

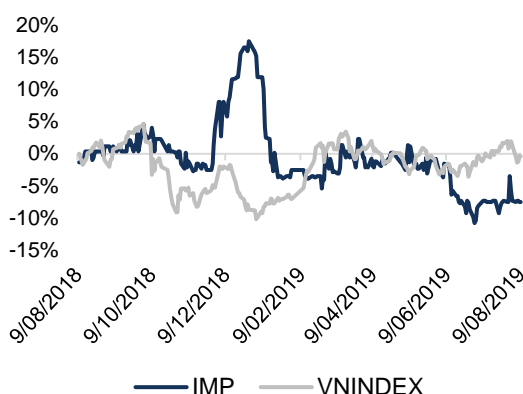
NGÀNH: DƯỢC PHẨM
Ngày 21 tháng 08 năm 2019
CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)
Nguyễn Phương Thảo

Chuyên viên phân tích

Email: thaonp2@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7588

Giá thị trường (tại ngày 21/08/2019)	48.000	Khuyến nghị
Giá mục tiêu của cổ phiếu	57.600	MUA
Chênh lệch	+20%	

Diễn biến giá cổ phiếu IMP


Thông tin giao dịch	21/08/2019
Giá hiện tại	48.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	58.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	46.200
Số lượng CP niêm yết (CP)	42.978.151
Số lượng CP lưu hành (CP)	49.401.359
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	11.493
% sở hữu nước ngoài	48,13%
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.367

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 4, Đường 30/4, P.1, Thị xã Cao Lãnh, tỉnh Đồng Tháp
Doanh thu chính	Thuốc tự sản xuất, thuốc nhượng quyền
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, quảng cáo
Lợi thế cạnh tranh	Nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP
Rủi ro chính	Biến động nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông tại 21/08/2019	Tỉ lệ (%)
Tổng công ty dược Việt Nam	22,9%
KWE Beteiligungen AG	10,12%
Balestrand Limited	5,92%
CTCP giải pháp phân phối và bán lẻ Phano	3,35%
Cổ đông nước ngoài khác	39,71%
Cổ đông trong nước khác	18%

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỪ CÁC NHÀ MÁY THEO TIÊU CHUẨN EU-GMP

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu IMP – Công ty cổ phần dược phẩm Imexpharm, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu IMP là **57.600/cp**, cao hơn **20%** so với mức giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✓ **Vị thế tiên phong khi sở hữu 3 nhà máy hiện đại theo tiêu chuẩn EU-GMP, giúp tăng khả năng cạnh tranh bằng thuốc đáp ứng tiêu chuẩn cao.**

IMP đi trước đối thủ nội địa từ 3 đến 4 năm trong việc sản xuất dòng thuốc đạt tiêu chuẩn này, tăng khả năng cạnh tranh đầu thầu thuốc vào phân khúc cao cấp nhóm 1 và nhóm 2, đồng thời mở ra triển vọng xuất khẩu sang các nước Châu Âu, Bắc Phi, Mỹ và các nước lân cận.

- ✓ **Chiến lược tập trung vào kênh ETC (hệ thống các bệnh viện) phù hợp với xu hướng:**

- (1) Chính phủ hướng tới bảo hiểm y tế toàn dân sẽ thúc đẩy người dân đi khám chữa bệnh ở các bệnh viện.
- (2) Nhận thức nâng cao sức khỏe của người dân về tình trạng kháng thuốc kháng sinh, thay đổi thói quen mua thuốc kê đơn từ bác sĩ.
- (3) Hệ thống y tế dần được nâng cấp và mở rộng.

- ✓ **Chính sách hiện tại hỗ trợ hơn cho các doanh nghiệp dược nội địa có nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP khi tham gia đấu thầu vào kênh ETC:**

- (1) Thông tư 15/2019/TT-BYT (có hiệu lực ngày 01/10/2019) về đấu thầu thuốc ban hành thay thế thông tư 11/2016/TT-BYT theo tiêu chuẩn nghiêm ngặt hơn, giúp IMP giảm bớt đối thủ cạnh tranh trên kênh ETC.
- (2) Thông tư số 03/2019/TT-BYT: ưu tiên sử dụng thuốc nội địa đáp ứng đủ tiêu chuẩn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

➤ Rủi ro ngành:

- ✓ **Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào:** Khoảng 90% nguyên vật liệu đầu vào phải nhập khẩu, chi phí nguyên vật liệu phụ thuộc vào sự biến động giá dược liệu (API) và biến động tỷ giá.

