



## Công ty Cổ phần Dược Phẩm Imexpharm (IMP – HSX)

### Động lực tăng trưởng từ các nhà máy chuẩn EU-GMP

- Sản xuất thuốc chất lượng cao: Hưởng đi khác biệt
- Thông tư số 01/2012/TTLT-BYT-BTC - khi gió không thuận chiều
- Sau cơn mưa trời lại sáng
- Đầu tư cho dài hạn: Đáp ứng nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng ngày càng tăng

#### Quan điểm và Định giá:

IMP là nhà sản xuất thuốc tân dược lớn thứ ba về vốn hóa và giá trị hàng sản xuất trong số các DN niêm yết, với triết lý kinh doanh khác biệt tập trung vào chất lượng sản phẩm. Do tỷ trọng phân phối thuốc vào kênh điều trị (ETC) trước năm 2013 ở mức cao, hoạt động kinh doanh của công ty trong những năm vừa qua bị ảnh hưởng khá nhiều bởi thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC hướng dẫn đấu thầu thuốc trong các cơ sở y tế. Tuy nhiên, với 2 nhà máy được nâng chuẩn trong cuối năm nay, doanh thu bán thuốc từ kênh điều trị (ETC) dự kiến sẽ hồi phục, đặc biệt là từ năm 2017.

Khác với các công ty khác trong ngành, IMP hiện vẫn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy. Dự kiến đến 2019, IMP sẽ có tổng cộng 4 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP, với danh mục sản phẩm tương đối đa dạng. Thêm vào đó, hệ thống phân phối của công ty được cải thiện và nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng cao ngày càng tăng. Do vậy, chúng tôi cho rằng triển vọng trong dài hạn của IMP là lạc quan.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của IMP là **50.400 đồng**, thấp hơn 7,5% so với giá đóng cửa của ngày 15/08/2016. Với việc kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của IMP không thật sự lạc quan, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn.

#### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	897,1	964,3	1.006,9	1.129,8
% tăng trưởng	6,6%	7,5%	4,4%	12,2%
Lợi nhuận sau thuế	85,8	92,9	95,5	134,0
% tăng trưởng	41,5%	8,3%	2,8%	40,3%
Tỷ suất LNST (%)	9,6%	9,6%	9,5%	11,9%
ROA (%)	9,0%	8,8%	7,2%	8,4%
ROE (%)	11,3%	10,9%	8,5%	9,9%
EPS (VND)	3.421	2.729	2.580	2.915
EPS điều chỉnh	2.964	2.729	2.580	2.915
Giá trị sổ sách (VND)	30.277	31.332	34.208	35.392
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.800	2.000	1.800	2.000
P/E (x)	12,2	13,7	21,1	18,7
P/BV (x)	1,4	1,2	1,6	1,5

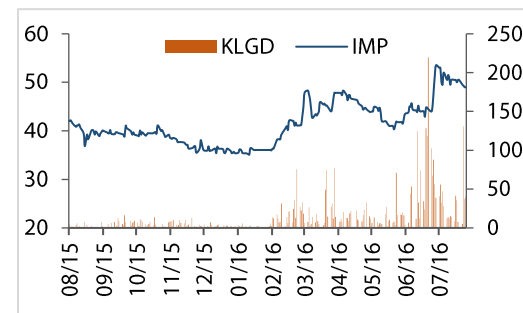
Nguồn: Báo cáo tài chính IMP Rong Viet tổng hợp và ước tính, \*Tinh theo giá cổ phiếu tại ngày 15/08/2016

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	54.500
Giá mục tiêu (VND)	50.400
Thời gian đầu tư	Dài hạn

#### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dược phẩm
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.577
SLCPDLH	28.942.646
Beta	0,6
Free Float (%)	42
Giá cao nhất 52 tuần	54.500
Giá thấp nhất 52 tuần	36.700
KLGD bình quân 20 phiên (cp)	35.193



#### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
IMP	8	17	
VNIndex	5	6	16
VN30 Index	7	14	31

#### Cổ đông lớn (%)

Tổng công ty Dược Việt Nam	23,75
CTCP Dược phẩm Pha No	9,09
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	8,49
KWE Beteiligungen AG	7,31
Balestrand Limited	6,03
Amersham Industries Limited	4,62
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	49

#### Nguyễn Đức Hiếu

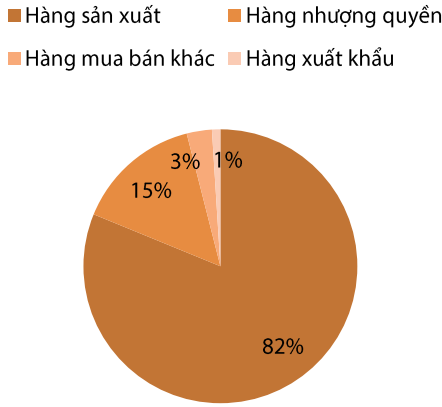
(084) 08- 6299 2006 – Ext: 1514

Hieu.nd@vdsc.com.vn

**Định vị nhà sản xuất dược phẩm chất lượng cao**

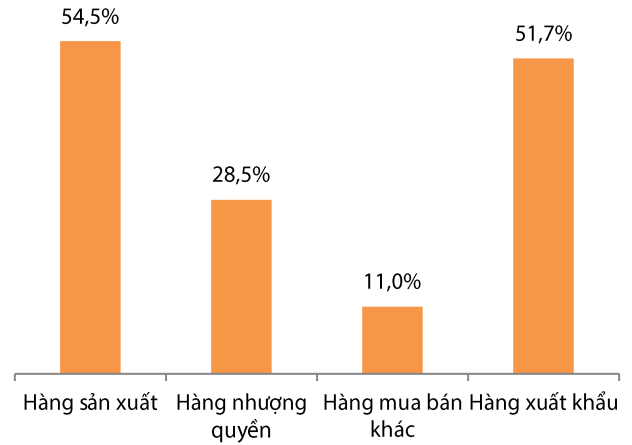
Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm (IMP) chuyên sản xuất kinh doanh, xuất nhập khẩu sản phẩm tân dược, dụng cụ y tế, nguyên phụ liệu ngành. Với doanh thu hàng năm khoảng 1.000 tỷ đồng, Công ty chiếm khoảng 3% thị phần dược Việt Nam, nằm trong top 5 công ty có doanh thu sản xuất dược lớn nhất Việt Nam.

**Hình 1: Hàng sản xuất (tiêu thụ qua kênh OTC và ETC) và hàng nhượng quyền chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu**



Nguồn: Báo cáo tài chính IMP 2015

**Hình 2: Biên lợi nhuận gộp từng mảng kinh doanh**



Nguồn: Báo cáo tài chính IMP 2015

**Bảng 1: Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm**

Nhóm sản phẩm	2010	2011	2012	2013	2014
Kháng sinh	54%	53%	61%	57%	49%
Kháng viêm giảm đau	22%	20%	14%	16%	18%
Hệ tiêu hóa gan mật	10%	10%	11%	12%	11%
Hệ hô hấp	4%	5%	5%	7%	9%
Vitamin	2%	11%	8%	8%	6%
Khác	8%	1%	2%	0%	7%

Nguồn: Báo cáo thường niên IMP

Khác với hầu hết các công ty dược niêm yết tập trung sản xuất thuốc giá rẻ, IMP lựa chọn hướng đi khác biệt là sản xuất thuốc chất lượng cao. Công ty vì vậy đầu tư rất nhiều cho:

