

CTCP DƯỢC PHẨM IMP (HSX: IMP)

Kỳ vọng lợi nhuận hồi phục trong nửa cuối năm 2024

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY24	Q4-FY23	+/- (qoq)	Q1-FY23	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	491	608	-19%	479	2%
Lợi nhuận sau thuế	62	72	-14%	78	-20%
EBIT	82	96	-14%	101	-18%
Tỷ suất EBIT	16,8%	15,8%	1 pps	21%	-4 pps

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Q1-FY24: Kênh ETC duy trì đà tăng trưởng nhanh nhưng lợi nhuận tăng trưởng âm 20% do chi phí khấu hao từ nhà máy IMP 4

- Doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 491 tỷ đồng (+2% YoY) và 62 tỷ đồng (-20% YoY), tương ứng hoàn thành 21% và 18% kế hoạch đặt ra cho năm 2024. Ước tính doanh thu gộp kênh ETC và OTC lần lượt đạt 270 tỷ đồng (+52% YoY) và 260 tỷ đồng (-13% YoY).
- Biên ròng giảm 4 điểm phần trăm svck do phát sinh các chi phí khấu hao của nhà máy IMP 4 (đưa vào hoạt động từ 2H2023).

Triển vọng 2024E – 2025F: Tập trung vào kênh ETC sẽ đưa lợi nhuận trở lại quỹ đạo tăng trưởng

Dự phóng Q2-FY24, doanh thu thuần và LNST lần lượt là 500 tỷ đồng (+14% YoY) và 75 tỷ đồng (-6% YoY). Kênh ETC tăng trưởng dương hai chữ số bởi bệnh viện sẽ nhập hàng trở lại, sau khi giải phóng hàng tồn kho tích trữ từ Q4-FY23. Mặt khác, kênh OTC sẽ giảm nhẹ so với quý trước bởi thị trường nhà thuốc đang ở giai đoạn ổn định và Q2 thường là mùa thấp điểm của kênh này. Biên LNST cải thiện hơn so với quý trước khi các nhà máy gia tăng được công suất khai thác, bù đắp chi phí khấu hao phát sinh từ nhà máy IMP 4.

Cho năm 2024F, dự phóng doanh thu thuần và LNST của IMP lần lượt đạt 2.209 tỷ đồng (+11% YoY) và 325 tỷ đồng (+9% YoY), EPS tương ứng là 4.085 đồng. Nửa cuối năm là điểm rơi doanh thu cho các công ty dược phẩm bởi nhu cầu khám chữa bệnh tăng khi giao mùa và các kênh phân phối đẩy mạnh nhập hàng nhằm hưởng chính sách chiết khấu, biên lợi nhuận cải thiện hơn so với 6T2024 bởi chi phí khấu hao không còn nền thấp của cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ba quý cuối năm 2024 tăng 19%, đạt 263 tỷ đồng.

Cho năm 2025F, doanh thu thuần và LNST lần lượt đạt 2.412 tỷ đồng (+9% YoY) và 369 tỷ đồng (+13% YoY), EPS tương ứng là 4.633 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về triển vọng trong dài hạn đối với cổ phiếu IMP bởi sự đồng điệu giữa chiến lược phát triển của công ty và định hướng của cơ quan quản lý. Luật đấu thầu số 22/2023/QH15 có hiệu lực kể từ đầu năm 2024 giúp IMP bổ sung 12 sản phẩm thuốc vào danh sách thuốc được ưu tiên đấu thầu tại nhóm 1 và 2, mở ra cơ hội gia tăng thị phần trên kênh bệnh viện (ETC) cho công ty. Bối cảnh này giúp IMP gia tăng sản lượng tiêu thụ khi đang dẫn đầu về số lượng dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP, qua đó cải thiện khả năng sinh lời theo thời gian khi gia tăng tỷ trọng kênh ETC, kênh có biên lợi nhuận cao hơn kênh OTC. Trong khi đó, IMP định hướng duy trì các khách hàng hiện có trên kênh OTC.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE (60%) và P/B (40%) để xác định giá mục tiêu một năm cho IMP là **87.100 VNĐ/cổ phiếu**. Tỷ trọng cao của phương pháp FCFE thể hiện quan điểm đầu tư về dài hạn dành cho cổ phiếu này. Kết hợp cổ tức tiền mặt **1.000 VNĐ**, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 8% dựa trên giá đóng cửa ngày 10/07/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** dành cho IMP.

TÍCH LŨY +8%

Giá thị trường (VNĐ)	81.500
Giá mục tiêu (VNĐ)	87.100

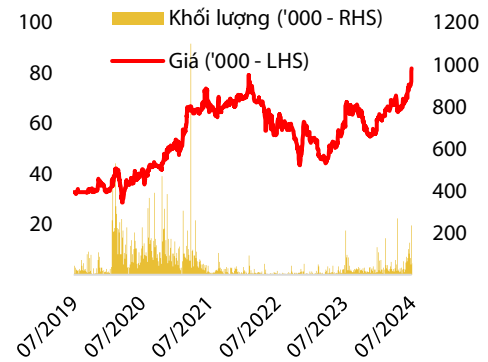
Cổ tức tiền mặt 1.000 VNĐ/cổ phiếu

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	5.642
SLCPDLH (triệu CP)	70,0
KLGD bình quân 20 phiên	71,16
Free Float (%)	49
Giá cao nhất 52 tuần	80.600
Giá thấp nhất 52 tuần	54.800
Beta	0,42

	FY2023	Hiện tại
EPS	3.637	3.500
Tăng trưởng EPS (%)	23	N.A
P/E	15,6	20,1
P/B	1,3	2,6
EV/EBITDA	10,4	12,5
ROE (%)	14,4	13,9

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

SK Investment	47,67
Vinapharm	22,03
CTCP Đầu tư Bình Minh Kim	9,75
CTCP Đầu tư KBA	7,37
Khác	13,18
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	25,32

Cao Ngọc Quân

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

quan.cn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q1/2024

(Tỷ đồng)	Q1-FY24	Q4-FY23	+/- (qoq)	Q1-FY23	+/- (yoy)
Doanh thu	491	608	-19,2%	479	2,5%
Lợi nhuận gộp	181	205	-12,1%	231	-21,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	98	109	-10,1%	130	-24,6%
Thu nhập HĐKD	82	96	-14,4%	101	-18,2%
EBITDA	109	123	-11,2%	116	-5,9%
EBIT	82	96	-14,4%	101	-18,2%
Chi phí tài chính	6	9	-34,7%	6	-8,8%
- Chi phí lãi vay	0	1	-59,6%	0	-15,7%
Khấu hao	27	26	0,6%	15	76,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	78	91	-14,9%	99	-21,5%
Lợi nhuận sau thuế	62	72	-14,4%	78	-20,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	62	72	-14,4%	78	-20,4%