- ✓ **Rủi ro chính sách:**

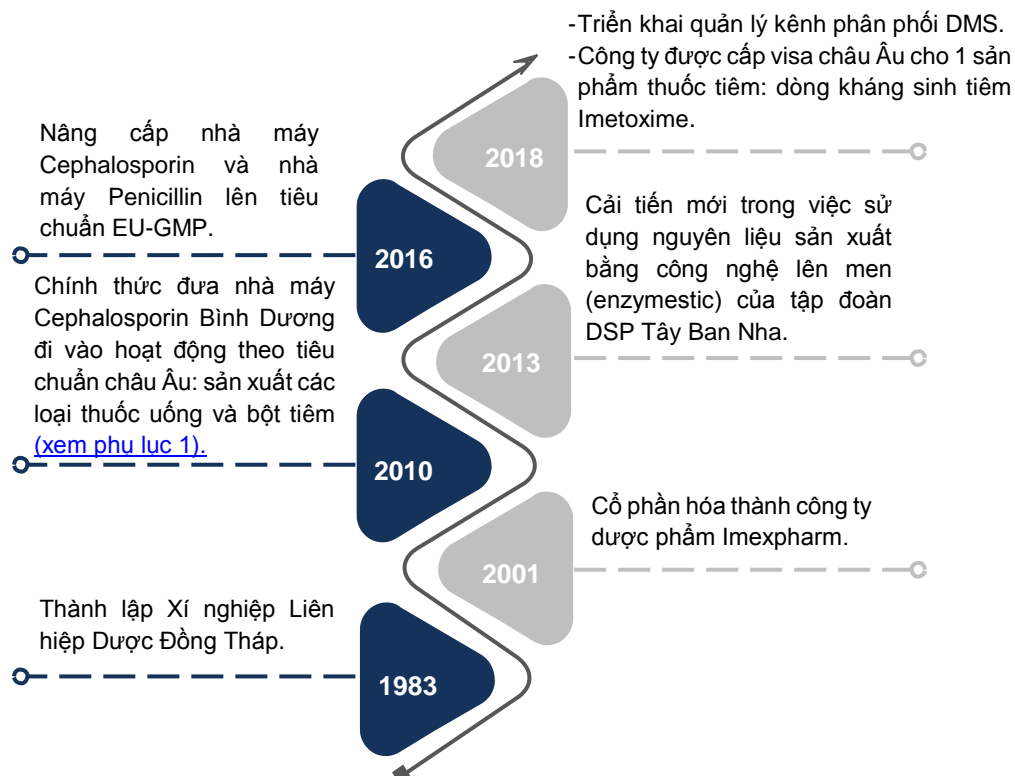
Chính phủ kiểm soát chặt chẽ trong việc bán thuốc kháng sinh không kê đơn trên kênh OTC (hệ thống các quầy thuốc, siêu thị thuốc...), trong khi đây lại là kênh tiêu thụ chính của IMP trong ngắn hạn.

➤ Rủi ro doanh nghiệp:

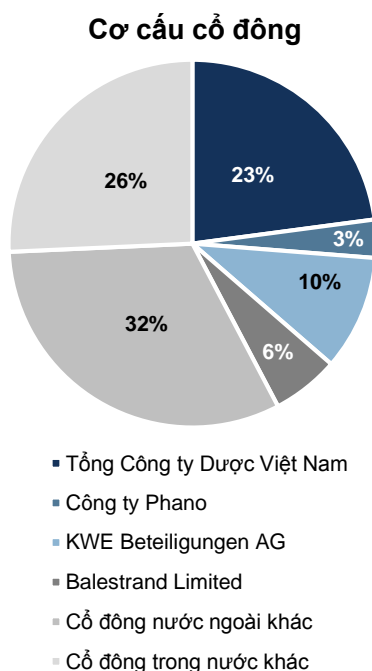
- ✓ **Rủi ro bị thu tóm:** do cổ đông lớn không nắm đủ số cổ phần chi phối. Tổng tỷ trọng sở hữu của tổng công ty dược Việt Nam (23%) và nhóm cổ đông nội bộ (3,49%) chỉ đạt gần 27% nên chưa đạt tỷ lệ phủ quyết tối thiểu 36% theo điều lệ của công ty.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành



Cơ cấu cổ đông tại ngày 21/08/2019



Hiện nay, Công ty nhà nước (Tổng Công ty Dược Việt Nam Vinapharm) là cổ đông lớn nhất với tỉ lệ sở hữu 23% và chưa có kế hoạch thoái vốn khỏi IMP. Tổng tỷ trọng sở hữu của tổng công ty dược Việt Nam và nhóm cổ đông nội bộ (3,49%) chỉ đạt gần 27% và chưa đạt tỷ lệ phủ quyết tối thiểu 36% theo điều lệ công ty. Do đó, công ty có nguy cơ đối mặt với rủi ro bị thôn tóm.

Công ty cổ phần giải pháp phân phối và bán lẻ Phano từng là cổ đông chiến lược nắm giữ gần 10% cổ phần của IMP từ đầu năm 2015, với mục tiêu củng cố thêm hệ thống phân phối cho IMP trên kênh OTC. Tuy nhiên, công ty Phano hiện chỉ nắm giữ khoảng 3% cổ phần do bất đồng chiến lược kinh doanh. Việc Phano giảm tỉ lệ sở hữu sẽ không ảnh hưởng đáng kể đến tình hình kinh doanh cũng như chiến lược định hướng vào kênh ETC của IMP, vì đóng góp doanh thu của Phano ở mức thấp hơn 4% doanh thu và giảm từ năm 2016 đến 2018.

Các quỹ đầu tư tài chính là các cổ đông nước ngoài đang sở hữu 48% cổ phần, các cổ đông khác trong nước nắm giữ 26% cổ phần còn lại.

Lĩnh vực kinh doanh

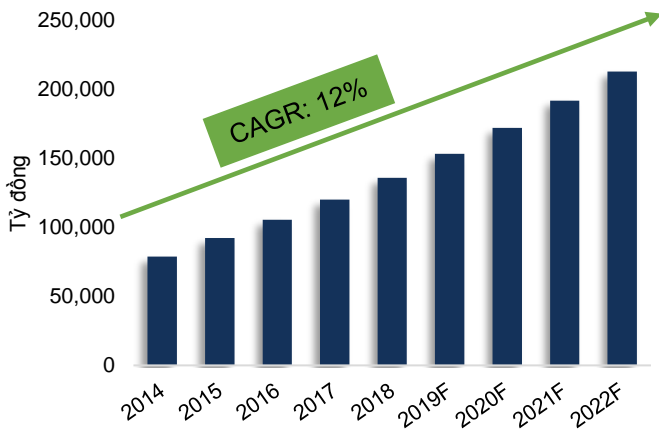
IMP sản xuất và kinh doanh dược phẩm. Sản phẩm chủ lực của IMP là các loại thuốc đặc trị như thuốc kháng sinh, thuốc tiêu hóa, thuốc gan mật, thuốc hô hấp và thuốc tim mạch.

