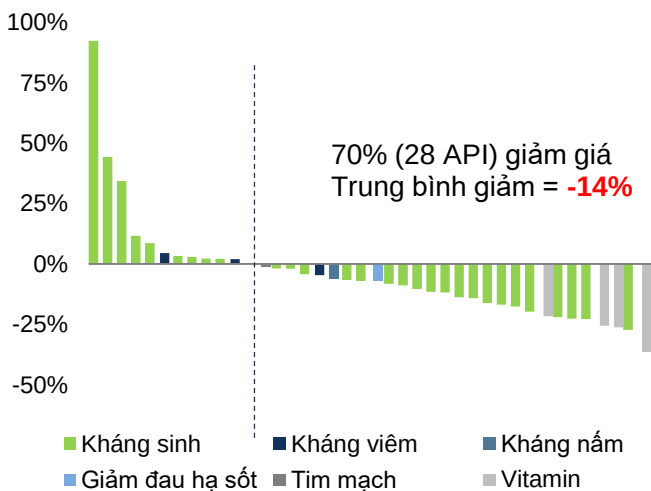
Nguyên nhân là (1) IMP đối diện sự cạnh tranh gay gắt trên kênh OTC do sản phẩm đơn giản ít khác biệt, (2) IMP tiếp tục siết chặt tín dụng với khách hàng và (3) IMP hiện tại chỉ có độ nhận diện cao ở phía Nam, việc mở rộng sự hiện diện tại các khu vực khác kém khả quan.

Nguồn: FPTs Research

2. Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ giá API hạ nhiệt

Trong nửa đầu 2023, giá nhiều API có dấu hiệu hạ nhiệt, chủ yếu là do chính sách mở cửa nền kinh tế của Trung Quốc phát huy tác dụng vào Q1/2023 giúp chuỗi cung ứng hồi phục.

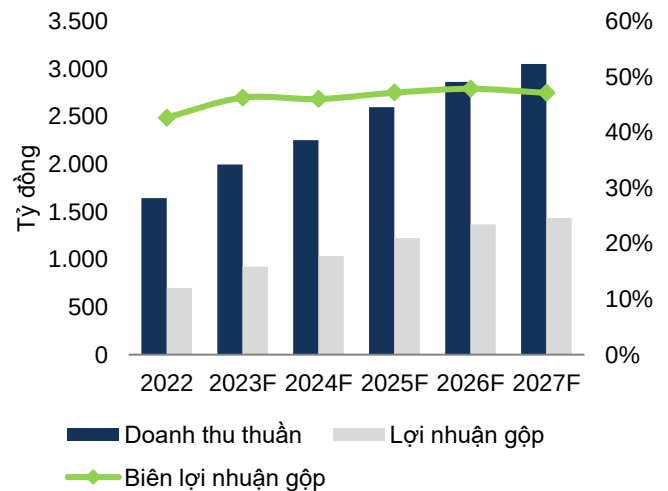
Biểu đồ 39. Biến động giá API nửa đầu 2023



Nguồn: Nguồn: Bộ Công thương, Qyobo, ChemAnalyst, FPTs Research

(Do hạn chế thông tin, FPTs chỉ thu thập dữ liệu giá 40 loại API phổ biến)

Biểu đồ 40. Dự phóng doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: FPTs Research

Sản phẩm từ nhà máy EU-GMP có giá trị cao. Trong giai đoạn dự phóng, các nhà máy EU-GMP IMP2 và IMP4 được nâng công suất và tăng sản lượng tiêu thụ, làm tăng giá bán trung bình của doanh nghiệp. Chúng tôi dự phóng trung bình giá bán tăng 10% trong 2023 chủ yếu nhờ IMP2 khai thác tích cực hơn và IMP4 bắt đầu tiêu thụ được các sản phẩm giá trị cao.

Thuận lợi từ đầu vào và đầu ra giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp doanh nghiệp. Chúng tôi dự phóng năm 2023 biên lợi nhuận gộp của IMP đạt 46,3% (+3,6 đpt yoy).

VI. RỦI RO HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào

IMP phụ thuộc tới hơn 90% nguyên vật liệu vào nhập khẩu. Doanh nghiệp sẽ không thể tránh khỏi những rủi ro tác động lên nguyên vật liệu do biến động tỷ giá, đứt gãy chuỗi cung ứng và việc Trung Quốc thắt chặt chính sách bảo vệ môi trường và tiêu chuẩn quy định sản xuất API.