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2024

Chỉ tiêu	Q1-FY24	Q4-FY23	+/- (qoq)	Q1-FY23	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi					
TS lợi nhuận gộp	36,8%	33,8%	3 pps	48,2%	-11 pps
EBITDA/Doanh thu	22,2%	20,2%	2 pps	24,1%	-2 pps
EBIT/Doanh thu	16,8%	15,8%	1 pps	21,0%	-4 pps
TS lợi nhuận ròng	12,6%	11,9%	1 pps	16,2%	-4 pps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	12,6%	11,9%	1 pps	16,2%	-4 pps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
Vòng quay hàng tồn kho	1,8	2,2	-0,4	2,1	-0,3
- Vòng quay khoản phải thu	6,0	8,0	-2,1	6,5	-0,6
- Vòng quay khoản phải trả	6,0	5,5	0,4	3,6	2,3
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	15,2%	14,8%	0,45 pps	20,0%	-5 pps

Nguồn: CTCK Rồng Việt | (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2024

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY24	+/- qoq	+/- yoy	Luận điểm Q2/2024:
Doanh thu	500	2%	14%	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu kênh OTC giảm nhẹ so với quý trước khi kênh nhà thuốc đi vào giai đoạn ổn định và Q2 thường là mùa thấp điểm trong năm, dự phóng đạt 250 tỷ đồng (-4% QoQ và +11% YoY). Bệnh viện nhập hàng trở lại sau khi giải phóng hàng tồn kho được tích trữ từ Q4-FY23 là động lực để kênh ETC duy trì tăng trưởng. Dự phóng doanh thu ETC đạt 300 tỷ đồng (+49% YoY). Tỷ lệ chiết khấu thương mại duy trì tỷ lệ 10% doanh thu gộp như ba quý gần nhất. Qua đó, doanh thu thuần đạt 500 tỷ đồng (+14% YoY). LNST tiếp tục tăng trưởng âm nhưng thu hẹp so với Q1-FY24 bởi các chi phí của nhà máy IMP 4 (6T2023: chưa phát sinh) và cải thiện so với quý trước bởi các nhà máy gia tăng được công suất. Qua đó giúp cho biên lợi nhuận ròng cải thiện so với quý trước.
Lợi nhuận gộp	190	5%	-2%	
EBIT	95	15%	-2%	
LNST	75	21%	-6%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

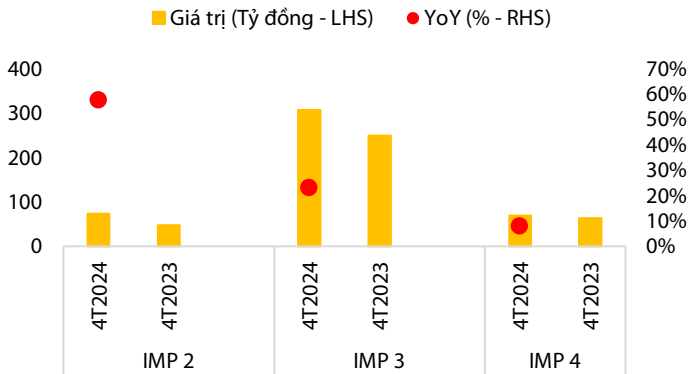
Q1-FY24: Lợi nhuận tăng trưởng âm hai chữ số do chi phí khấu hao từ nhà máy IMP 4

Trong Q1-FY24, doanh thu thuần của IMP đạt 491 tỷ đồng (+2% YoY) và có sự phân hóa rõ rệt ở hai kênh bán hàng:

- Kênh ETC duy trì đà tăng trưởng hai chữ số nhờ hưởng lợi từ chính sách đấu thầu mới. Cụ thể, doanh thu đạt 270 tỷ đồng (+52% YoY), chiếm tỷ trọng 50% (+13 pps YoY) doanh thu thuốc tự sản xuất. Các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU – GMP đều gia tăng thêm tỷ trọng đóng góp vào doanh thu của IMP (hình 3).
- Theo Luật đấu thầu số 22/2023/QH15 có hiệu lực kể từ đầu năm 2024, dược phẩm được sản xuất theo tiêu chuẩn EU – GMP hoặc tương đương EU – GMP đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật, chất lượng, giá và có ít nhất 03 đơn vị trong nước sản xuất thì quy định nhà thầu chỉ chào thầu thuốc xuất xứ trong nước. Qua đó, Bộ Y tế đã bổ sung thêm 93 sản phẩm thuốc vào danh mục thuốc được đấu thầu tại nhóm 1&2 trên kênh bệnh viện (ETC). Trong đó, IMP có 12/93 sản phẩm trong danh mục này, mở ra cơ hội gia tăng thị phần trên kênh ETC cho Công ty.

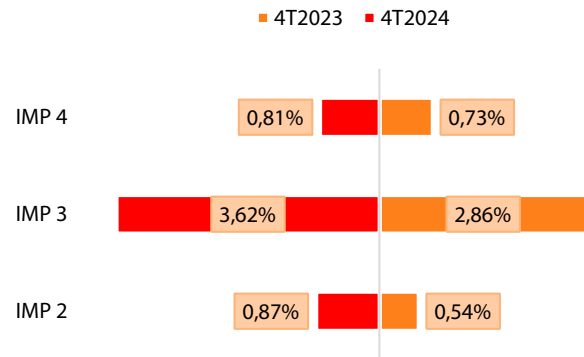
Sau 4T2024, tổng giá trị trúng thầu (GTTT) của IMP đạt 573 tỷ đồng (+50% YoY). Trong đó, các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP (IMP 2, 3, 4) chiếm tỷ trọng 80%, tăng trưởng 25% so với cùng kỳ. Nhờ vậy, thị phần thuốc tại nhóm 1 và 2 của IMP cũng có sự cải thiện nhẹ (hình 1&2).

Hình 1: Sau 4T2024, giá trị trúng thầu các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU – GMP của IMP đang tăng trưởng tốt



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Thị phần nhóm 1 và 2 của IMP mở rộng trong 4T2024 (GTTT theo nhà máy/Tổng GTTT nhóm 1, 2)



Nguồn: Cục quản lý dược, CTCK Rồng Việt

- Doanh thu kênh nhà thuốc (OTC) chỉ đạt 260 tỷ đồng (-13% YoY) và tỷ trọng đóng góp giảm còn 50% (-13 pps YoY), do (1) mức nền cao của cùng kỳ năm trước, (2) người dân quay trở lại bệnh viện làm giảm nhu cầu mua sắm tại các nhà thuốc và (3) dành nguồn lực để mở rộng thị phần kênh ETC, vốn là sân chơi mà IMP sở hữu năng lực cạnh tranh cao sau khi đầu tư các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU – GMP.