Sản phẩm của IMP



TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC PHẨM

Doanh thu ngành dược phẩm

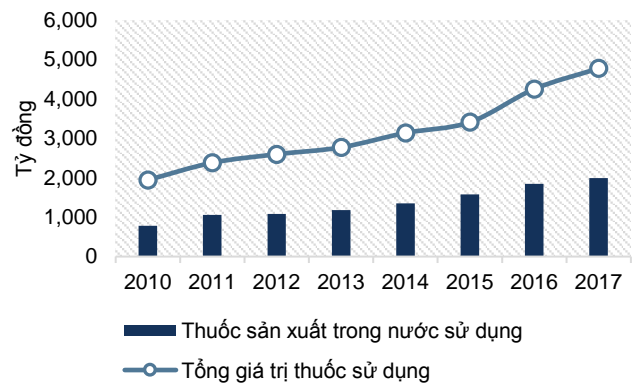


Nguồn: BMI, FPTS tổng hợp

Theo báo cáo của tổ chức BMI¹, ngành dược Việt Nam hiện đang phát triển mạnh mẽ trong hơn 10 năm qua, đứng thứ 13 trên thế giới về tốc độ tăng trưởng (đạt CAGR 12%). Từ năm 2010 đến nay, doanh thu ngành dược luôn duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 2 con số và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng này cho đến năm 2022.

Dân số đang bước vào giai đoạn “già hóa”, đồng nghĩa với nhu cầu chăm sóc sức khỏe đang tăng lên. Bên cạnh đó, mức độ chi trả cho các dịch vụ y tế có xu hướng tăng lên do thu nhập bình quân đầu người và trình độ dân trí được nâng cao... là những động lực chính giúp ngành dược phát triển.

Quy mô ngành và thị phần thuốc sản xuất trong nước



Nguồn: IMS Health, FPTS tổng hợp

Tuy ngành dược trong nước đã có bước tiến mạnh mẽ, nhưng hiện nay mới chỉ đáp ứng được 52,5% nhu cầu (về giá trị) dược phẩm trong nước (Theo IMS Health² 2017), phần còn lại phải thông qua nhập khẩu. Nguyên nhân chính là do:

1. Thuốc trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu điều trị cho bệnh nhân.
2. Tâm lý bác sĩ và người tiêu dùng chưa tin dùng thuốc nội địa.

Vì vậy, Chính phủ đã đề ra chiến lược phát triển cho ngành dược đến năm 2020 là thuốc sản xuất trong nước phải đáp ứng 80% nhu cầu điều trị kênh bệnh viện (kênh ETC).

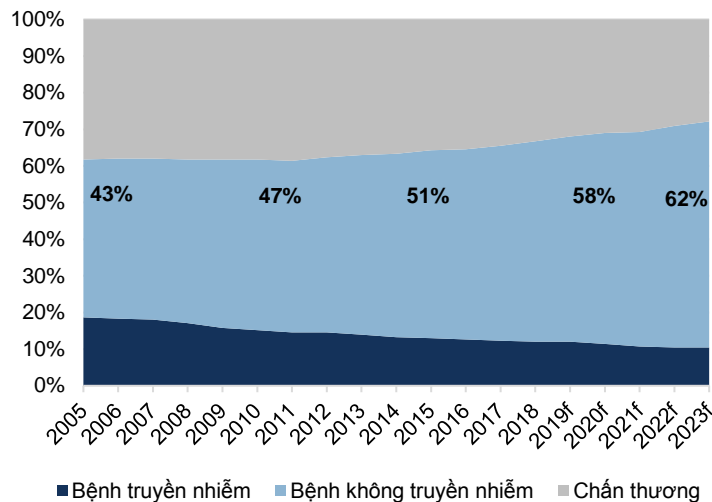
¹ Tổ chức BMI (Business Monitor International): là một tổ chức nghiên cứu đánh giá về kinh tế, tài chính hàng đầu thế giới có trụ sở tại London.

² Công ty IMS Health: công ty lớn nhất tại Mỹ về cung cấp thông tin, dịch vụ và công nghệ trong ngành chăm sóc sức khỏe.

Chúng tôi đánh giá rằng, trong thời gian tới, ngành dược vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng đến từ các yếu tố sau:

- Xu hướng bệnh không truyền nhiễm đang gia tăng, cơ hội rộng mở cho doanh nghiệp đầu tư vào sản xuất dòng thuốc đặc trị.
- Xu hướng kênh ETC vẫn sẽ chiếm 75% doanh thu trong ngành dược phẩm.
- Một số cơ chế hỗ trợ doanh nghiệp nội địa khi tham gia đấu thầu thuốc kênh ETC.

(1) Xu hướng bệnh không truyền nhiễm đang gia tăng, cơ hội cho những doanh nghiệp mở rộng sản xuất dòng thuốc đặc trị:

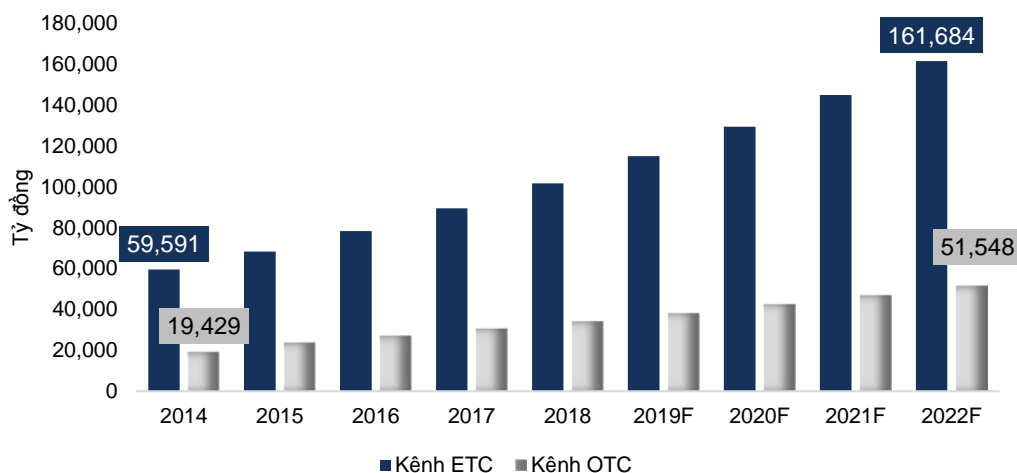


Nguồn: BMI, FPTs tổng hợp

Những năm gần đây, do những vấn đề ô nhiễm môi trường, chế độ dinh dưỡng kém, các dịch bệnh mới... nên Việt Nam đang phải đối mặt với sự gia tăng ngày càng trầm trọng của bệnh tật và tử vong bởi các bệnh không truyền nhiễm như tim mạch, đái tháo đường, ung thư,... Vì vậy, việc nghiên cứu và mở rộng sản xuất thuốc trong danh mục sản phẩm này sẽ còn nhiều cơ hội phát triển trong thời gian tới cho các công ty dược nội địa nói chung và IMP nói riêng.

(2) Kênh ETC vẫn tiếp tục chiếm 75% doanh thu trong ngành dược phẩm, với CAGR khoảng 12% trong giai đoạn 5 năm tới (Theo BMI):

Doanh thu ngành dược phẩm theo kênh phân phối



Nguồn: BMI, FPTs tổng hợp

Tại thị trường dược Việt Nam, kênh phân phối chính là hệ thống các bệnh viện (kênh ETC) chiếm khoảng 75%, 25% còn lại thuốc được bán lẻ ở hệ thống quầy thuốc (kênh OTC). Theo dự báo của tổ chức BMI, doanh thu kênh OTC vẫn sẽ tăng về giá trị nhưng tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần, do: (1) bảo hiểm y tế toàn dân thúc đẩy chi tiêu thuốc cho kênh ETC sẽ chiếm chủ yếu, (2) ý thức bảo vệ sức khỏe của người dân được nâng cao sẽ thay đổi thói quen mua thuốc toa cũ, tự chữa bệnh,... (3) hệ thống y tế được nâng cấp tốt để phục vụ người dân.

(3) Một số cơ chế hỗ trợ doanh nghiệp nội địa khi tham gia đấu thầu thuốc kênh ETC:

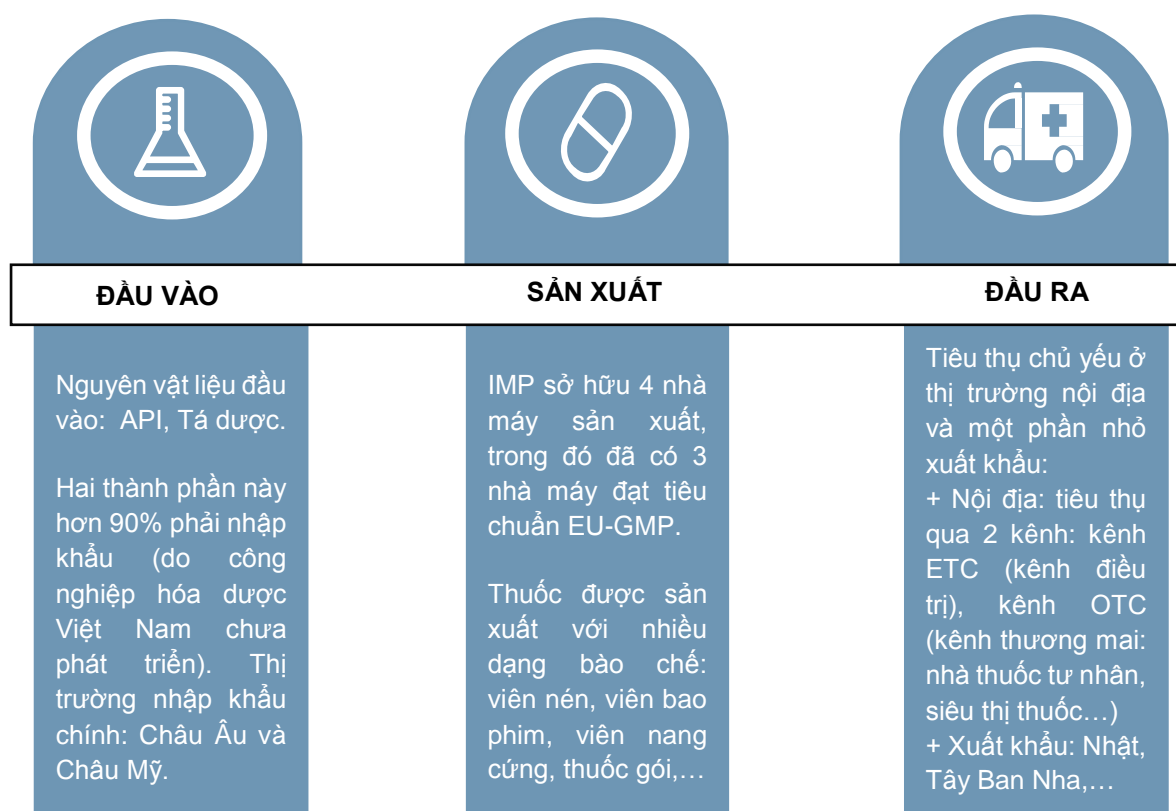
Từ năm 2017, Chính phủ đã có nhiều chính sách khuyến khích cho doanh nghiệp nội địa, điển hình như:

- Luật được thay đổi (có hiệu lực 2017) hỗ trợ phát triển nguồn nguyên liệu đầu vào, cho phép doanh nghiệp nội địa hồ sơ đăng ký sản xuất thuốc generic sớm.
- Thông tư số 03/2019/TT- BYT do Bộ Y tế ban hành ngày 28/03/2019 kèm danh mục thuốc sản xuất trong nước đáp ứng về yêu cầu điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp sẽ không chào thầu nhập khẩu đã tăng từ 146 thuốc lên 640 thuốc là điểm mới so với thông tư số 10/2016/TT-BYT.
- Hơn 3 doanh nghiệp sản xuất trong nước có cùng tiêu chí kĩ thuật và đủ khả năng cung cấp sẽ không chào thầu thuốc nhập khẩu.

Đây là những chính sách tích cực cho các doanh nghiệp nội địa khi tham gia đấu thầu kênh ETC, đặc biệt là những doanh nghiệp chú trọng phân phối vào kênh ETC như IMP.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

Chuỗi giá trị:



Đầu vào: Nguyên vật liệu đầu vào hơn 90% phải nhập khẩu, chi phí đầu vào đang tăng do Trung Quốc kiểm soát vấn đề về môi trường.

Theo ICH Q7A³, API (Active Pharmaceutical Ingredient) là bất kỳ chất hoặc hỗn hợp các chất được sử dụng trong sản xuất một sản phẩm thuốc và khi được sử dụng trong sản xuất thuốc sẽ trở thành một thành phần hoạt động trong sản phẩm thuốc. Các chất này có tác dụng dược lý hoặc có tác dụng trực tiếp trong chẩn đoán, chữa bệnh, điều trị, phòng ngừa bệnh hay điều chỉnh chức năng sinh lý cơ thể người.

Với mục tiêu duy trì tiêu chuẩn chất lượng cao cho sản phẩm của công ty, IMP sử dụng dược liệu đã được chứng nhận theo tiêu chuẩn của Châu Âu – CEP (Certification of European Pharmacopoeia). Nguyên liệu này đã được kiểm nghiệm về dung môi tồn dư theo tiêu chuẩn châu Âu, đảm bảo mức độ tinh khiết của dược chất ở mức cao, vì vậy bảo vệ sức khỏe tốt cho người tiêu dùng, không gây ảnh hưởng đến môi trường và dễ dàng xin giấy cấp phép cho các sản phẩm của mình để xuất khẩu sang Châu Âu.

IMP nhập được nguyên liệu từ các nhà sản xuất nổi tiếng trên thế giới: DSM (Tây Ban Nha), Sandoz (Áo), Danisco (Mỹ), Sanofi Chimie (Pháp)... Trong đó các nguyên liệu hoạt chất kháng sinh được sản xuất bằng [công nghệ lên men \(enzymatic\)](#) được nhập từ Châu Âu, một số nguyên liệu được nhập từ Trung Quốc nhưng sau đó được các công ty Châu Âu tinh chế và kiểm nghiệm lại để đảm bảo chất lượng dược liệu. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, nhóm nguyên liệu này có giá cao hơn 40% so với nguyên liệu Trung Quốc, do phải được kiểm nghiệm khắt khe hơn và tinh chế lại.

API là yếu tố chính trong nguyên vật liệu mà IMP sử dụng, ước tính chiếm khoảng 60-70% giá vốn hàng bán của doanh nghiệp, nguyên vật liệu phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu nên hoạt động kinh doanh chịu sự rủi ro đến từ biến động tỷ giá và biến động giá API.

Xu hướng giá API: trong năm 2017 và 2018, Trung Quốc – nhà cung cấp dẫn đầu về sản xuất dược liệu với hơn 50% thị phần, đã phải đóng cửa gần 40% nhà máy dẫn đến giá nguyên liệu đầu vào biến động mạnh liên tục theo xu hướng tăng trên toàn thế giới:

(1) Vấn đề về ô nhiễm môi trường – vấn đề lớn nhất đối với các nhà sản xuất API ở Trung Quốc:

Trung Quốc đã đóng cửa gần 145 nhà máy do những vi phạm tiêu chuẩn khí thải gây áp lực tăng giá nguyên liệu trên toàn thế giới. Vì thế, hiện nay Trung Quốc đang áp dụng những biện pháp để giảm thiểu tình trạng vi phạm tiêu chuẩn khí thải: áp thuế môi trường (bắt đầu từ tháng 1/2018), yêu cầu nghiêm ngặt về tiêu chuẩn khí thải (bắt đầu từ tháng 7/2018).

Chính phủ Trung Quốc buộc các nhà máy hóa chất chỉ được phép hoạt động trong những khuôn viên tuân thủ các quy tắc môi trường. Cho đến thời điểm hiện tại, có gần 45% tổng số khuôn viên đạt chuẩn, điều này đồng nghĩa với việc sắp tới sẽ có nhiều nhà máy đóng cửa hoặc phải di dời chỗ khác. Hơn nữa, Chính phủ Trung Quốc muốn việc thay đổi này phải diễn ra nhanh chóng, thời hạn nâng cấp tiêu chuẩn đối với những máy quy mô nhỏ là tới năm 2020, thời hạn đối với những nhà máy quy mô lớn là tới năm 2025.

(2) Vấn đề về quy định tiêu chuẩn – xuất phát từ việc không tuân thủ các tiêu chuẩn toàn cầu của nhà sản xuất API Trung Quốc:

Việc siết chặt tiêu chuẩn cGMP⁴ của ICH đối với các nhà máy sản xuất thuốc của Trung Quốc khiến các chi phí sản xuất API tăng lên, ảnh hưởng tới giá API tại thị trường này nói riêng và thế giới nói chung.