2. Rủi ro cạnh tranh gia tăng do xu hướng nâng cấp lên EU-GMP và tương đương

Trong bối cảnh hiện tại của ngành dược, xu hướng nâng cấp tiêu chuẩn GMP cao là điều tất yếu, đặc biệt đối với doanh nghiệp có đủ tiềm lực về vốn. Năm 2022 đã chứng kiến nhiều dự án nhà máy EU-GMP hoặc tương đương được khởi công, trong nhóm doanh nghiệp niêm yết tiêu biểu có DHG, DCL, DHT. Trong trung và dài hạn đây sẽ trở thành một thách thức lớn đối với IMP. Khi sân chơi EU-GMP ngày càng đông đúc, mức độ cạnh tranh sẽ trở nên gay gắt và câu chuyện cạnh tranh về giá đã và đang xảy ra ở nhóm thuốc thấp hơn (nhóm 3, 4, 5 với tiêu chuẩn WHO-GMP) nhiều khả năng sẽ lặp lại.

3. Rủi ro chính sách

Hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào chính sách và các quy định pháp lý. Môi trường chính sách liên tục thay đổi, tiêu biểu là quy định về đấu thầu mua sắm thuốc trong bệnh viện cứ vài năm lại có thông tư thay thế hoặc sửa đổi. Điều này tiềm ẩn rủi ro thay đổi luật chơi theo hướng tiêu cực cho doanh nghiệp.

4. Rủi ro kháng kháng sinh

Thói quen lạm dụng thuốc kháng sinh dẫn đến hệ quả là tình trạng kháng kháng sinh ở Việt Nam đang ở mức báo động. WHO xếp Việt Nam vào nhóm các nước có tỷ lệ kháng kháng sinh cao nhất thế giới. Số lượng vi khuẩn kháng kháng sinh ngày càng gia tăng, trong đó, một vài loại siêu vi khuẩn đa kháng kháng sinh thậm chí kháng tất cả các kháng sinh đã xuất hiện. Kháng thuốc khiến người bệnh phải dùng các loại kháng sinh mạnh, kháng sinh thế hệ mới; nguy hiểm hơn là tất cả các loại kháng sinh không còn tác dụng trên vi khuẩn.

5. Rủi ro thanh khoản cổ phiếu thấp

Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày gần nhất của IMP là 37.357 cp/phiên, tương ứng với khoảng 0,06% cổ phiếu đang lưu hành.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá IMP bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu FCFE, chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF với trọng số 50:50. Giá trị cổ phiếu theo hai phương pháp có mức giá bình quân là **86.200** đồng/cp, cao hơn **26,7%** so với mức giá đóng cửa ngày 18/08/2023. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu IMP. ([Quay về](#))

Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
FCFE	86.108	50%
FCFF	86.225	50%
Bình quân	86.167	

1. Các giả định phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T8/2023	Giả định mô hình	T8/2023
Chi phí sử dụng VCSH	9,57%	Phần bù rủi ro thị trường	11,96%
WACC	9,19%	Tăng trưởng dài hạn	1,50%
Lãi suất phi rủi ro 5 năm	2,40%	Thời gian dự phóng	5 năm
Beta không đòn bẩy	0,58		

2. Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (đơn vị: triệu đồng)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của FCFE	1.350.025
(+) Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng	4.305.004
(+) Tiền mặt	88.845
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.743.875
Số lượng cổ phiếu	66.705.370
Giá mục tiêu	86.108

Tổng hợp định giá FCFF (đơn vị: triệu đồng)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp	5.757.816
(+) Tiền mặt	88.845
(-) Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	94.980
Giá trị vốn chủ sở hữu	5.751.681
Số lượng cổ phiếu	66.705.370
Giá mục tiêu	86.225