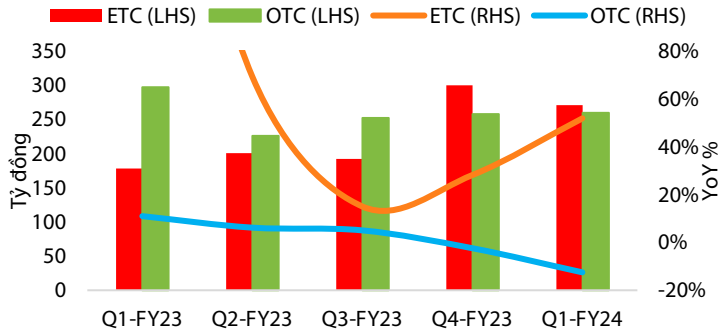
Nhìn chung, doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ nhưng điểm nổi bật trong KQKD Q1-FY24 đến từ kênh ETC với tốc độ tăng trưởng nhanh cả về thị phần lẫn doanh thu. Chúng tôi đánh giá, chiến lược tập trung vào kênh ETC của IMP đang đi đúng hướng khi mà đây là kênh được cơ quan quản lý tạo điều kiện để phát triển.

Giá vốn hàng bán tăng nhanh, ghi nhận 311 tỷ đồng (+25% YoY) khiến biên lợi nhuận gộp lại giảm mạnh, chỉ đạt 37% (-11 pps YoY và +3 pps QoQ) do (1) chi phí khấu hao tăng thêm khi nhà máy IMP 4 bắt đầu đưa vào sản xuất từ nửa cuối năm 2023, (2) ghi nhận sớm giá trị chiết khấu thương mại cho nhà cung cấp khi đạt đủ doanh số vào cuối năm nên làm giảm doanh thu thuần. Ngoài ra, giá **trung bình của các hoạt chất dược phẩm đầu vào (API) cũng tăng 3% YoY** trong khi giá bán đầu ra chưa thể tăng do chưa thể thay đổi giá bán đã đăng ký với Cục quản lý dược cũng đóng góp vào sự thu hẹp của biên lợi nhuận gộp.

Do các chi phí khuyến mãi đã được phản ánh trong COGS, nên **chi phí bán hàng và quản lý (OPEX) giảm 25% YoY**.

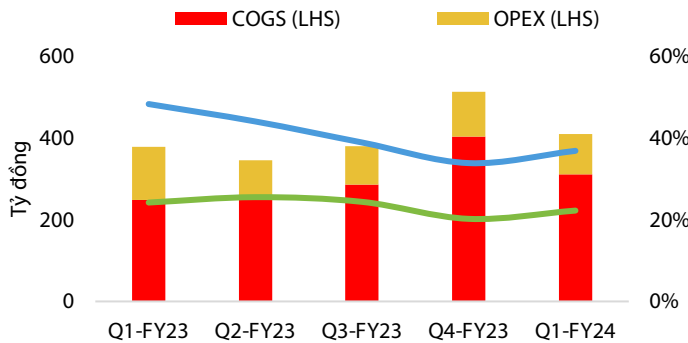
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT) đạt 82 tỷ đồng (-18% YoY), tương ứng giảm 18 tỷ đồng mà trong đó có 13 tỷ đến từ chi phí khấu hao của nhà máy IMP 4, khiến biên EBIT giảm mạnh chỉ đạt 17% (-4 pps YoY). Qua đó, **biên ròng cũng bị thu hẹp còn 13% (-4 pps YoY) và LNST giảm -20% YoY còn 62 tỷ đồng**.

Hình 3: Doanh thu theo kênh bán hàng



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dù biên EBITDA thu hẹp nhẹ so với cùng kỳ...



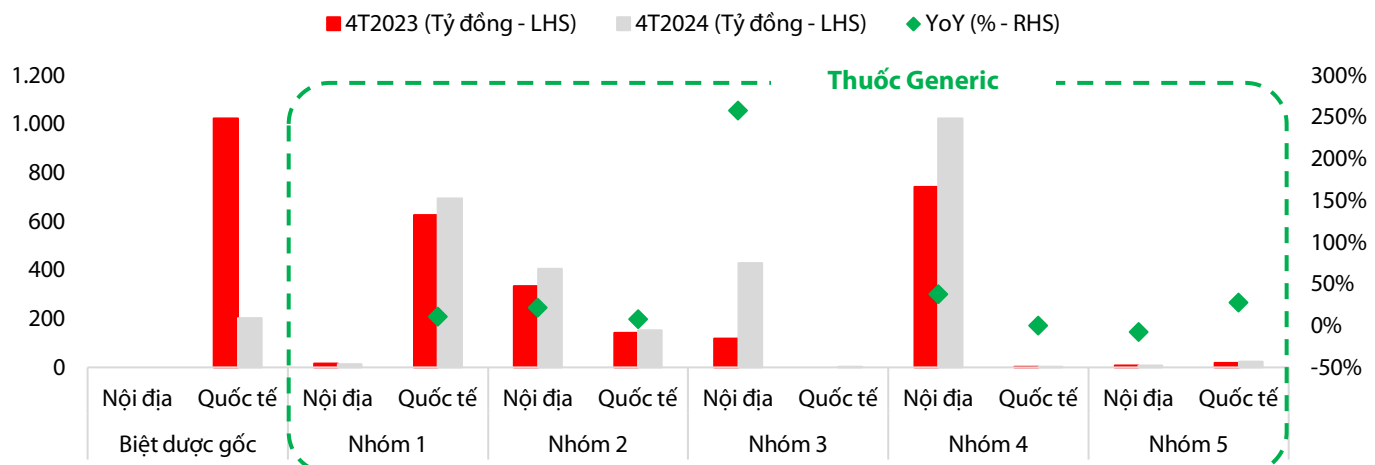
Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Triển vọng cho năm 2024E – 2025F

Doanh thu duy trì tăng trưởng khi tập trung nguồn lực vào kênh ETC...