³ ICH: Hội nghị Quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người (được định nghĩa tại khoản 11 điều 2 Thông tư 11/2016/TT-BYT)

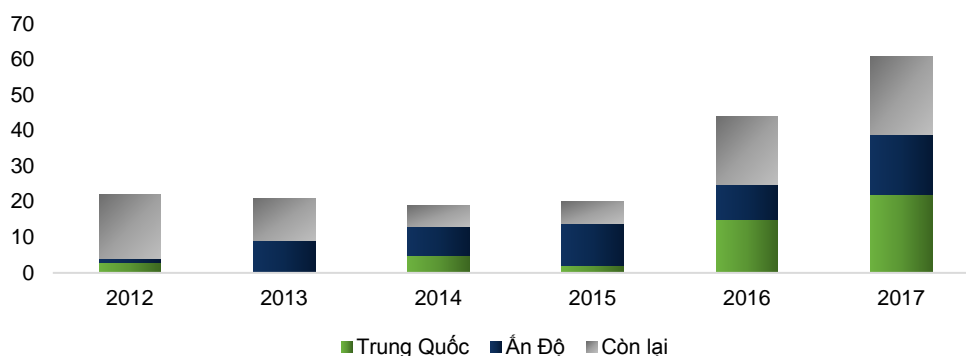
⁴ Tiêu chuẩn cGMP (current Good Manufacturing Practice): Theo ICH Q7 API (quy định do EU, Nhật Bản và Mỹ), tiêu chuẩn cGMP được đặt ra với mục tiêu giúp đảm bảo nhà sản xuất API đáp ứng yêu cầu về chất lượng (nhà máy, nước, vật dụng sử dụng, khí lọc, quy trình sản xuất,...), độ tinh khiết để có thể bảo vệ sức khỏe cho người bệnh tối đa nhất, bảo vệ môi trường,...

Vì thế việc yêu cầu nhà máy sản xuất API đạt tiêu chuẩn cGMP sẽ là xu hướng cho ngành sản xuất API ở Trung Quốc nói riêng, điều đó có nghĩa là chi phí để nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy cũng sẽ tăng lên trong vài năm tới đây, khiến cho giá API sẽ tăng theo.

(3) Sự thiếu hụt về nguồn nguyên liệu do số nhà sản xuất bị siết chặt tiêu chuẩn đang tăng.

Việc thực thi quy định và đóng cửa nhà máy ở Trung Quốc đã dẫn đến sự thiếu hụt nguyên vật liệu do đóng cửa những nhà máy không đạt yêu cầu.

Số nhà sản xuất bị siết chặt tiêu chuẩn sản xuất



Nguồn: Pharmacompass, FPTS tổng hợp

Chúng tôi cho rằng, với những quy định khắt khe trên sẽ làm chi phí sản xuất API Trung Quốc nói riêng và toàn bộ thị trường nói chung sẽ tăng trong 2 đến 3 năm tới.

Sản xuất: IMP sở hữu 3 nhà máy đạt tiêu chuẩn quốc tế EU-GMP, đây chuyên công nghệ hiện đại giúp tăng khả năng cạnh tranh bằng các loại thuốc đáp ứng tiêu chuẩn cao.

1) Giới thiệu tiêu chuẩn EU-GMP:

Sự khác nhau giữa tiêu chuẩn EU-GMP và WHO-GMP

	Tiêu chuẩn EU-GMP	Tiêu chuẩn WHO-GMP
Định nghĩa	<p>EU-GMP là một trong những tiêu chuẩn cao nhất hiện nay, do hội đồng chuyên gia các nhóm thuộc EU thẩm định và cấp chứng nhận, việc này kéo dài từ 3-6 tháng.</p> <p><i>Những yêu cầu khắt khe hơn về tiêu chuẩn so với WHO-GMP:</i> nguồn nguyên liệu sử dụng đạt tiêu chuẩn EDQM (Ủy ban châu Âu về Chất lượng thuốc và chăm sóc Y tế), khí thải theo tiêu chuẩn EU-GMP phải qua 2 cấp lọc,...</p>	<p>WHO-GMP do cơ quan y tế của tổ chức thế giới thẩm định về tiêu chuẩn sản xuất thuốc, nguyên liệu làm thuốc nhằm bảo đảm thuốc, nguyên liệu làm thuốc luôn được sản xuất và kiểm tra một cách nhất quán theo các tiêu chuẩn chất lượng phù hợp với mục đích sử dụng và yêu cầu của giấy đăng ký lưu hành thuốc, nguyên liệu làm thuốc.</p>
Ưu điểm	<ul style="list-style-type: none"> - Làm giảm đáng kể các tạp chất, hạn chế tác dụng phụ của thuốc, giúp bảo vệ sức khỏe cho người bệnh. - Được ưu tiên đầu thầu vào phân khúc cấp cao. - Tăng khả năng mở rộng thị trường xuất khẩu. 	