(1) Nguồn nguyên liệu sản xuất

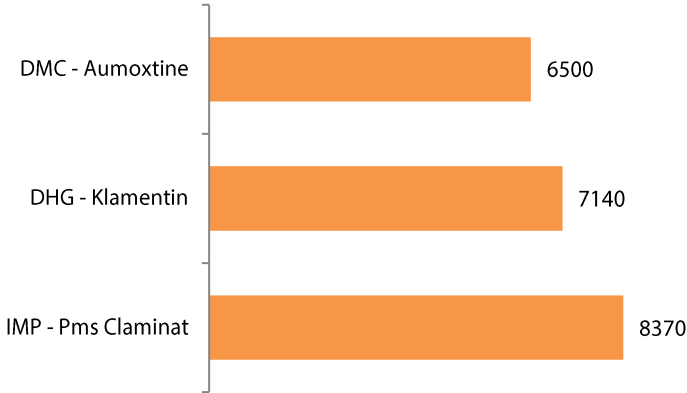
Sử dụng nguồn nguyên liệu giá rẻ sẽ làm ảnh hưởng đến chất lượng của hoạt chất và của thuốc, tăng thời gian điều trị cho người bệnh. Do đó, Imexpharm luôn ưu tiên nhập khẩu nguyên liệu từ các nhà sản xuất dược liệu nổi tiếng trên thế giới sản xuất tại Châu Âu và Mỹ, chất lượng của các loại dược liệu đạt độ ổn định cao. Kể cả khi nhập khẩu nguyên liệu từ Trung Quốc, đó cũng thường là từ các nhà máy của châu Âu đặt tại đây. Nguyên liệu khi đã nhập về, chất lượng vẫn tiếp tục được kiểm tra, và sẽ gửi trả về nếu không đạt yêu cầu.

(2) Công nghệ bào chế

Công nghệ càng tốt, thuốc càng ít tạp chất. IMP luôn là công ty đi tiên phong trong việc xây dựng các nhà máy theo quy trình, công nghệ sản xuất hiện đại. Hiện tại, các sản phẩm mũi nhọn của IMP như Pms-Claminat, Pms-probio, hay nhóm kháng sinh chích đều được sản xuất bằng công nghệ lên men Enzymatic của Tây Ban Nha. So với việc tổng hợp bằng phương pháp hóa học thông thường, công nghệ này làm giảm đáng kể các tạp chất tồn dư, hạn chế tối đa tác dụng phụ cho bệnh nhân.

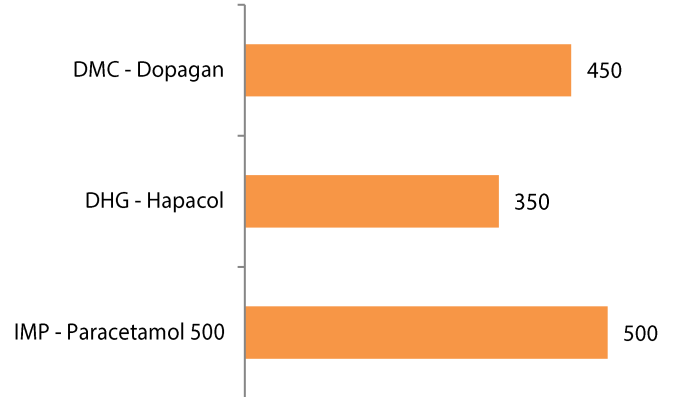
Do sử dụng nguyên liệu chất lượng và công nghệ cao, giá các mặt hàng của IMP sản xuất luôn có giá thành cao hơn các công ty khác trong ngành.

**Hình 3: Giá bán buôn sản phẩm chứa hoạt chất Amoxicillin 500 + Acid Clavulanic 125**



Nguồn: Tổng công ty dược Việt Nam

**Hình 4: Giá bán buôn sản phẩm chứa hoạt chất Paracetamol 500**



Nguồn: Tổng công ty dược Việt Nam

Với hướng đi như vậy, IMP tập trung giới thiệu sản phẩm đến giới chuyên môn (các bác sĩ và dược sĩ) vì họ là những người am hiểu về chất lượng thuốc và trực tiếp kê đơn cho bệnh nhân. Điều này cũng dựa trên thói quen sử dụng thuốc của người Việt là khi bị ốm lại, họ có thói quen mua loại thuốc đã được bác sĩ kê lần đầu thay vì tiếp tục đi khám. Do đó, IMP (1) thường xuyên tổ chức các buổi hội thảo khoa học giới thiệu thuốc và (2) chủ yếu bán thuốc vào kênh ETC (hay còn gọi là kênh điều trị/bệnh viện). Công ty xác định ETC là kênh quảng bá và lan tỏa thương hiệu chính.

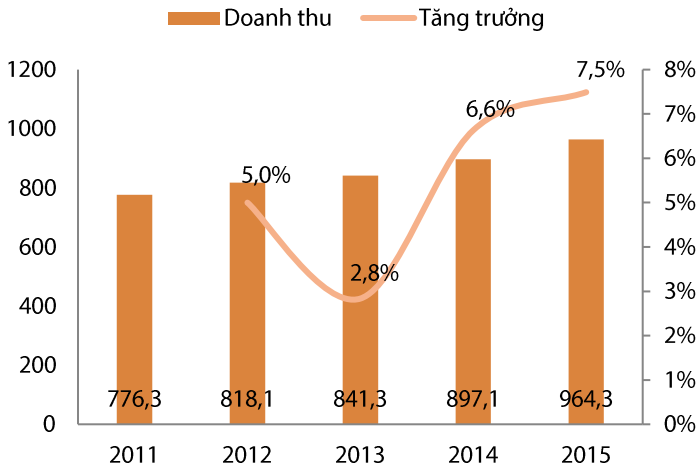
#### **Thông tư số 01/2012/TTLT-BYT-BTC - khi gió không thuận chiều**

Như đã đề cập, từ năm 2012 trở về trước, IMP chủ yếu bán hàng qua kênh ETC. Tuy nhiên, với sự ra đời của Thông tư số 01/2012/TTLT-BYT-BTC hướng dẫn đấu thầu thuốc trong các cơ sở y tế, hoạt động sản xuất và kinh doanh của IMP bị ảnh hưởng đáng kể (vui lòng xem thêm tại Phụ lục "Quy trình đấu thầu thuốc vào các cơ sở y tế").

#### **Tăng trưởng thấp hơn đáng kể so với các công ty khác cùng ngành**

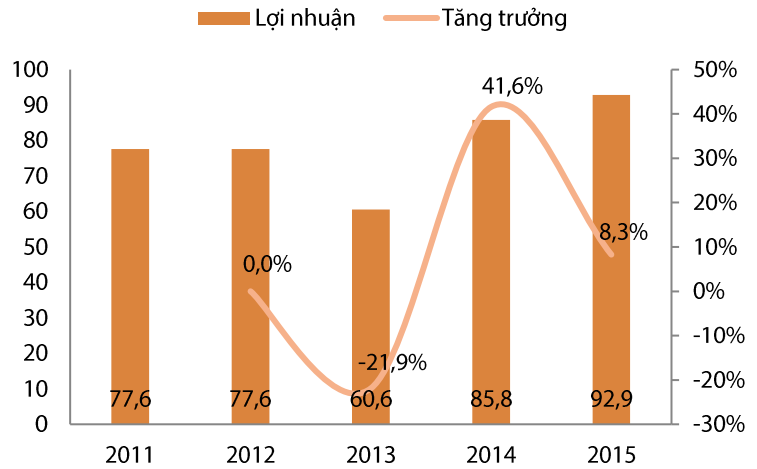
Theo thông tư này, trong các thuốc tham gia đấu thầu vượt qua được mức điểm tiêu chí kỹ thuật 70 (thường là không khó), thuốc có giá thấp nhất sẽ thắng thầu. Do có giá cao hơn, các sản phẩm của IMP trở nên kém cạnh tranh. Doanh thu kênh ETC vì vậy sụt giảm đáng kể, và ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu chung. Trong giai đoạn 2011-2015, Imexpharm chỉ đạt tăng trưởng CAGR về doanh thu là 4,4% (kém hơn so với DHG: 7%, DMC: 12%).