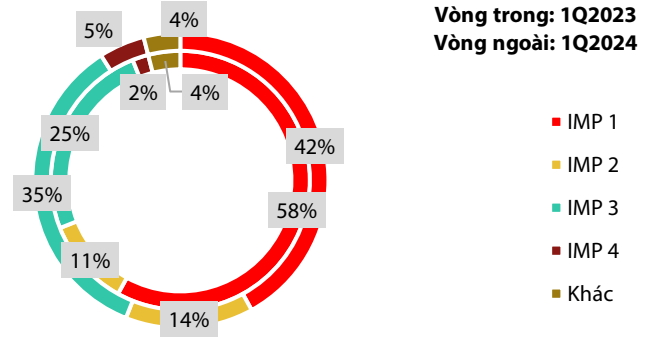
Các bệnh viện công đang ưu tiên sử dụng nhóm sản phẩm kháng sinh generic nội địa có giá thành cạnh tranh thay vì thuốc biệt dược gốc để đảm bảo ngân sách cho quỹ BHXH. Tại Việt Nam, nhóm sản phẩm thuốc kháng sinh chiếm tỷ trọng khoảng 18% giá trị thuốc được đấu thầu trong kênh ETC. Trong 4T2024, tổng giá trị trúng thầu (GTTT) thuốc kháng sinh chỉ đạt 2.956 tỷ đồng (-2% YoY). Trong đó, GTTT nhóm thuốc biệt dược gốc vốn là nhóm thuốc nhập khẩu từ nước ngoài, giảm mạnh 80% YoY. Ngược lại, GTTT thuốc kháng sinh của nhóm thuốc generic (Phụ lục 1) đạt 2.753 tỷ đồng (+37% YoY) và chiếm tỷ trọng lên tới 93% (+27 pps YoY). Trong các gói thầu thuốc kháng sinh generic, thuốc nội địa được ưu tiên sử dụng với tổng GTTT đạt 1.878 tỷ đồng (+54% YoY), qua đó gia tăng thị phần lên 68% (+7 pps YoY).

Hình 7: Tổng GTTT thuốc kháng sinh



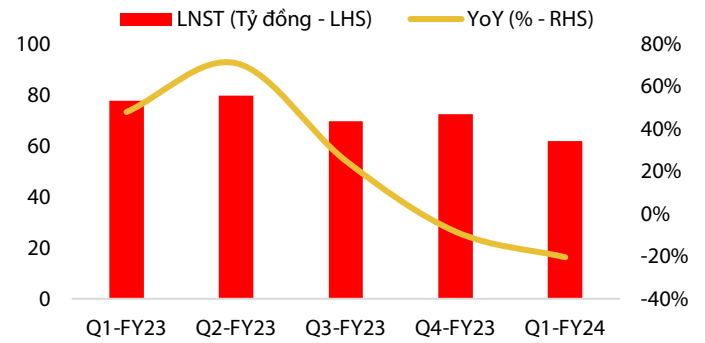
Nguồn: DAV, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu doanh thu theo nhà máy



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 6: ...nhưng khiến cho LNST giảm mạnh



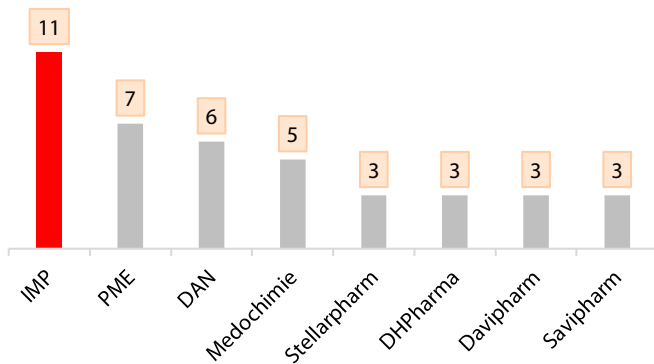
Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

IMP hiện đang là đơn vị dẫn đầu trong cuộc chạy đua về chất lượng nhà máy và thị phần thuốc kháng sinh, theo báo cáo năm 2023 của IQVIA. Ba nhà máy IMP 2, 3, 4 sở hữu 11 dây chuyền sản xuất theo tiêu chuẩn EU – GMP (hình 8). Thêm vào đó, nhà máy IMP 4, mới được đưa vào hoạt động năm 2023, là đơn vị duy nhất tại Việt Nam có thể sản xuất thuốc kháng sinh Non-Betalactam dạng tiêm theo tiêu chuẩn EU-GMP. Điều này giúp IMP nâng cao năng lực cạnh tranh và tham gia được nhiều gói thầu với độ khó cao tại nhóm 1 và 2. Chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ tiếp tục gia tăng thêm thị phần trong bối cảnh kênh ETC ngày càng tăng trưởng.

Chúng tôi cho rằng, kênh ETC tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của IMP trong xuyên suốt năm 2024F – 2025F bởi sự đồng pha giữa chiến lược phát triển của doanh nghiệp với định hướng của chính sách. Mà trong đó, nhóm kháng sinh chiếm tỷ trọng 71% doanh thu của IMP là thuốc được đấu thầu rộng rãi trên kênh này. Điều này sẽ giúp gia tăng công suất khai thác tại các nhà máy đạt chuẩn EU – GMP sau những năm đầu hoạt động với hiệu suất thấp (đối với IMP 2 và IMP 4).

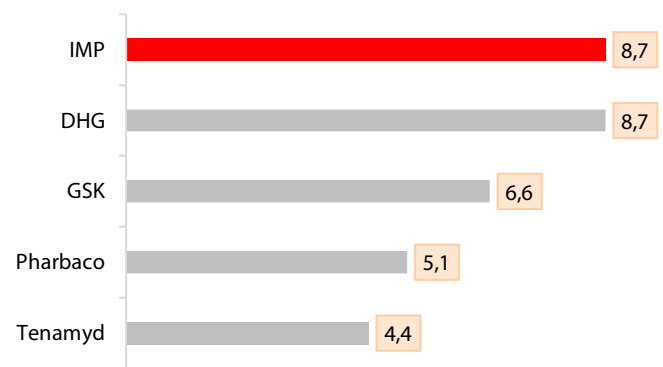
Mặt khác, chúng tôi cho rằng kênh OTC của IMP sẽ duy trì đi ngang trong những năm tới bởi (1) chiến lược tập trung phát triển kênh ETC, duy trì thị phần hiện có trên kênh OTC của doanh nghiệp, (2) người dân quay trở lại khám chữa bệnh tại bệnh viện làm thu hẹp thị phần của kênh nhà thuốc, và (3) mức độ cạnh tranh cao tại kênh OTC khi rào cản ra nhập tương đối thấp.

Hình 8: IMP dẫn đầu cả nước về số lượng dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Đồng thời, chiếm thị phần lớn nhất về sản phẩm thuốc kháng sinh (%)



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Các nhà máy của IMP

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Số lượng dây chuyền	Công suất thiết kế (Triệu đvsp)	Hiệu suất sử dụng trong năm 2023	+/- YoY	Nhóm thuốc
IMP 1	WHO – GMP	10	1.038	84%	+5 pps	Sản xuất thuốc kháng sinh Non-Betalactam và Penicillin dạng viên/gói.
IMP 2	EU – EMP	3	92	59%	+31 pps	Sản xuất thuốc không vô trùng thuộc nhóm Penicillin bao gồm viên nang cứng, viên nén, viên nén bao phim, thuốc bột. - Sản xuất thuốc chứa hoạt chất Cefalosporin dạng thuốc viên và bột pha tiêm.
IMP 3	EU – GMP	5	139	74%	+22 pps	- Sản xuất thuốc Penicillin dạng bột pha tiêm.
IMP 4	EU – GMP	3	24	4%	N/A	Sản xuất thuốc Non-Betalactam dạng bột pha tiêm.

Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

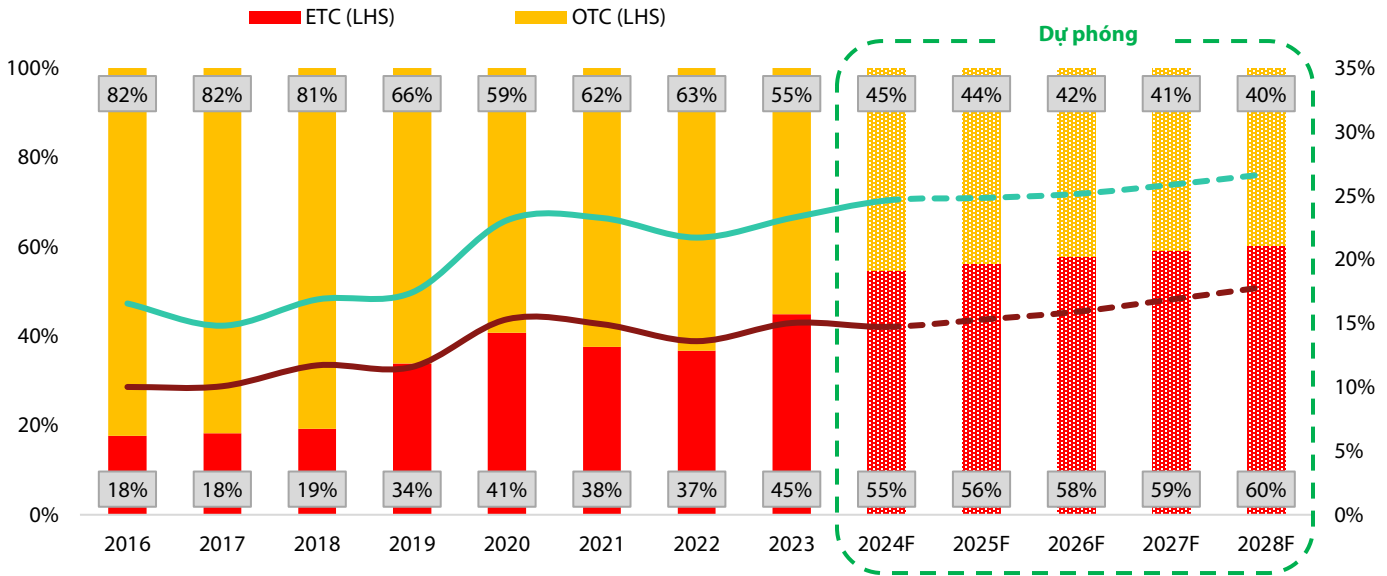
... nơi có biên lợi nhuận tốt hơn kênh OTC giúp LNST tăng trưởng trở lại

Biên LNST của IMP bị ảnh hưởng đáng kể trong Q1-FY24, nhưng điều này sẽ dần cải thiện trong các quý tới bởi nửa cuối năm là điểm rơi về doanh thu đối với các công ty dược phẩm do (1) nhu cầu khám bệnh tăng nhanh khi giao mùa, (2) Q4 là thời điểm hoàn thành các gói thầu tại bệnh viện và các cửa hàng thuốc đẩy mạnh nhập hàng để hưởng ưu đãi chiết khấu. Biên lợi nhuận của IMP cũng dần được cải thiện hơn so với đầu năm và cao hơn so với cùng kỳ do (1) tiếp tục gia tăng tỷ trọng kênh ETC có biên lợi nhuận cao hơn kênh OTC và (2) nửa cuối năm không còn hiệu ứng nền thấp của chi phí khấu hao nhà máy IMP 4. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của IMP đã tạo đáy tại Q1-FY24 và sẽ hồi phục theo mô hình chữ "U" trong các quý còn lại và đưa LNST tăng trưởng dương cho cả năm 2024.

Dự phóng cho năm 2024F, doanh thu kênh ETC và OTC lần lượt đạt 1.285 tỷ đồng (+45% YoY) và 1.061 tỷ đồng (-2% YoY), tương ứng chiếm tỷ trọng là 55% và 45%. LNST đạt 325 tỷ đồng (+9% YoY) và biên LNST đi ngang svck do nhà máy IMP 4 chưa có lợi nhuận trong năm 2024,

điều này tương đồng với năm 2019 khi đưa nhà máy IMP 2 đi vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng, biên LNST của IMP sẽ dần mở rộng khi gia tăng tỷ trọng doanh thu kênh ETC (hình 10). Dự phóng tăng trưởng kép về LNST (CAGR 2024E – 2028F) đạt 13%.

Hình 10: Gia tăng tỷ trọng doanh thu kênh ETC giúp biên lợi nhuận của IMP được mở rộng



Nguồn: IMP, CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tổng hợp dự phóng năm 2024F – 2025F

Đơn vị: Tỷ đồng	2024F	+/- YoY	2025F	+/- YoY	Giả định
Doanh thu gộp	2.449	15%	2.675	10%	
Dược phẩm tự sản xuất	2.405	18%	2.650	10%	
IMP 1	1.042	2%	1.099	5%	Giả định dự phóng cho năm 2024 như sau: Sản lượng tiêu thụ của từng nhà máy: <ul style="list-style-type: none"> IMP 1: nhu cầu mua sắm thuốc trên kênh OTC tăng trưởng ổn định, chúng tôi giả định công suất gia tăng thêm 2 pps YoY, sản lượng tiêu thụ dự phóng đạt 894 triệu đvsp (+2% YoY). IMP 2 và 3: hai nhà máy được xem là động lực tăng trưởng trong năm 2024 của IMP. Dựa vào GTTT và KQKD Q1-FY24, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của IMP 2 và 3 lần lượt đạt 82 triệu đvsp (+51% YoY) và 127 triệu đvsp (+23% YoY). IMP 4: sản lượng tăng gấp đôi svck khi hoạt động đầy đủ một năm.
IMP 2	339	+51%	365	+8%	
IMP 3	801	23%	852	6%	
IMP 4	164	101%	274	67%	

Giả định dự phóng cho năm 2024 như sau:

Sản lượng tiêu thụ của từng nhà máy:

- IMP 1: nhu cầu mua sắm thuốc trên kênh OTC tăng trưởng ổn định, chúng tôi giả định công suất gia tăng thêm 2 pps YoY, sản lượng tiêu thụ dự phóng đạt 894 triệu đvsp (+2% YoY).
- IMP 2 và 3: hai nhà máy được xem là động lực tăng trưởng trong năm 2024 của IMP. Dựa vào GTTT và KQKD Q1-FY24, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của IMP 2 và 3 lần lượt đạt 82 triệu đvsp (+51% YoY) và 127 triệu đvsp (+23% YoY).
- IMP 4: sản lượng tăng gấp đôi svck khi hoạt động đầy đủ một năm.