Số lượng nhà máy sản xuất ở Việt Nam	Ít, hiện chỉ có 15 nhà máy sản xuất đạt chuẩn EU-GMP.	Nhiều, hiện đã có 222 nhà máy sản xuất đạt tiêu chuẩn WHO-GMP.
Yêu cầu về vốn và thời gian xây dựng	Yêu cầu cao về vốn và mất từ 3 đến 4 năm để xây dựng, trong đó: ~2 năm để đầu tư nhà máy, ~1-2 năm thời gian xin cấp phép, phê duyệt và đăng kí sản phẩm mới.	Yêu cầu về vốn thấp hơn.
Đánh giá về khả năng cạnh tranh trong thị trường nội địa	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Kênh ETC: <ul style="list-style-type: none"> ○ Nhóm 1 và 2: tăng sức cạnh tranh so với thuốc nhập khẩu với chi phí sản xuất thấp hơn từ 20 – 30%. ○ Các nhóm còn lại không theo tiêu chuẩn EU-GMP. ❖ Kênh OTC: cạnh tranh gay gắt với tất cả các loại tiêu chuẩn sản xuất cùng phân khúc thuốc. 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Kênh ETC: <ul style="list-style-type: none"> ○ Nhóm 1 và 2: sản xuất theo tiêu chuẩn EU-GMP, PIC/S GMP. ○ Các nhóm còn lại: cạnh tranh khốc liệt giữa các doanh nghiệp nội địa. ❖ Kênh OTC: cạnh tranh với tất cả các loại tiêu chuẩn sản xuất cùng phân khúc thuốc.

2) IMP sở hữu 3 nhà máy đạt tiêu chuẩn quốc tế EU-GMP, giúp tăng khả năng cạnh tranh bằng các loại thuốc đáp ứng tiêu chuẩn cao:

Nhà máy	Tiêu chuẩn	Vốn đầu tư	Công suất	% công suất huy động/thiết kế	% đóng góp doanh thu
Tiêm – Peni (IMP 3)	EU-GMP	50 tỷ	5 triệu lọ/năm	~40%	~ 45%
Uống – Peni (IMP 1)		-	300 triệu viên/năm	70%	
Tiêm – Cefa (IMP 3)	EU-GMP	113 tỷ	20 triệu lọ/năm	30%	16%
Uống – Cefa (IMP 3)			200 triệu viên/năm	50% - 60%	
Non – betalactam (IMP 1)	WHO-GMP	-	1200 triệu đơn vị/năm	100%	40,1%
Kháng sinh CNC Vĩnh Lộc (2019) (IMP 2)	EU-GMP	180 tỷ	300 triệu đơn vị/năm		
Thuốc đặc trị Bình Dương (2019) (IMP 4)	EU-GMP	470 tỷ	Chưa có thông tin		

Hiện nay, IMP là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên đã sở hữu 3 nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP. Mục tiêu cho tới 2020, IMP sẽ nâng lên thành 4 nhà máy đáp ứng tiêu chuẩn EU-GMP.

Chiến lược của 3 nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP:

- Nhà máy CNC tại khu công nghiệp Bình Dương (IMP 4) giảm tình trạng quá tải tại nhà máy Non - betalactam (IMP 1) và tập trung sản xuất một số các dòng sản phẩm đặc trị. Tính đến thời điểm hiện tại, tiến độ thi công xây dựng hoàn thành khoảng 100%, hiện đang tiến hành công đoạn xét duyệt và dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục chứng nhận EU-GMP vào cuối năm 2019 và bắt đầu hoạt động vào năm 2020.
- Nhà máy kháng sinh CNC Vĩnh Lộc (IMP 2) cung ứng kháng sinh Penicillin thế hệ mới cho kênh ETC và thị trường xuất khẩu. Nhà máy đã hoàn thành thủ tục chứng nhận EU-GMP và đã đi vào hoạt động từ quý

2/2019. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, kì vọng trong năm 2019, nhà máy IMP 2 sẽ khai thác được 10% công suất, đóng góp khoảng 6%-8% doanh thu.

- Nhà máy Cephalosporin (IMP 3) sản xuất các loại thuốc uống, thuốc tiêm bột thuộc nhóm Cephalosporin thế hệ mới. IMP xét duyệt thêm 2 dây chuyền thuốc gói và viên nén bao phim, nâng lên thành 5 dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP.

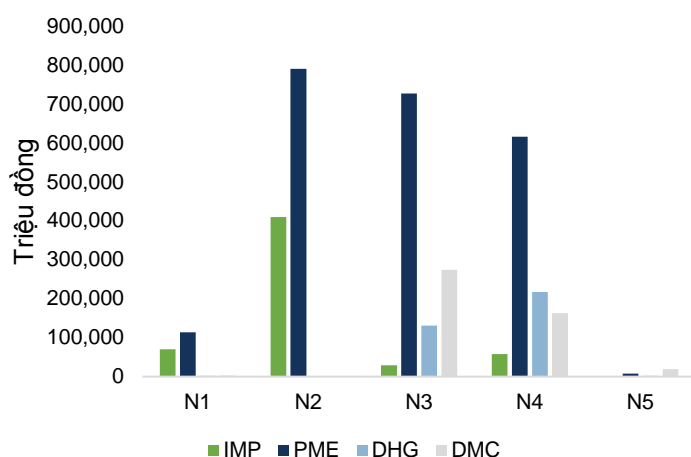
Chúng tôi cho rằng các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP sẽ là tiềm năng tăng trưởng của IMP trong thời gian sắp tới, do giải quyết được những vấn đề sau:

- ❖ **Đi trước từ 3 đến 4 năm so với đối thủ nội địa khi là công ty đầu tiên sở hữu 3 nhà máy tiêu chuẩn EU-GMP, tạo ra lợi thế về công nghệ:** Hiện tại ở Việt Nam chưa có nhiều doanh nghiệp nội địa sở hữu tiêu chuẩn nhà máy EU-GMP (chỉ có 7 doanh nghiệp như: IMP, PME, Stada,...).