**Hình 5: Doanh thu IMP giai đoạn 2011-2015 (tỷ đồng)**



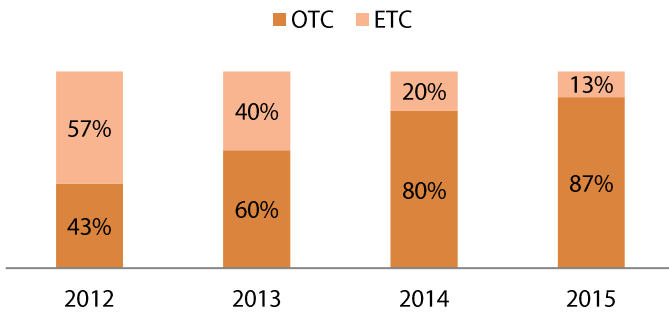
Nguồn: Báo cáo tài chính IMP

**Hình 6: Lợi nhuận IMP giai đoạn 2011-2015 (tỷ đồng)**



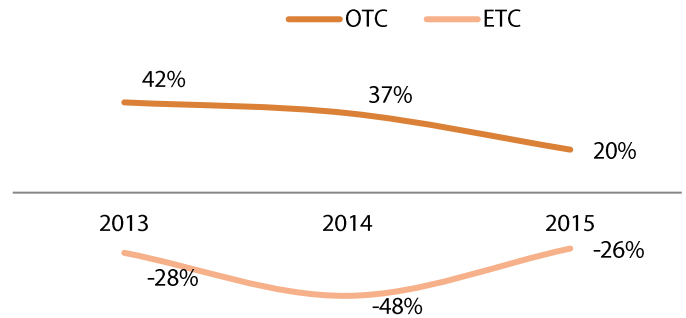
Nguồn: Báo cáo tài chính IMP

**Hình 7: Tỷ trọng doanh thu kênh OTC-ETC giai đoạn 2012-2015**



Nguồn: Báo cáo thường niên IMP

**Hình 8: Tăng trưởng kênh OTC-ETC giai đoạn 2012-2015**



Nguồn: Báo cáo thường niên IMP

**ROE thấp do các nhà máy chỉ có thể hoạt động với công suất thấp**

Chúng tôi sử dụng phân tích Dupont 3 nhân tố và tiến hành so sánh với DHG do cả 2 công ty không sử dụng nợ vay. Có thể nhận thấy chỉ số ROE của IMP rất thấp so với DHG do:

**Bảng 2: Phân tích Dupont giữa IMP và DHG**

Chỉ tiêu	ROS		DT/TS		TS/VCSH		ROE	
	IMP	DHG	IMP	DHG	IMP	DHG	IMP	DHG
2012	9.5%	16.6%	0.95	1.23	1.21	1.41	10.9%	28.8%
2013	7.2%	17.4%	0.97	1.10	1.20	1.55	8.4%	29.7%
2014	9.6%	13.6%	0.87	1.12	1.29	1.53	10.8%	23.4%
2015	9.6%	14.2%	0.88	1.23	1.20	1.33	10.2%	23.3%

Nguồn: Rongviet Research

(1) ROS thấp do chi phí bán hàng lớn

Trước 2015, chi phí bán hàng của IMP bao gồm cả các khoản chiết khấu thương mại giảm giá và chiết khấu thương mại bằng thành phẩm có kèm điều kiện. Năm 2015, 3 khoản này được hạch toán riêng theo thông tư 200. Tiến hành so sánh riêng chi phí bán hàng có thể nhận thấy chi phí bán hàng của IMP ở mức cao (chiếm 19,1% tổng doanh thu) so với DHG (11%) và DMC (10,2%).

(2) Hiệu quả sử dụng tài sản chưa cao

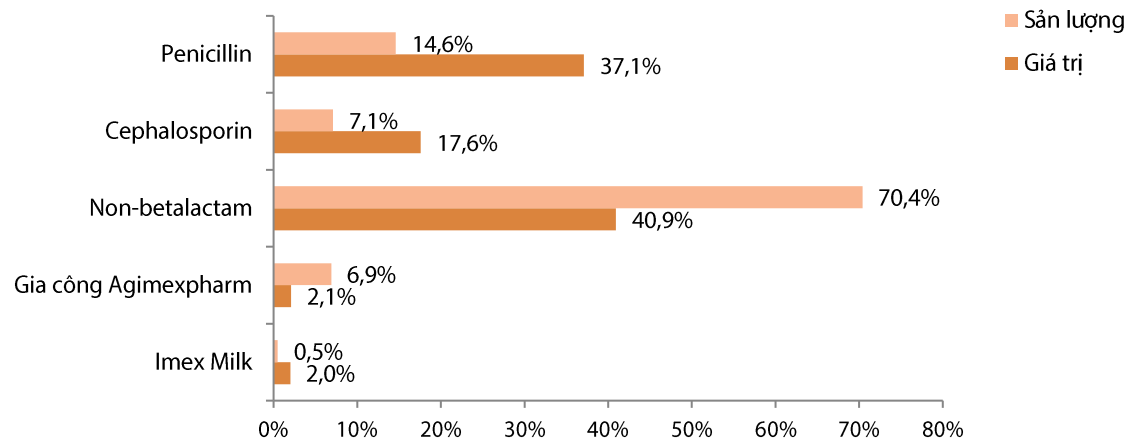
Các nhà máy chỉ có thể hoạt động với công suất thấp, đặc biệt là các dây chuyền sản xuất kháng sinh tiêm do thuốc tiêm chủ yếu chỉ bán được trong kênh ETC. Hiện tại, dây chuyền tiêm Cephalosporin chỉ chạy khoảng 20% công suất, trong khi dây chuyền tiêm Penicillin hoàn toàn chưa hoạt động.

**Bảng 3: Công suất các nhà máy IMP**

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
1. Cephalosporin (Bình Dương)	EU-GMP(chờ cấp chứng nhận)		20-30%
- Tiêm		24 triệu lọ	15-20%
- Viên-gói		800 triệu đơn vị	
2. Penicilin			
- Tiêm (Bình Dương)	EU-GMP(chờ cấp chứng nhận)	4 triệu lọ	0%
- Viên-gói (Đồng Tháp)	WHO-GMP	500 triệu đơn vị	70%
3.Non-betalactam (Đồng Tháp)	WHO-GMP	1.200 triệu đơn vị	100%

Nguồn: IMP, Rongviet Research tổng hợp

**Hình 9: Đóng góp doanh thu và sản lượng của từng nhà máy năm 2015**



Nguồn: Báo cáo tài chính IMP 2015

### Sau cơn mưa trời lại sáng

**Doanh thu kênh ETC đã tạo đáy vào 2015, dự kiến sẽ tăng trở lại vào 2016, đặc biệt là từ 2017 và dần dần đóng góp lớn hơn vào tỷ trọng doanh thu**

(1) Luật Dược số 105/2016/QH13 (có hiệu lực vào 1/1/2017), khoản 4, điều 7, chương II quy định: không chào thầu thuốc nhập khi thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp. Hiện nay sản xuất dược trong nước chỉ mới đáp ứng được khoảng 50% nhu cầu thuốc cho cả nước, còn lại là nhập khẩu. Do vậy quy định này sẽ tạo ưu thế cạnh tranh lớn cho các công ty có định hướng bán thuốc vào kênh ETC như IMP trước các doanh nghiệp ngoại.