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	1.369	1.267	1.644	1.997
- Giá vốn hàng bán	-822	-779	-946	-1.073
Lợi nhuận gộp	547	488	697	924
- Chi phí bán hàng	-213	-181	-269	-339
- Chi phí quản lí DN	-71	-73	-132	-120
- Lợi nhuận khác	3	4	1	0
Lợi nhuận HĐKD	263	234	297	464
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-10	0	-6	-9
LN trước thuế, lãi vay	255	239	291	455
- Chi phí lãi vay	-4	-3	-3	-3
Lợi nhuận trước thuế	255	239	291	455
- Thuế TNDN	-46	-50	-68	-106
Lợi nhuận sau thuế	210	189	224	349
EPS (đ)	2.773	2.600	2.951	4.135

Khả năng sinh lợi	2020A	2021A	2022A	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39,9%	38,5%	42,4%	46,3%
Tỷ suất LNST	15,3%	14,9%	13,6%	17,5%
ROE DuPont	12,7%	10,7%	12,1%	17,3%
ROA DuPont	10,6%	8,6%	9,8%	14,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	18,7%	18,9%	17,7%	22,8%
LNST/LNTT	82,1%	79,2%	76,7%	76,7%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	0,69	0,58	0,72	0,82
Đòn bẩy tài chính	1,20	1,25	1,24	1,21

TK/đòn bẩy TC	2020A	2021A	2022A	2023F
Thanh toán hiện hành	2,83	2,88	2,89	3,04
Thanh toán nhanh	1,61	1,67	1,75	1,92
Thanh toán tiền mặt	0,43	0,94	1,02	1,19
Nợ / Tài sản	0,06	0,11	0,04	0,03
Nợ / VCSH	0,08	0,15	0,05	0,03
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,08	0,10	0,05	0,03
Nợ dài hạn / VCSH	0,00	0,05	0,00	0,00

CĐKT	2020A	2021A	2022A	2023F
Tài sản				
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	85	271	179	333
+ Các khoản phải thu	398	295	271	325
+ Hàng tồn kho	424	492	436	512
+ Tài sản ngắn hạn khác	11	5	7	8
Tổng tài sản ngắn hạn	982	1176	1104	1389
+ Nguyên giá TSCĐHH	841	901	937	1022
+ Khấu hao lũy kế	-414	-464	-521	-579
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	427	436	416	443
+ Đầu tư tài chính dài hạn	52	51	71	71
+ Tài sản dài hạn khác	37	38	33	33
Tổng tài sản dài hạn	1114	1118	1173	1200
Tổng tài sản	2096	2295	2277	2588
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	60	93	86	178
+ Vay và nợ ngắn hạn	131	172	95	71
+ Nợ ngắn hạn khác	5	6	7	8
Nợ ngắn hạn	347	409	382	457
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ	366	500	382	457
+ Thặng dư	507	507	507	507
+ Vốn điều lệ	667	667	667	734
+ LN chưa phân phối	205	197	265	435
+ Khác	2	2	2	2
Vốn chủ sở hữu	1730	1794	1894	2131
Tổng cộng nguồn vốn	2096	2295	2277	2588

Hiệu quả vận hành	2020A	2021A	2022A	2023F
Số ngày phải thu	78,84	83,81	53,09	51,09
Số ngày tồn kho	173,12	215,99	180,35	175,35
Số ngày phải trả	33,41	35,73	34,45	32,45
Thời gian luân chuyển tiền	218,19	264,07	199,00	194,00
COGS / Hàng tồn kho	1,94	1,58	2,17	2,10