Giá trung bình của một đơn vị sản phẩm: Chúng tôi giả định IMP không thay đổi đăng ký lưu hành và giá bán đối với các sản phẩm hiện có. Dựa vào nghị quyết 80/2023/QH15 có hiệu lực từ 09/01/2023, danh mục sản phẩm thuốc chỉ cần tái đăng ký sau ngày 31/12/2024.

Doanh thu kênh OTC là sự pha trộn giữa doanh thu nhà máy đạt tiêu chuẩn WHO-GMP (IMP 1) và các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP (IMP 2-4) với tỷ trọng doanh thu của nhà máy IMP 1 chiếm khoảng 96 - 98%. Với dự phóng doanh thu của từng nhà máy như trên, dự phóng doanh thu kênh OTC sẽ đạt 1.061 tỷ đồng (-2% YoY) và chiếm tỷ trọng 45% doanh thu hàng sản xuất. Kênh ETC chiếm tỷ trọng 55% doanh thu hàng tự sản xuất, đạt 1.285 tỷ đồng (+45% YoY).

Dự phóng tăng trưởng kép 5 năm cho giai đoạn 2024 - 2028:

Theo IQVIA, doanh thu thị trường dược phẩm Việt Nam được dự báo tăng trưởng kép 5 năm là 10%, trong đó, đóng góp từ việc tăng trưởng kép về sản lượng và giá thuốc đều đạt 5%. Dự báo sản lượng tiêu thụ được dựa cơ sở (1) tăng trưởng của nền kinh tế (2) xu hướng già hóa dân số (3) người dân nâng cao nhận thức về bảo vệ sức khỏe. Trong khi đó, trung bình giá dược phẩm tăng lên bởi đóng góp từ những sản phẩm mới được sản xuất trên công nghệ hiện đại, tiêu chuẩn ngày càng cao.

					<i>Trong bối cảnh chung của ngành, chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép 5 năm về doanh thu của IMP sẽ đạt 10%, tương đương với dự báo chung của toàn ngành.</i>
Khác	44	-43%	27	-39%	
Chiết khấu thương mại	-240	100%	-265	11%	Chúng tôi giả định công ty tiếp tục chính sách chiết khấu cho khách hàng như trong ba quý gần nhất.
Doanh thu thuần	2.208	11%	2.412	9%	
Giá vốn hàng bán	1.358	15%	1.488	10%	Chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng 60 – 70% giá thành sản xuất. Chúng tôi giả định chi phí nguyên liệu/đvsp tăng 6% trong năm 2024 bởi sự tăng lên của hai yếu tố giá hoạt chất và tỷ giá.
Lợi nhuận gộp	850	5%	924	9%	
Chi phí bán hàng	299	-4%	315	5%	Chi phí bán hàng giảm bởi thay đổi chính sách khuyến mãi, chi phí hàng tặng kèm đã được chúng tôi phản ánh trong giá vốn hàng bán.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	130	9%	139	7%	
EBIT	421	11%	471	12%	
LNTT	406	8%	461	13%	
LNST	325	9%	369	13%	
<i>Biên ròng</i>	<i>14,7%</i>	<i>-30 bps</i>	<i>15,3%</i>	<i>+60 bps</i>	<i>Cải thiện trong năm 2025 khi gia tăng tỷ trọng doanh thu kênh ETC.</i>
EPS (đồng)	4.085	13%	4.633	12%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp FCFF (60%) và P/B (40%) để xác định giá mục tiêu một năm cho IMP là **87.100 VNĐ/cổ phiếu**. Tại giá mục tiêu, chỉ số P/B cho năm 2024F là 2,7x, tương đương với mức trung bình 5 năm cộng một độ lệch chuẩn (hình 12). Kết hợp với cổ tức 1.000 VNĐ, tổng mức sinh lời kỳ vọng là 8% dựa trên giá đóng cửa ngày 10/07/2024. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** dành cho IMP.

- **Đối với phương pháp FCFF:** áp dụng mức chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 8,4% và hệ số tăng trưởng (g) là 1% để xác định giá trị của dòng tiền vĩnh viễn.
- **Đối với phương pháp P/B:** chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 2,3x, được tham chiếu theo dữ liệu lịch sử tương quan giữa P/B và ROE theo từng quý trong 05 năm gần nhất. Dữ liệu cho thấy mối tương quan dương giữa ROE và P/B, ngoại trừ giai đoạn 2020, khi nhà đầu tư nước ngoài là SK giành mức định giá thặng dư cho IMP nhằm gia tăng tỷ lệ sở hữu (hình 11). Nhờ sở hữu chất lượng tài sản tốt và đang trong bối cảnh có thể gia tăng thêm công suất khai thác nhà máy, hiệu quả sử dụng vốn của IMP sẽ dần được cải thiện theo thời gian. Dự phóng ROE cho năm 2024F đạt 15%, chúng tôi cho rằng mức P/B mục tiêu 2,3x là thận trọng và hợp lý.

Bảng 3: FCFF dự phóng

Dòng tiền FCFF (Tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	325	369	417	482	547
+ Khấu hao	122	128	134	139	145
+ Lãi vay sau thuế	2	3	4	4	5
- Thu nhập tài chính	13	19	25	32	40
- Thay đổi vốn lưu động	97	57	115	55	91
- Capex	70	70	70	70	70
FCFF	270	354	345	468	496

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Giá định về chi phí sử dụng vốn bình quân

Chi phí sử dụng vốn bình quân	FCFF	Tỷ đồng
Beta	0,55	Giá trị hiện tại của FCFF tích lũy
Lãi suất phi rủi ro	2,7%	Giá trị hiện tại của dòng tiền vĩnh viễn
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	10%	(+) Tiền và các khoản tương đương tiền
Chi phí vốn chủ sở hữu	8,4%	(-) Nợ
Chi phí nợ	6%	Giá trị hợp lý của doanh nghiệp
Thuế suất	20%	Số lượng cổ phiếu (triệu)
Tỷ trọng nợ	1%	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	99%	95.472
WACC	8,4%	