(2) Nâng cấp chuẩn nhà máy từ WHO-GMP lên EU-GMP

Dự kiến tháng 8/2016, 2 nhà máy Penicilin và Cephalosporin (tổng cộng 3 dây chuyền) sẽ được công nhận chuẩn EU-GMP. Nhiều khả năng tới tháng 10/2016, các sản phẩm của 2 nhà máy này sẽ bắt đầu được đấu thầu ở nhóm 2 và hầu như sẽ chỉ cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài ở nhóm thầu này. Nhờ lợi thế sản xuất trong nước, giá của IMP sẽ cạnh tranh hơn và khả năng trúng thầu là cao hơn.

Theo danh mục các cơ sở sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn EU-GMP và PIC/S-GMP tính đến 24/3/2016, chỉ có 3 nhà máy tại Việt Nam có dây chuyền đạt tiêu chuẩn này, đó là dây chuyền của công ty Bidiphar (Bình Định), Stada (liên doanh, Bình Dương) và Pymepharco (liên doanh, Phú Yên). Tham khảo kết quả đấu thầu vào các cơ sở y tế năm 2014, chúng tôi nhận thấy sự hiện diện tương đối phổ biến của các sản phẩm từ các công ty này trong nhóm 2. Do đó, chúng tôi kỳ vọng điều tương tự đối với các sản phẩm của IMP. Cụ thể hơn, chúng tôi tiến hành đánh giá tác động của việc nâng chuẩn này đối với các dây chuyền thuốc tiêm của IMP, vốn chủ yếu chỉ bán vào kênh ETC.

#### Nhà máy thuốc tiêm Cefalosporin

**Bảng 4: Tổng số thuốc Cefotaxim 1g (tiêm) trúng thầu vào các cơ sở y tế năm 2014**

Nhóm đấu thầu	Số lượng (lọ)	Giá bỏ thầu (đồng)	Nhà sản xuất	Giá trị (tỷ đồng)
Biệt dược gốc	513.770	63.000	Patheon (UK)	32,4
Nhóm 1	1.235.827	13.000-38.000	Síp, Canada, Đức	22,5
Nhóm 2	4.621.420	7.240-12.900	Ấn Độ, VCP, Bidiphar, Tenamyd	43,6
Nhóm 3	1.630.840	7.100-9.500	Việt Nam, Trung Quốc, Ấn Độ	12,0
Nhóm 5	473.000	6.900-7.500		3,4
Tổng	8.474.857			113,9

Nguồn: Rongviet Research tổng hợp

Dựa theo kết quả đấu thầu thuốc năm 2014, tổng số lượng thuốc tiêm Cefotaxim 1g trúng thầu trong bệnh viện là 8,4 triệu lọ với giá trị là 114 tỷ đồng, trong đó nhu cầu đối với các sản phẩm nhóm 2 là lớn nhất (55%). Do đó, đây hứa hẹn là kênh doanh thu tiềm năng cho IMP. Lấy ví dụ là Bidiphar, công ty Việt Nam duy nhất có 1 dây chuyền sản xuất kháng sinh tiêm đạt tiêu chuẩn EU-GMP và được xếp vào nhóm này, cung cấp tới hơn 1.350 triệu lọ với tổng giá trị gần 11 tỷ đồng (đơn giá trúng thầu dao động từ 7.400-8.900 đ/lọ).

#### Nhà máy thuốc tiêm Penicillin

**Bảng 5: Tổng số thuốc Penicillin tiêm trúng thầu vào các cơ sở y tế năm 2014**

Nhóm đấu thầu	Số lượng (lọ)	Giá trị (tỷ đồng)
Biệt dược gốc	44.800	2,1
Nhóm 1	391.720	17,9
Nhóm 2	514.100	28,3
Nhóm 3	2.112.844	75,9
Nhóm 5	25.300	0,7
Tổng	3.088.764	125,0

Nguồn: Rongviet Research tổng hợp

Nhu cầu thuốc tiêm Penicillin (với các hoạt chất Amoxicillin, Ampicillin, Cloxacillin hay Piperacillin ...) năm 2014 rơi vào khoảng 3,1 triệu lọ với tổng giá trị là 125 tỷ. Trong đó, các sản phẩm của CTCP dược phẩm Việt Trung (VCP) gần như độc chiếm nhóm 3 với hơn 1,8 triệu lọ (tương ứng 66 tỷ). Các sản phẩm nhóm 2 chỉ chiếm 17% tổng số lượng, hay nói cách khác, cơ hội tăng sản lượng cho IMP sau khi nâng chuẩn dây chuyền Penicillin không cao bằng so với thuốc tiêm Cefotaxim, với giá định nhu cầu tiêu thụ thuốc của kênh ETC không có dịch chuyển lớn về cơ cấu từ 2014.

**Dựa trên những khảo sát thực hiện, nhìn chung chúng tôi đánh giá cao doanh thu tiềm năng mà IMP có thể thu được khi các nhà máy được nâng chuẩn.** Điều này không chỉ giúp IMP tăng đáng kể doanh thu kênh ETC, mà còn giúp cải thiện công suất các nhà máy. Đại diện IMP kỳ vọng có thể nâng công suất 2 nhà máy Cephalosporin và Penicillin lên mức 50% vào năm 2017. Khi ấy, chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm sẽ giảm đi và biên lợi nhuận của doanh nghiệp có khả năng cải thiện.

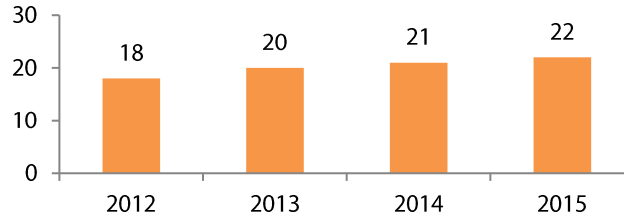
Để có một nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP hay PIC/S-GMP cần mất khoảng 3 năm để xây dựng, thẩm định, cấp phép, đào tạo nhân lực phù hợp... Các đối thủ như DHG, DMC hiện cũng đang xây dựng các nhà

máy theo các chuẩn này, nhưng hầu hết phải đến 2018 mới có thể hoàn thành. IMP đã đi trước và kỳ vọng sẽ hưởng trái ngọt trong những năm tới.

### Hệ thống kênh phân phối sẽ phát triển hơn trong tương lai

Do phát triển sau, kênh phân phối của Công ty chưa thể mạnh bằng các đối thủ như DHG hay DMC. Trong những năm gần đây, công ty tích cực mở rộng mạng lưới chi nhánh để đẩy mạnh doanh thu vào kênh OTC và đạt được những tăng trưởng đáng ghi nhận (42% năm 2013, 37% năm 2014 và 20% năm 2015). IMP hiện chiếm khoảng 2,5%-3% thị phần.