IX. PHỤ LỤC

Phụ lục 1. Giải thích thuật ngữ ngành dược được sử dụng

Thuật ngữ	Định nghĩa
Tương đương EU-GMP	Tương đương EU-GMP là GMP do cơ quan quản lý dược các nước SRA ban hành. Phổ biến hiện nay có Japan-GMP
SRA (Stringent Regulatory Authorities)	Là các cơ quan quản lý dược được Tổ chức Y tế thế giới (WHO) phân loại thuộc danh sách SRA, bao gồm: - Thành viên ICH trước 23 tháng 10 năm 2015, bao gồm: Cơ quan Quản lý Dược và thực phẩm Mỹ (US-FDA), Cơ quan quản lý dược của các nước thuộc Liên minh Châu Âu (European Union), Cơ quan quản lý thuốc và các sản phẩm y tế của Vương quốc Anh (MHRA), Cơ quan quản lý dược và trang thiết bị y tế Nhật Bản (PMDA); - Thành viên quan sát của ICH trước ngày 23 tháng 10 năm 2015 bao gồm: Cơ quan quản lý Dược thuộc Hiệp hội thương mại tự do Châu Âu (EFTA- European Free Trade Association) với đại diện Cơ quan quản lý Dược Thụy Sĩ (Swissmedic) và Bộ Y tế Canada (Health Canada); - Thành viên có hiệp định liên kết, công nhận lẫn nhau với Thành viên ICH trước ngày 23 tháng 10 năm 2015 bao gồm: Úc, Ai xơ len, Liechtenstein và Na Uy.
Thuốc generic	Thuốc sao chép thuốc phát minh/biệt dược gốc (brand name), có chứa các hoạt chất và có tác dụng tương tự, được sản xuất và lưu hành thương mại sau khi thuốc gốc hết thời hạn bảo hộ độc quyền
Tương đương bào chế (Pharmaceutical equivalence)	Là các thuốc cùng chứa một loại hoạt chất (đối với thuốc đơn thành phần) hoặc cùng chứa một số loại hoạt chất (đối với thuốc đa thành phần), hoạt chất trong các thuốc giống hệt nhau và có cùng hàm lượng tính theo mol đồng thời các thuốc này có cùng dạng bào chế, cơ chế giải phóng hoạt chất như nhau, có cùng đường dùng và có tiêu chuẩn chất lượng tương đương nhau
Tương đương sinh học (Bioequivalence)	Hai thuốc được coi là tương đương sinh học nếu chúng là những thuốc tương đương bào chế hay là thể phẩm bào chế, và sinh khả dụng của chúng sau khi dùng cùng một mức liều trong cùng điều kiện thử nghiệm là tương tự nhau dẫn đến hiệu quả điều trị của chúng về cơ bản được coi là sẽ tương đương nhau
Sinh khả dụng (Bioavailability)	Là đặc tính biểu thị tốc độ và mức độ hấp thu của một dược chất hoặc nhóm chất có tác dụng vào tuần hoàn chung và sẵn có ở nơi tác động. Cũng có thể hiểu sinh khả dụng biểu thị mức độ và tốc độ của dược chất hoặc chất có tác dụng được giải phóng ra khỏi dạng bào chế và sẵn có ở tuần hoàn chung
Thuốc kháng viêm chứa steroid (Steroidal Anti-Inflammatory Drugs)	Steroid (viết tắt của corticosteroid) là thuốc có công dụng chống viêm, hoạt động như nội tiết tố cortisol, một loại hormone mà tuyến thượng thận sản xuất tự nhiên để cầm giữ hoạt động hệ miễn dịch bằng cách tạo ra các chất chống viêm. Thuốc chứa corticosteroid hoạt động theo cơ chế tương tự, nó làm chậm hoặc ngừng khởi phát quá trình viêm của hệ miễn dịch. Corticosteroid khác với steroid đồng hóa liên quan đến nội tiết tố nam mà một số vận động viên lạm dụng.
Thuốc kháng viêm không chứa steroid	Là thuốc có công dụng giảm đau, chống viêm, có hoặc không có hạ sốt, không có steroid trong cấu trúc (khác với nhóm kháng viêm corticosteroid có tác dụng phụ giữ

(Nonsteroidal Anti-Inflammatory Drugs (NSAIDs))

muối, nước). Một số thuốc kháng viêm không steroid thường gặp là aspirin, naproxen, diclofenac, ibuprofen...

Kháng kháng sinh (Antimicrobial resistance (AMR))

Kháng kháng sinh là một vấn đề nghiêm trọng trên toàn thế giới. Kháng kháng sinh xảy ra khi vi khuẩn không còn phản ứng với các loại thuốc được thiết kế để tiêu diệt chúng. Vi khuẩn, không phải con người hay động vật, trở nên kháng thuốc kháng sinh. Theo thời gian, một số vi khuẩn, được gọi là siêu vi khuẩn, đã thích nghi và học cách chống lại tác dụng của các loại thuốc được thiết kế để tiêu diệt hoặc ức chế chúng. Những vi khuẩn này có thể lây nhiễm sang người và động vật, và các bệnh nhiễm trùng do chúng gây ra khó điều trị hơn so với các bệnh do vi khuẩn không kháng thuốc gây ra.