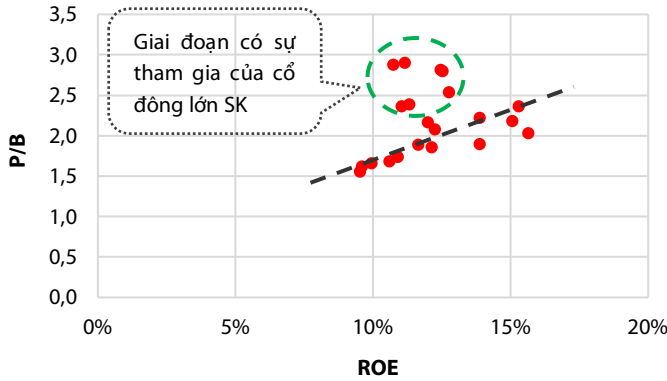
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu bình quân
FCFF	95.500	60%	57.300
P/B (@ 2,3x)	74.500	40%	29.800
Tổng	100%		87.100

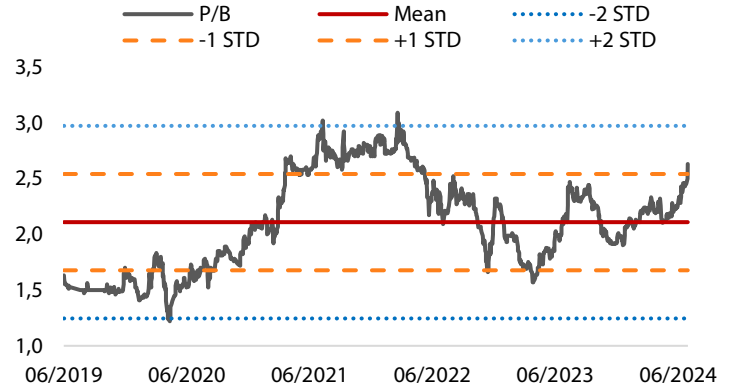
Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 11: Tương quan giữa định giá P/B và ROE



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Chỉ số P/B



Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt

Bảng 5: Chỉ số định giá các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu 2023 (tỷ đồng)	LNTT 2023 (tỷ đồng)	TTM ROE (%)	TTM ROA (%)	Trailing (x)		
							P/E	P/B	EV/EBITDA
DHG	VN	14.434	5.015	1.159	19,3	15,2	15,8	2,8	14,7
DHT	VN	4.866	1.999	110	7,9	4,3	61,5	4,8	50,2
DVN	VN	5.786	5.583	425	11,8	5,9	16,8	1,9	30,4
DBD	VN	3.789	1.652	320	18,9	13,9	14,1	2,6	11,7
TRA	VN	3.366	2.299	361	17,8	12,4	13,7	2,5	8,6
PBC	VN	900	1.340	50	3,5	1,3	20,8	0,7	19,0
Trung vị		4.328	2.149	341	14,8	9,1	16,3	2,5	16,8
Trung bình		5.524	2.981	404	13,2	8,8	23,8	2,6	22,4
IMP	VN	5.705	1.994	377	13,9	11,5	20,1	2,6	12,5

Nguồn: Fiinx, CTCK Rồng Việt, dựa trên mức giá đóng cửa ngày 10/07/2024

Phụ lục 1: Phân loại nhóm thuốc theo Thông tư 07/2024/TT-BYT có hiệu lực kể từ tháng 05/2024

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn phân loại	Quy định dự thầu
Biệt dược gốc	Thuốc được Bộ Y tế công bố là biệt dược gốc, có bản quyền về công thức điều chế, quy trình sản xuất và tiêu chuẩn nguyên liệu.	Người đứng đầu cơ sở y tế công lập quyết định mua thuốc biệt dược gốc trên cơ sở ý kiến tư vấn của Hội đồng thuốc. Giá dự thầu: Biệt dược gốc ≥ Nhóm 1 ≥ Nhóm 2 ≥ Nhóm 3 ≥ Nhóm 4 ≥ Nhóm 5
Thuốc generics		
Nhóm 1	<ul style="list-style-type: none"> Được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP. Thuốc lưu hành tại Việt Nam được cơ quan quản lý dược của các nước thuộc danh sách SRA hoặc EMA cấp phép lưu hành phải có cùng công thức bào chế, quy trình sản xuất, tiêu chuẩn chất lượng, phương pháp kiểm nghiệm dược chất. 	Thuốc đáp ứng tiêu chí nhóm 1 được dự thầu vào nhóm 1, nhóm 2 và nhóm 5.
Nhóm 2	Thuốc được cấp giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam và được sản xuất toàn bộ trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU – GMP hoặc tương đương EU – GMP.	Thuốc đáp ứng tiêu chí nhóm 2 được dự thầu vào nhóm 2 và nhóm 5.
Nhóm 3	Thuốc được cấp giấy đăng ký lưu hành hoặc được cấp giấy phép nhập khẩu tại Việt Nam và được cơ quan quản lý dược Việt Nam công bố chứng minh tương đương sinh học.	Thuốc đáp ứng tiêu chí nhóm 3 được dự thầu vào nhóm 3 và nhóm 5.
Nhóm 4	Thuốc được cấp giấy đăng ký lưu hành tại Việt Nam và được sản xuất toàn bộ trên dây chuyền sản xuất tại Việt Nam được cơ quan quản lý dược Việt Nam công bố đáp ứng tiêu chuẩn GMP.	Thuốc đáp ứng tiêu chí nhóm 4 được dự thầu vào nhóm 4 và nhóm 5.
Nhóm 5	Thuốc được đăng ký lưu hành hoặc được cấp giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam.	Thuốc không đáp ứng các tiêu chí tại nhóm 1, nhóm 2, nhóm 3 và nhóm 4 thì chỉ được dự thầu vào nhóm 5.