**Hình 10: Số lượng chi nhánh giai đoạn 2012-2015**



Nguồn: Báo cáo tài chính IMP

Hiện tại, ngoại trừ 2 chi nhánh thực hiện việc quản lý hành chính tại Bình Dương và Vĩnh Lộc và chi nhánh 1 Hồ Chí Minh đảm nhận việc xuất nhập khẩu, 19 chi nhánh còn lại tập trung cho việc phân phối thuốc. Tuy nhiên, để các chi nhánh mới đi vào hoạt động ổn định cần thời gian để thăm dò, thâm nhập thị trường cũng như xây dựng đội ngũ trình dược viên. Do vậy, chúng tôi đánh giá hệ thống phân phối của IMP sẽ tốt dần lên trong tương lai.

### Đầu tư cho dài hạn

**Imexpharm hiện đang tiếp tục đầu tư hai nhà máy mới.** Tuy ban lãnh đạo IMP không công bố các dòng sản phẩm của 2 nhà máy này, chúng tôi cho rằng nhà máy Bình Dương sẽ tập trung sản xuất các dòng sản phẩm đặc trị đón đầu thị trường, trong khi nhà máy Vĩnh Lộc sẽ sản xuất các dòng kháng sinh non-betalactam để bổ sung cho nhà máy ở Đồng Tháp hiện đã hoạt động hết công suất. Đây đều là những bổ sung cần thiết cho IMP. Hai nhà máy đều theo chuẩn EU-GMP cho phép các sản phẩm có thể đầu thầu vào kênh ETC ở nhóm 2 hay bán qua kênh OTC, linh hoạt tùy theo tình hình kinh doanh của doanh nghiệp.

Nhìn xuyên suốt lịch sử phát triển của IMP, có thể thấy rằng công ty luôn ưu tiên đầu tư cho hệ thống dây chuyền công nghệ trong khi hầu hết các doanh nghiệp trên thị trường chưa chú trọng điều này. Dù gặp khó khăn trong những năm vừa qua, nhưng theo nhận định của chúng tôi, đây là chiến lược bền vững và dài hạn vì (1) năng lực sản xuất và công nghệ của IMP sẽ đi trước các đối thủ và (2) người dân ngày càng đề cao chất lượng thuốc. Tới 2019, IMP sẽ có tới 4 nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP với danh mục sản phẩm tương đối hoàn thiện từ thuốc đặc trị cho đến kháng sinh betalactam và non-betalactam. Thêm vào đó, hệ thống nhà máy này còn hỗ trợ IMP tăng doanh thu ở mảng hàng nhượng quyền và xuất khẩu. Công ty coi như hoàn thành đầu tư và chỉ cần tập trung vào việc sản xuất và bán hàng. Hiệu quả sử dụng tài sản cố định sẽ dần được cải thiện.

**Bảng 6: Danh sách nhà máy đang đầu tư mới**

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Dự kiến hoàn thành	Vốn đầu tư	Nguồn vốn
1. Nhà máy dược công nghệ cao (Bình Dương)	EU-GMP	2018	300-370 tỷ	Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 10:3), giá tối thiểu 45.000đ

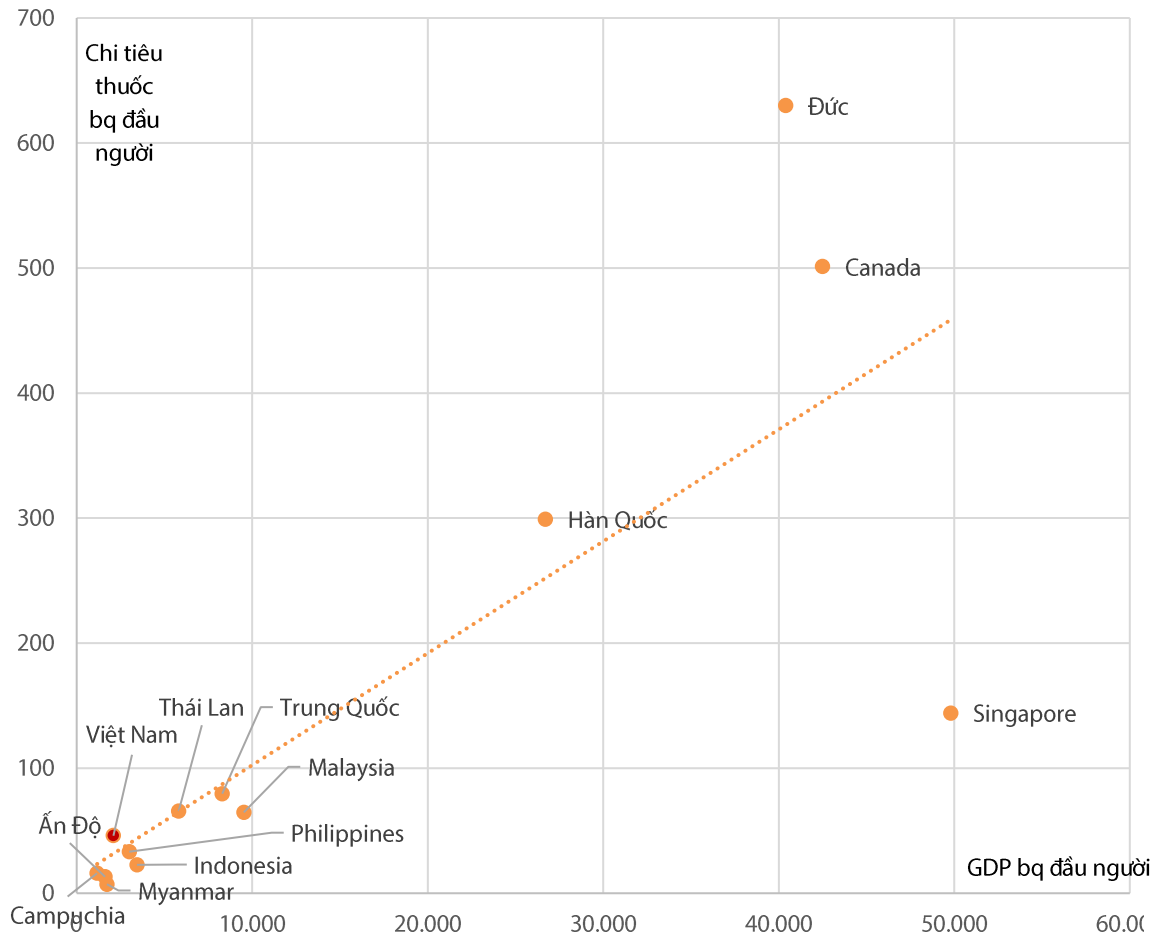
2. Nhà máy kháng sinh công nghệ cao (Vinh Lôc, Hồ Chí Minh)	EU-GMP	2018	250 tỷ	Lợi nhuận giữ lại, vốn tích lũy từ hoạt động kinh doanh, quỹ khoa học công nghệ
---	--------	------	--------	---