Nguồn: BYT, FDA, Vinmec, Bệnh viện Nguyễn Tri Phương, WHO

Phụ lục 2. Hoạt động chính của các công ty liên kết và tỷ lệ sở hữu của IMP

Công ty liên kết	Hoạt động chính	Vốn điều lệ (triệu đồng)	Tỷ lệ sở hữu
CTCP Dược phẩm Agimexpharm	Sản xuất và bán buôn dược phẩm; gia công cho Imexpharm	203.048	32,99%
Công ty TNHH Dược phẩm Gia Đại	Đã ngừng hoạt động từ 2015	700	26%
CTCP Nghiên cứu Bảo tồn và Phát triển Dược liệu Đồng Tháp Mười (Mephydica)	Nghiên cứu, bảo tồn dược liệu và rừng tràm gió	16.163	23,56%

Nguồn: IMP, FPT Research

[\(Quay về\)](#)

Phụ lục 3. Một số sản phẩm của doanh nghiệp

Thuốc kháng sinh



Thuốc giảm đau hạ sốt



Thuốc đặc trị



Thuốc tiêu hóa gan mật



[\(Quay về\)](#)

Phụ lục 4. Tiêu chí kỹ thuật phân chia nhóm thuốc trong gói thầu generic

Tên nhóm	Tiêu chí	
	Tiêu chuẩn sản xuất	Tiêu chí khác
Nhóm 1		Biệt dược gốc hoặc sinh phẩm tham chiếu do Bộ Y tế công bố
	EU-GMP	Sản xuất toàn bộ tại các nước thuộc SRA hoặc EMA
	Tương đương EU-GMP	Sản xuất toàn bộ tại Việt Nam và được cấp phép lưu hành tại các nước thuộc SRA hoặc EMA
Nhóm 2	EU-GMP	
	Tương đương EU-GMP	
	PIC/S-GMP	Sản xuất tại nước thuộc PIC/S và ICH
Nhóm 3	WHO-GMP	Có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố
Nhóm 4	WHO-GMP	Sản xuất tại Việt Nam
Nhóm 5		Được cấp giấy đăng ký lưu hành hoặc giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam

Nguồn: Thông tư 06/2023/TT-BYT, FPTs Research

(Quay về)

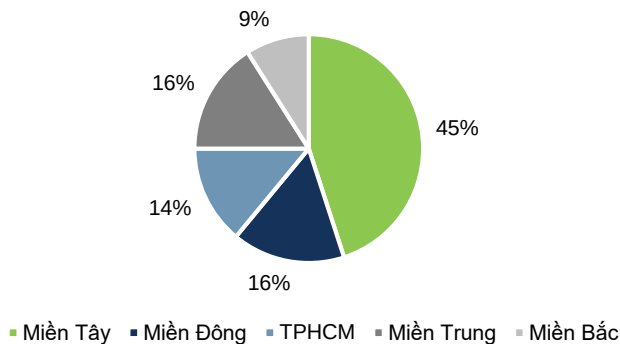
Phụ lục 5. Một số yếu tố tác động đến giá API

- **Chi phí nguyên liệu đầu vào:** Giá API tăng một phần đến từ sự tăng giá của KSM (như chất hóa học tổng hợp, thành phần thực vật và động vật, dầu mỏ, hàng hóa khác...). Tác động của chúng tới giá là khác nhau với mỗi loại API.
- **Tiêu chuẩn quy định:** Cơ quan quản lý sản phẩm y tế quốc gia cấp trung ương Trung Quốc (National Medical Products Administration – NMPA) nâng cao tiêu chuẩn nhằm tăng chất lượng và độ an toàn của các sản phẩm ngành dược.
- **Luật bảo vệ môi trường:** Chính phủ Trung Quốc ngày càng mạnh tay hơn trong vấn đề bảo vệ môi trường đối với ngành sản xuất API độc hại và gây ô nhiễm. Việc yêu cầu di dời hoặc đóng cửa các nhà máy và khu công nghiệp thường xuyên xảy ra. Theo Fitch Solutions, 145 doanh nghiệp API phải ngưng hoạt động trong 2017 do quy định môi trường khắt khe hơn. Năm 2018, Trung Quốc áp dụng thuế môi trường mới đối với nhà sản xuất API, và tiếng ồn cũng bị tính thuế hàng tháng. Chi phí môi trường tăng đã làm tăng giá thành sản xuất, và nhiều doanh nghiệp đã phải rời bỏ thị trường.
- **Covid-19:** Covid-19 mang tới những thách thức chưa từng có trên mọi lĩnh vực và có ảnh hưởng lớn đến thị trường API trong ngắn hạn. Từ đầu 2020, Trung Quốc phong tỏa trên diện rộng, nhiều nhà máy phải đóng cửa tạm thời, chuỗi cung ứng đứt gãy và chi phí vận chuyển tăng, nhiều API trở nên khan hiếm và giá cả leo thang. Tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng kéo dài đến cuối năm 2022 và đầu 2023, khi Trung Quốc từ bỏ chính sách zero-Covid khiến các ca nhiễm Covid tăng vọt.