Nguồn: Thông tư 07/2024/TT-BYT, CTCK Rồng Việt

					Tỷ đồng				Tỷ đồng			
KQ HKKD	2022A	2023A	2024F	2025F	Bảng CĐKT	2022A	2023A	2024F	2025F			
Doanh thu thuần	1.644	1.994	2.209	2.412	Tiền	179	106	253	643			
Giá vốn	946	1.184	1.358	1.488	Đầu tư ngắn hạn	211	93	100	100			
Lãi gộp	697	811	850	924	Khoản phải thu	271	297	389	366			
Chi phí bán hàng	269	310	299	315	Hàng tồn kho	436	699	751	845			
Chi phí quản lý	132	120	130	139	Tài sản ngắn hạn khác	7	12	13	14			
Thu nhập từ HĐTC	24	25	13	19	Tài sản cố định hữu hình	996	909	857	800			
Chi phí tài chính	29	31	28	29	Tài sản cố định vô hình	73	74	73	73			
Lợi nhuận khác	1	3	0	0	Đầu tư dài hạn	71	71	71	71			
Lợi nhuận trước thuế	291	377	406	461	Tài sản dài hạn khác	33	131	131	131			
Thuế TNDN	68	78	81	92	Tổng tài sản	2.277	2.393	2.640	3.044			
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Khoản phải trả	269	224	271	285			
Lợi nhuận sau thuế	224	300	325	369	Vay và nợ ngắn hạn	95	49	23	104			
EBIT	297	381	421	471	Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0			
EBITDA	357	464	544	599	Vay và nợ khác	0	0	0	0			
				%	Quỹ khen thưởng phúc lợi	18	35	74	118			
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2022A	2023A	2024F	2025F	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	3	7			
Tăng trưởng (%)					Tổng nợ	382	308	372	514			
Doanh thu	29,8	21,3	10,8	9,2	Vốn đầu tư của CSH	1.174	1.208	1.208	1.208			
Lợi nhuận HKKD	21,2	29,9	17,3	10,1	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0			
EBITDA	26,7	28,5	10,6	11,7	Lợi nhuận giữ lại	265	440	581	796			
Lợi nhuận sau thuế	31,0	34,0	8,5	13,4	Thu nhập khác	2	2	2	2			
Tổng tài sản	5,5	5,1	10,3	15,3	Quỹ đầu tư và phát triển	453	435	477	525			
Vốn chủ sở hữu	5,6	10,0	8,8	11,6	Tổng vốn	1.894	2.085	2.268	2.530			
					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0			
Khả năng sinh lợi (%)												
LN gộp/Doanh thu	42,4	40,6	38,5	38,3	Chỉ số định giá	2022A	2023A	2024F	2025F			
EBITDA/Doanh thu	21,7	23,3	24,6	24,8	EPS (đồng)	2.951	3.637	4.085	4.633			
EBI/Doanh thu	18,0	19,1	19,1	19,5	P/E (x)	20,4	15,6	18,4	16,2			
LNST/Doanh thu	13,6	15,0	14,7	15,3	BV (đồng)	28.400	29.763	32.385	36.126			
ROA	9,8	12,5	12,3	12,1	P/B (x)	2,1	1,9	2,3	2,1			
ROE	11,8	14,4	18,0	17,7	DPS (đồng/cp)	1.000	1.500	1.000	1.500			
Hiệu quả hoạt động				(lần)	Tỷ suất cổ tức (%)	1,7	1,8	1,4	1,4			
Vòng quay kh. phải thu	6,1	6,7	5,1	5,1	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân				
Vòng quay HTK	2,2	1,7	2,6	2,9	FCFF	95.500	60%	57.300				
Vòng quay kh. phải thu	3,5	5,3	5,1	5,1	P/B	74.500	40%	29.800				
Khả năng thanh toán				(lần)	Giá mục tiêu (đồng)		100%	87.100				
Hiện hành	3,0	4,4	5,0	5,8								
Nhanh	1,8	1,9	2,8	3,6	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	GIÁ	KHUYẾN NGHỊ	THỜI HẠN				
Cấu trúc tài chính (%)					12/2023	74.000	MUA	1 năm				
Tổng Nợ / VCSH	5,0	2,4	1,0	4,1	04/2024	67.700	TÍCH LŨY	1 năm				
Vay ngắn hạn/VCSH	5,0	2,4	1,0	4,1	06/2024	87.100	TÍCH LŨY	1 năm				
Nợ dài hạn / VCSH	0,0	0,0	0,0	0,0								

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Nguyễn Thị Phương Lam
Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng
Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1521)

- Hàng không
- Công nghệ
- Thị trường

Đỗ Thạch Lam
Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- BDS dân dụng
- Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thủy Quyên
Senior Analyst

quyen.nt@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Bán lẻ
- Tiêu dùng

Lê Tự Quốc Hưng
Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My
Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Hoàng Minh Thăng
Senior Analyst

thang.hm@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

Cao Ngọc Quân
Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Lê Ngọc Hiến
Analyst

hien.ln@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản

Lê Kim Ngân
Analyst

ngan.lk@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1524)

- Phân bón
- Dầu khí

Phạm Hữu Luân
Analyst

luan.ph@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

- Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Bảo Hưng
Analyst

hung.nb@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao
Analyst

giao.ntq@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006

- BDS dân dụng

Trần Thị Ngọc Hà
Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo
Assistant

thao.ptp@vdsc.com.vn
 + 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 **E** info@vdsc.com.vn
F (+84) 28 6291 7986 **W** www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006
F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

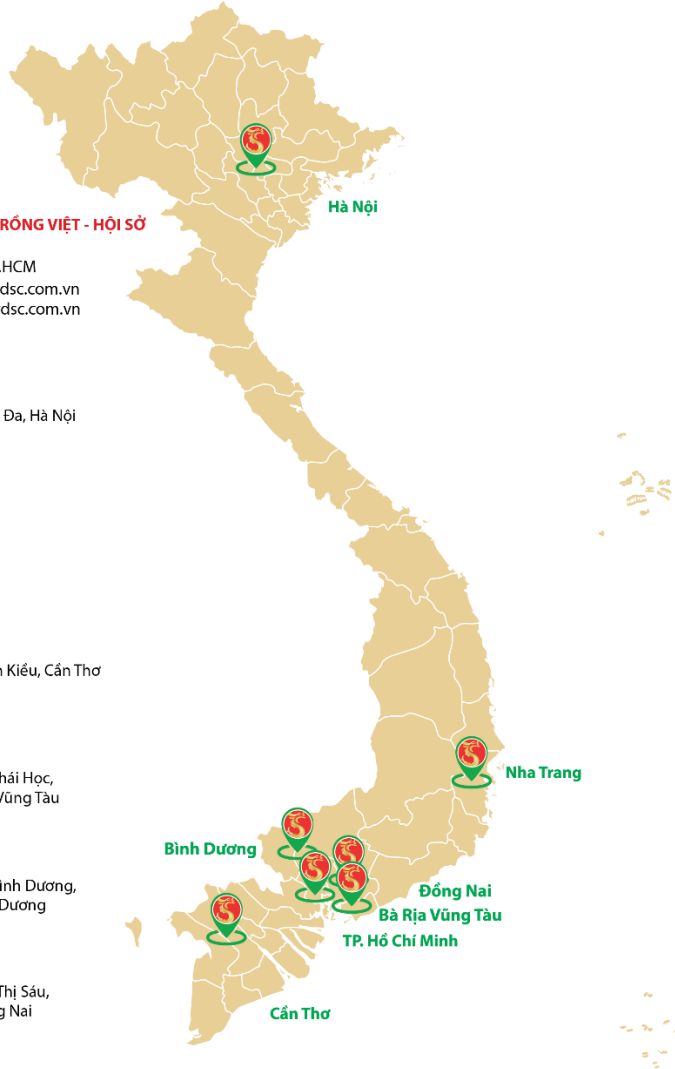
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



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. RongViet Securities 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 RongViet Securities 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 RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2024.**