Nguồn: IMP, Rongviet Research

### Nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng sẽ ngày càng tăng

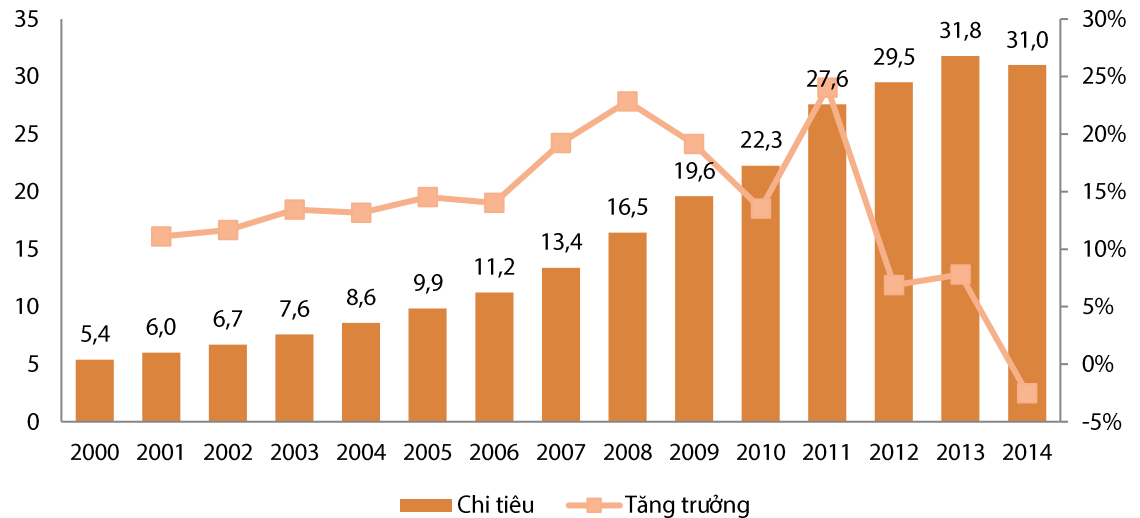
Thuốc là một loại mặt hàng đặc biệt vì nó liên quan trực tiếp đến sức khỏe của người sử dụng. Do đó, khi thu nhập ngày càng cao, người dân càng có xu hướng tìm đến các sản phẩm có chất lượng cao hơn. Dữ liệu tổng hợp từ nhiều quốc gia trên thế giới cho thấy, chi phí dành cho dược phẩm tỷ lệ thuận với GDP đầu người. Thực tế, người Việt Nam đang dành một tỷ lệ cao nhất cho chi phí thuốc men trong tổng thu nhập so với các quốc gia có thu nhập tương đương như Ấn Độ, Indonesia, Phillipine hay các nước trong khu vực như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia... Tuy nhiên, xét về con số tuyệt đối, hiện tại giá trị tiêu thụ thuốc bình quân đầu người của Việt Nam mới bằng khoảng 17% trung bình của thế giới. Trong khi GDP bình quân đầu người của Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục cải thiện trong các năm tới, dư địa tăng trưởng cho ngành dược là khá rõ ràng. Ngoài ra, Việt Nam có dân số hơn 90 triệu người với tốc độ tăng trưởng hằng năm khoảng 1% cũng là một yếu tố mang đến cơ hội trong dài hạn cho ngành dược nói chung và IMP nói riêng.

**Hình 11: Giá trị tiêu thụ thuốc bình quân đầu người tại một số nước năm 2015 (USD)**



Nguồn: BMI, tradingeconomic

**Hình 12: Chi tiêu thuốc bình quân đầu người tại Việt Nam giai đoạn 2000-2014 (USD)**



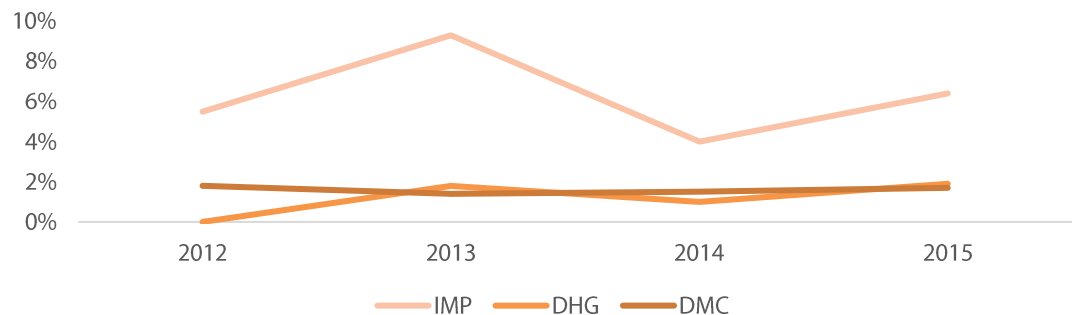
Nguồn: DAV, Rongviet Research

### Rủi ro đầu tư

#### Bị chiếm dụng vốn trong hệ điều trị làm giảm hiệu quả sử dụng vốn của công ty

Do doanh thu từ kênh điều trị thường được thanh toán qua hệ thống bảo hiểm, thủ tục thường mất thời gian hơn nhiều so với việc thu tiền từ các nhà thuốc hay chi nhánh ở kênh OTC. Điều này khiến tỷ lệ phòng các khoản phải thu/phải thu và kỳ thu tiền bình quân của IMP cao hơn nhiều so với các công ty có tỷ trọng doanh thu thiên về OTC như DHG hay DMC, đặc biệt là giai đoạn trước 2013 khi kênh ETC của IMP vẫn còn chiếm tỷ trọng lớn. Từ 2013, với việc tỷ trọng doanh thu từ kênh ETC giảm xuống, các chỉ số này của IMP được cải thiện hơn, nhưng vẫn kém hơn các đối thủ. Điều này là do IMP vẫn đang trong quá trình phát triển kênh bán hàng nên phải thực hiện những chính sách bán hàng “mềm mỏng” hơn.

**Hình 13: Chỉ số dự phòng các khoản phải thu/phải thu**



Nguồn: Rongviet Research

#### Giá nguyên liệu biến động

Giống như các doanh nghiệp khác trong ngành, nguyên liệu chiếm phần lớn trong giá vốn của IMP và phần lớn phải nhập khẩu. Để hạn chế rủi ro này, IMP cố gắng ký hợp đồng mua nguyên liệu cho cả năm, tuy nhiên điều này không dễ thực hiện vì nhiều nguyên liệu có giá biến động rất mạnh.

#### Ảnh hưởng bất lợi từ các chính sách quản lý

Một trong những chiến lược mũi nhọn của IMP là quay trở lại kênh ETC qua việc đấu thầu các sản phẩm ở nhóm 2. Do đó, các quy định về đấu thầu có sự thay đổi theo hướng bất lợi sẽ là rủi ro lớn nhất đối với IMP.

### Dự phóng KQKD

Dựa trên kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của IMP, chúng tôi đánh giá doanh thu kênh OTC chỉ tăng 8% trong năm 2016, và tăng trưởng quanh mức 6-7% trong các năm sau do sự cạnh tranh ở kênh OTC ngày càng khốc liệt. Đối với kênh ETC, chúng tôi kỳ vọng việc nâng chuẩn nhà máy sẽ giúp doanh thu tăng trưởng mạnh trong những năm tới. Cơ cấu tỷ trọng doanh thu OTC-ETC vì vậy cũng được ban lãnh đạo IMP đặt mục tiêu điều chỉnh về mức 70-30. Biên lợi nhuận gộp của hàng sản xuất được cải thiện trong 2017-2018 nhờ các nhà máy hoạt động với công suất cao hơn, sau đó giảm dần do khấu hao từ các nhà máy mới.