(Quay về)

Phụ lục 6. Doanh nghiệp có sự hiện diện tập trung chủ yếu ở các tỉnh phía Nam

Mạng lưới phân phối của IMP chia làm 5 khu vực. Thị trường trọng điểm của doanh nghiệp vẫn là thị trường truyền thống - đồng bằng Sông Cửu Long. IMP có thương hiệu mạnh ở miền Nam và hệ thống phân phối tập trung ở khu vực này do có lịch sử phát triển lâu dài tại địa phương.

Cơ cấu doanh thu hàng sản xuất theo khu vực 2022

Số lượng các chi nhánh bán hàng theo khu vực

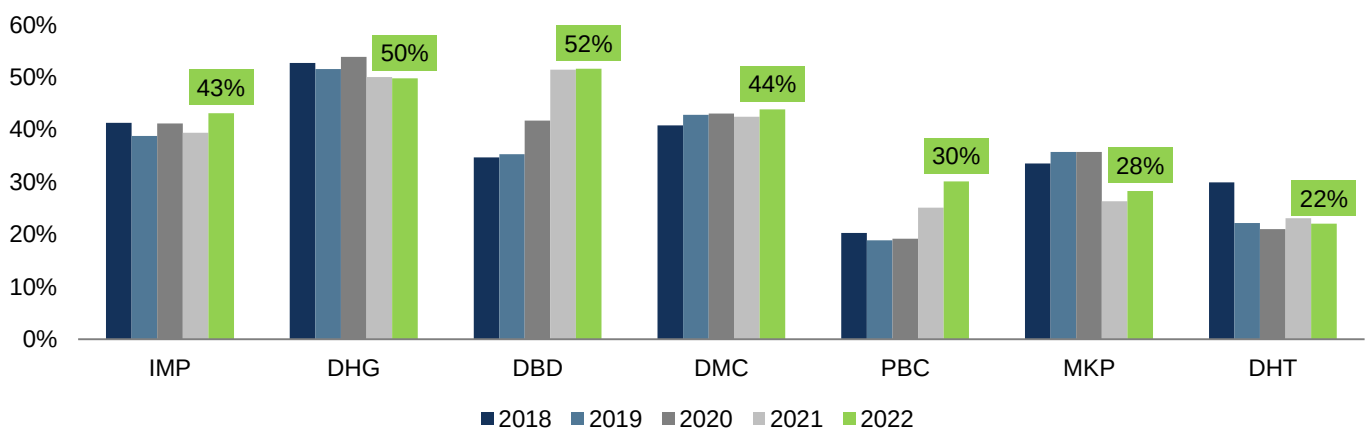
Khu vực	Số chi nhánh	Tỷ trọng
Miền Tây	8	40%
Miền Đông	4	20%
TPHCM	2	10%
Miền Trung	5	25%
Miền Bắc	1	5%
Tổng	20	

Nguồn: FPT Research

[\(Quay về\)](#)

Phụ lục 7. So sánh biên lợi nhuận gộp của một số doanh nghiệp tân được

IMP có biên lợi nhuận thuộc nhóm cao trong ngành, nhưng biên hàng sản xuất thấp hơn DHG, DBD, và DMC.

So sánh biên lợi nhuận gộp hàng sản xuất của một số doanh nghiệp tân được


Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

[\(Quay về\)](#)

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 01 cổ phiếu IMP, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888