Về mảng sản xuất nhượng quyền, doanh thu dự kiến giảm khoảng 50% trong năm 2016 và 30% trong năm 2017 do có nhiều sản phẩm nhượng quyền bị hết hạn số đăng ký. Khi các sản phẩm này được đăng ký lại, doanh thu sẽ phục hồi phần nào. Tuy nhiên, do biên lợi nhuận của mảng này không cao bằng hàng sản xuất, IMP không chủ động tìm kiếm các đối tác nhượng quyền mà tập trung vào việc phát triển hàng sản xuất. Vì vậy, dù các nhà máy chuẩn EU-GMP có khả năng thu hút thêm các đối tác mới, chúng tôi giả định doanh thu sẽ chỉ tăng với tốc độ bình quân 10%/năm.

**Bảng 7: Các giả định dự phóng**

Doanh thu (tỷ đồng)	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
1.Hàng sản xuất	747,4	829,4	941,0	1.084,8	1.237,8	1.389,7	1.568,5
Tăng trưởng	4,5%	11,0%	13,5%	15,3%	14,1%	12,3%	12,9%
a. Kênh OTC	597,9	721,5	779,3	826,0	875,6	936,9	1.002,5
Tăng trưởng	37,0%	19,6%	8,0%	6,0%	6,0%	7,0%	7,0%
b. Kênh ETC	149,5	107,8	161,7	258,8	362,3	452,8	566,0
Tăng trưởng	-48,0%	-26,0%	50,0%	60,0%	40,0%	25,0%	25,0%
2.Hàng nhượng quyền	110,9	148,3	74,1	51,9	83,0	91,3	100,5
Tăng trưởng	1,0%	33,6%	-50,0%	-30,0%	60,0%	10,0%	10,0%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>897,1</b>	<b>964,3</b>	<b>1.006,9</b>	<b>1.129,8</b>	<b>1.312,9</b>	<b>1.469,0</b>	<b>1.655,4</b>
Tăng trưởng	6,6%	7,5%	4,4%	12,2%	16,2%	11,9%	12,7%

Biên LN gộp	2014	2015	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Hàng sản xuất	52,8%	54,5%	54,0%	55,7%	56,2%	54,0%	54,0%
Hàng nhượng quyền	25,0%	28,5%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Nguồn: Rongviet Research

### Quan điểm và định giá

IMP là nhà sản xuất thuốc tân dược lớn thứ ba về vốn hóa và giá trị hàng sản xuất trong số các DN niêm yết, với triết lý kinh doanh khác biệt tập trung vào chất lượng sản phẩm. Do tỷ trọng phân phối thuốc vào kênh điều trị (ETC) trước năm 2013 ở mức cao, hoạt động kinh doanh của công ty trong những năm vừa qua bị ảnh hưởng khá nhiều bởi thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC hướng dẫn đấu thầu thuốc trong các cơ sở y tế. Tuy nhiên, với 2 nhà máy được nâng chuẩn trong cuối năm nay, doanh thu bán thuốc từ kênh điều trị (ETC) dự kiến sẽ hồi phục, đặc biệt là từ năm 2017.

Khác với các công ty khác trong ngành, IMP hiện vẫn tiếp tục đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy. Dự kiến đến 2019, IMP sẽ có tổng cộng 4 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP, với danh mục sản phẩm tương đối đa dạng.

Thêm vào đó, hệ thống phân phối của công ty được cải thiện và nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng cao ngày càng tăng. Do vậy, chúng tôi cho rằng triển vọng trong dài hạn của IMP là lạc quan.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định mức giá hợp lý của IMP là **50.400 đồng**, thấp hơn 7,5% so với giá đóng cửa của ngày 15/08/2016. Với việc kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của IMP không thật sự lạc quan, nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào khi giá cổ phiếu có sự điều chỉnh về mức hấp dẫn hơn.

**Phụ lục 1: Quy trình đấu thầu thuốc vào các cơ sở y tế công lập (kênh ETC)**

1. Các cơ sở y tế, căn cứ vào danh mục thuốc được đấu thầu tập trung, sẽ xây dựng nhu cầu sử dụng thuốc, sau đó gửi về đơn vị mua thuốc tập trung cấp địa phương.
2. Đơn vị mua thuốc tập trung cấp địa phương sẽ tổng hợp nhu cầu về số lượng, danh mục thuốc đã phân chia theo các nhóm để phân chia gói thầu và tiến hành mời thầu.
3. Sau khi việc thương thảo hợp đồng được hoàn thành, kết quả lựa chọn nhà thầu và thỏa thuận khung (số lượng, giá thuốc...) sẽ được công bố trên Cổng Thông tin điện tử của Bộ Y tế và Trang Thông tin điện tử của Sở Y tế. Các doanh nghiệp thắng thầu sẽ cung cấp thuốc cho các cơ sở y tế trong thời hạn thường là một năm.

Hiện nay tùy vào năng lực tổ chức của từng địa phương mà việc đấu thầu có thể được thực hiện tập trung trên sở y tế (cách thức này là chủ yếu), tập trung theo từng khu vực của 1 địa phương hay đấu thầu riêng lẻ ở từng bệnh viện. Lịch đấu thầu của từng cơ sở cũng rất khác nhau, nhưng thường tập trung vào 6 tháng đầu năm.

**Phụ lục 2: Cách thức phân chia gói thầu thuốc Generics**

**Nhóm 1:** Thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP, PIC/S-GMP hoặc WHO-GMP, tại các nước tham gia ICH (Mỹ, Nhật, các nước châu Âu ...) và Australia.

**Nhóm 2:** Thuốc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP nhưng không thuộc nước tham gia ICH và Australia. Hiện tại, chiếm nhiều nhất là các doanh nghiệp Ấn Độ (%), ngoài ra còn các doanh nghiệp châu Á khác như Đài Loan, Hàn Quốc và một vài doanh nghiệp Việt Nam (Bidipharco, Pymepharco)

**Nhóm 3:** Thuốc sản xuất trên dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP được Bộ Y tế Việt Nam cấp giấy chứng nhận. Hiện tại cả nước có tới 178 cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn này. Ngoài ra còn rất nhiều các công ty của Trung Quốc và Ấn Độ. Vì vậy, sự cạnh tranh trong nhóm này là khốc liệt nhất, với chiến thắng thường thuộc về các loại thuốc giá rẻ với chất lượng không cao. Đây là lý do nhiều doanh nghiệp đang tiến hành nâng chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP cho các nhà máy để có thể chuyển lên nhóm 2.

**Nhóm 4:** Thuốc có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.

**Nhóm 5:** Thuốc không đáp ứng tiêu chí của các nhóm 1, 2, 3 và 4 ở trên.

Trường hợp thuốc đáp ứng tiêu chí của nhiều nhóm thì nhà thầu được dự thầu vào một hoặc nhiều nhóm (Ví dụ: nhà thầu có thuốc đáp ứng tiêu chí tại Nhóm 1, được dự thầu vào Nhóm 1, Nhóm 2, Nhóm 5; Nhà thầu có thuốc đáp ứng tiêu chí tại Nhóm 2 được dự thầu vào Nhóm 2, Nhóm 5 v.v...)

**Phụ lục 3: Quá trình thay đổi của các thông tư quy định việc đấu thầu thuốc tại các cơ sở y tế công lập**

**Thông tư số 01/2012/TTLT-BYT-BTC** (hiệu lực 01/06/2012) hướng dẫn đấu thầu thuốc trong các cơ sở y tế. Theo thông tư này, các thuốc sau khi vượt qua được các yêu cầu về mặt kỹ thuật và chất lượng, **thuốc có giá thấp nhất sẽ thắng thầu**. Vấn đề của thông tư 01 là các nhóm đấu thầu thuốc không được phân chia rõ ràng, các tiêu chí kỹ thuật không khó để vượt qua. Do đó, sau khi thông tư này được áp dụng, đã có rất nhiều phản ảnh về tình trạng nhiều thuốc trúng thầu tuy có giá rẻ nhưng chất lượng rất kém.

Vì lẽ đó, **thông tư số 36/2013/TTLT-BYT-BTC** (hiệu lực 01/01/2013) được ra đời để bổ sung sửa đổi cho thông tư 01.

Thông tư này phân chia rõ hơn từng nhóm thuốc đấu thầu, trong đó quan trọng nhất là tách riêng thuốc sản xuất tại các cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP thuộc nước tham gia ICH (châu Âu, Nhật, Mỹ ...) với các thuốc sản xuất tại các cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/S-GMP nhưng không thuộc nước tham gia ICH (Ấn Độ, Đài Loan, Việt Nam ...). Điều này giúp các thuốc của châu Âu, Mỹ, Nhật, có chất lượng và giá cao hơn, không còn phải cạnh tranh với các thuốc của Ấn Độ. Việc tách ra này đã góp phần cải thiện chất lượng một phần các loại thuốc trúng thầu.

Tiếp đó, **thông tư số 31/2014/TT-BYT** (hiệu lực 26/09/2014) ban hành bảng tiêu chuẩn đánh giá về mặt kỹ thuật tại hồ sơ mời thầu mua thuốc. Thuốc đạt tiêu chuẩn kỹ thuật phải đạt ít nhất **80%** tổng điểm, nâng lên từ mức 70% ban đầu.

Mới đây nhất **thông tư số 11/2016/TT-BYT** (hiệu lực 01/07/2016) đi vào thực hiện, thay thế các thông tư 01, 36, 31 ở trên. Việc xét duyệt trúng thầu có sử dụng thêm **phương pháp kết hợp giữa kỹ thuật và giá**. Theo phương pháp này, nhà thầu có điểm tổng hợp cao nhất được xếp thứ nhất, chứ không chỉ xét về giá.

Như vậy, có thể thấy các chính sách dần thay đổi theo hướng không chỉ chọn thuốc giá rẻ mà còn quan tâm tới chất lượng, dù những thay đổi này là chưa nhiều.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Doanh thu thuần	897,1	964,3	1.006,9	1.129,8
Giá vốn	478,3	581,1	608,9	644,8
<b>Lãi gộp</b>	<b>418,9</b>	<b>383,3</b>	<b>398,0</b>	<b>485,0</b>
Chi phí bán hàng	244,4	193,1	201,4	226,0
Chi phí quản lý	64,6	72,8	75,5	84,7
Thu nhập từ HĐTC	9,6	17,8	10,4	6,7
Chi phí tài chính	8,3	15,2	11,1	12,5
Lợi nhuận khác	-0,9	-1,2	-1,0	-1,0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>110,3</b>	<b>118,7</b>	<b>119,4</b>	<b>167,5</b>
Thuế TNDN	24,5	25,8	23,9	33,5
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>85,8</b>	<b>92,9</b>	<b>95,5</b>	<b>134,0</b>
EBIT	<b>110,7</b>	<b>119,3</b>	<b>119,8</b>	<b>167,9</b>
EBITDA	148,1	157,7	165,8	229,8

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	6,6%	7,5%	4,4%	12,2%
Lợi nhuận HKKD	10,4%	6,8%	3,2%	43,9%
EBITDA	11,8%	6,5%	5,2%	38,6%
EBIT	15,8%	7,8%	0,4%	40,1%
Lợi nhuận sau thuế	41,5%	8,3%	2,8%	40,3%
Tổng tài sản	18,4%	6,1%	43,6%	4,1%
Vốn chủ sở hữu	9,8%	13,8%	47,4%	3,5%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	5,0%	4,1%	2,2%	4,1%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	46,7%	39,7%	39,5%	42,9%
LN HKKD / Doanh thu	12,2%	12,2%	12,0%	15,4%
EBITDA/ Doanh thu	16,5%	16,4%	16,5%	20,3%
EBIT/ Doanh thu	12,3%	12,4%	11,9%	14,9%
LNST/ Doanh thu	9,6%	9,6%	9,5%	11,9%
ROA	9,0%	8,8%	7,2%	8,4%
ROIC or RONA	14,0%	13,5%	10,4%	12,0%
ROE	11,3%	10,9%	8,5%	9,9%

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,7	3,6	3,6	4,1
Vòng quay hàng tồn kho	1,9	2,2	2,3	2,3
Vòng quay khoản phải trả	3,0	3,3	3,5	3,2
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	3,6	4,8	5,7	4,7
Nhanh	2,1	3,2	4,3	3,3
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	29,2%	20,5%	17,4%	18,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

<b>Tăng trưởng</b>				
--------------------	--	--	--	--

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền	179	88	570	388
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3	104	4	4
Các khoản phải thu	227	303	252	294
Tồn kho	295	246	274	290
Tài sản ngắn hạn khác	16	5	6	6
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>719</b>	<b>745</b>	<b>1.105</b>	<b>982</b>
Tài sản cố định hữu hình	173	192	235	386
Tài sản cố định vô hình	69	71	71	70
Xây dựng cơ bản dở dang	4	15	88	123
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	46	49	49	49
Tài sản dài hạn khác	18	21	23	25
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>310</b>	<b>348</b>	<b>464</b>	<b>652</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.030</b>	<b>1.093</b>	<b>1.569</b>	<b>1.634</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	114	58	98	104
Khoản phải trả ngắn hạn khác	87	98	94	106
Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	33	29	40	41
<b>Tổng nợ</b>	<b>233</b>	<b>186</b>	<b>233</b>	<b>251</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>797</b>	<b>907</b>	<b>1.337</b>	<b>1.383</b>
Vốn đầu tư của CSH	263	289	391	391
Lợi nhuận giữ lại	80	85	86	109
Các quỹ	214	235	258	282
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>797</b>	<b>907</b>	<b>1.337</b>	<b>1.383</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.030</b>	<b>1.093</b>	<b>1.569</b>	<b>1.634</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015</b>	<b>FY2016E</b>	<b>FY2017F</b>
LNTT	110,3	118,7	119,4	167,5
Khấu hao	37,4	38,4	46,0	61,9
Các điều chỉnh	-15,1	-7,7	-10,0	-10,0
Thay đổi vốn lưu động	-117,0	-104,6	45,1	-73,6
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>15,6</b>	<b>44,8</b>	<b>200,5</b>	<b>145,9</b>
Thay đổi TSCĐ	-31,2	-74,8	-159,3	-246,7
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	-12,0	-102,4	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	6,8	8,7	8,0	8,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-36,4</b>	<b>-168,5</b>	<b>-151,3</b>	<b>-238,7</b>
Nhận/trả lại vốn góp	31,7	85,1	405,2	0,0
Vay mới/trả nợ vay	0,0	0,0	0,0	0,0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ+Chi khác từ LNGL	-24,6	-52,1	27,9	-89,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>7,1</b>	<b>33,0</b>	<b>433,1</b>	<b>-89,0</b>
Tiền thuần trong kỳ	-13,7	-90,7	482,4	-181,8
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>192,3</b>	<b>178,6</b>	<b>87,8</b>	<b>570,2</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>178,6</b>	<b>87,8</b>	<b>570,2</b>	<b>388,4</b>

### BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

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 LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

#### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, 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.

#### Hệ thống mạng lưới

##### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

##### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

##### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP,Nha Trang

##### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP, Cần Thơ

#### TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

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. Rong Viet 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 Rong Viet 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**