Danh sách doanh nghiệp sở hữu tiêu chuẩn EU-GMP tại Việt Nam

Tên công ty	Tiêu chuẩn	Phạm vi đăng kí
Công Ty CP Pymepharco	EU-GMP	Thuốc không vô trùng chứa kháng sinh nhóm Cephalosporin. Thuốc vô trùng: thuốc bột và dung môi pha dung dịch tiêm chứa Cephalosporin.
Công ty CP Dược phẩm Imexpharm	EU-GMP	Thuốc vô trùng: thuốc dạng rắn và cấy ghép chứa nhóm kháng sinh Betalactam. Thuốc không vô trùng: viên nang cứng chứa nhóm kháng sinh Betalactam.
Công ty CP Dược phẩm Sanofi – Việt Nam	EU/GMP	Thuốc không vô trùng: thuốc dùng ngoài dạng lỏng.
Công ty TNHH Liên doanh Stada –Việt Nam	EU/GMP	Thuốc không vô trùng: viên nang cứng, viên nén, viên sủi 8 dòng sản phẩm đang lưu hành ở Đức.
Công ty CP dược phẩm Tenamyd	EU/GMP	Thuốc vô trùng: thuốc bột pha dung dịch tiêm chứa kháng sinh nhóm Betalactam.
Công ty TNHH Medochemie (Viễn Đông)	EU/GMP	Thuốc vô trùng: thuốc bột pha dung dịch tiêm chứa kháng sinh Cephalosporin. Thuốc không vô trùng: thuốc uống dạng lỏng.
Công ty TNHH Phil Inter Pharma	EU/GMP	Thuốc không vô trùng: viên nang mềm.

- ❖ **Giảm áp lực cạnh tranh đấu thầu thuốc tiêu chuẩn WHO-GMP, tăng giá trị trúng thầu vào nhóm có tiêu chuẩn cao:** Việc IMP nâng cấp 3 nhà máy thành công lên tiêu chuẩn EU-GMP sẽ tăng khả năng khi tham gia vào các gói thầu có tiêu chuẩn kĩ thuật cao hơn, giảm cạnh tranh đấu thầu với nhóm WHO-GMP.

Ước tính giá trị trúng thầu năm 2017 và 2018


Nguồn: Bộ Y Tế, FPTS tổng hợp

Chú thích: (theo Thông tư 11/2016/TT-BYT)

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP tại nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH, Australia.
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP nhưng không thuộc nước ICH, Australia	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành không phải tại ICH, Australia.
Nhóm 3	WHO-GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

- ❖ **Tăng khả năng xuất khẩu:** Theo IMP, sản phẩm sản xuất tại các nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP giúp công ty không chỉ tập trung đáp ứng nhu cầu tiêu thụ kênh ETC trong nước, mà còn có thể xuất khẩu, giảm áp lực phụ thuộc vào thị trường nội địa, vì chi phí sản xuất thuốc theo tiêu chuẩn EU-GMP tại Việt Nam thấp hơn 30%-40% so với các nước Châu Âu, nhờ chi phí nhân công giá rẻ, chi phí điện nước, và chi phí xử lý môi trường thấp...

3) Chính sách đấu thầu mới hỗ trợ cho những doanh nghiệp nội sở hữu nhà máy theo tiêu chuẩn EU-GMP:

Thông tư 15/2019/TT-BYT (có hiệu lực từ 01/10/2019) về chính sách đấu thầu mới đang theo hướng có lợi cho IMP: Thông tư 15/2019/TT-BYT phân loại lại các gói thầu so với thông tư 11/2016/TT-BYT theo tiêu chuẩn nghiêm ngặt hơn.

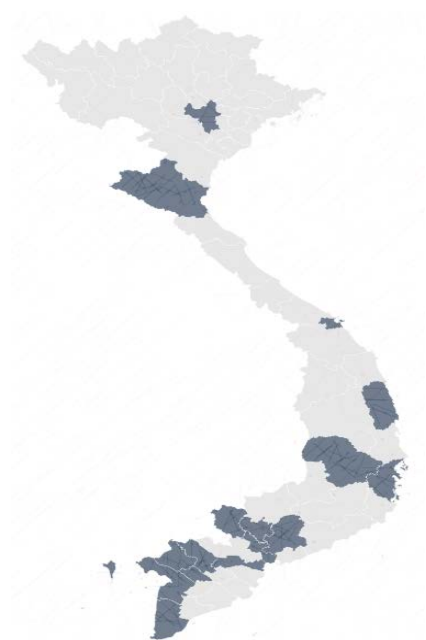
Thông tư 15/2019/TT-BYT	
Sự thay đổi so với thông tư 11/2016/TT-BYT	Nhóm sản phẩm sản xuất theo tiêu chuẩn PIC/S ở nhóm 2 sẽ phải do nước đồng thời là thành viên của PIC/S và ICH công nhận.
Đối thủ cạnh tranh với IMP	Với thông tư cũ trước đây: Ở nhóm 2, IMP sẽ phải cạnh tranh với sản phẩm theo tiêu chuẩn EU-GMP hay PIC/S nhưng không thuộc nước ICH hay Australia công nhận. Tuy nhiên, khi thông tư thay đổi, IMP sẽ chỉ phải cạnh tranh với sản phẩm theo nhóm tiêu chuẩn EU-GMP hay sản phẩm theo tiêu chuẩn PIC/S do thành viên đồng thời PIC/S và ICH công nhận.

Đánh giá

Tích cực, vì hiện nay trong nước chưa có doanh nghiệp nào sở hữu nhà máy đạt chuẩn PIC/S do thành viên PIC/S và ICH công nhận (nếu có thì cũng phải mất từ 3-4 năm xây dựng để đi vào vận hành và cấp giấy chứng nhận).

Do đó, IMP sẽ giảm được sự cạnh tranh với đối thủ theo tiêu chuẩn PIC/S do PIC/S công nhận khi thông tư 15/2019/TT-BYT có hiệu lực.

Đầu ra: Sự dịch chuyển từ kênh phân phối OTC sang ETC, chiến lược mang tính dài hạn của IMP.

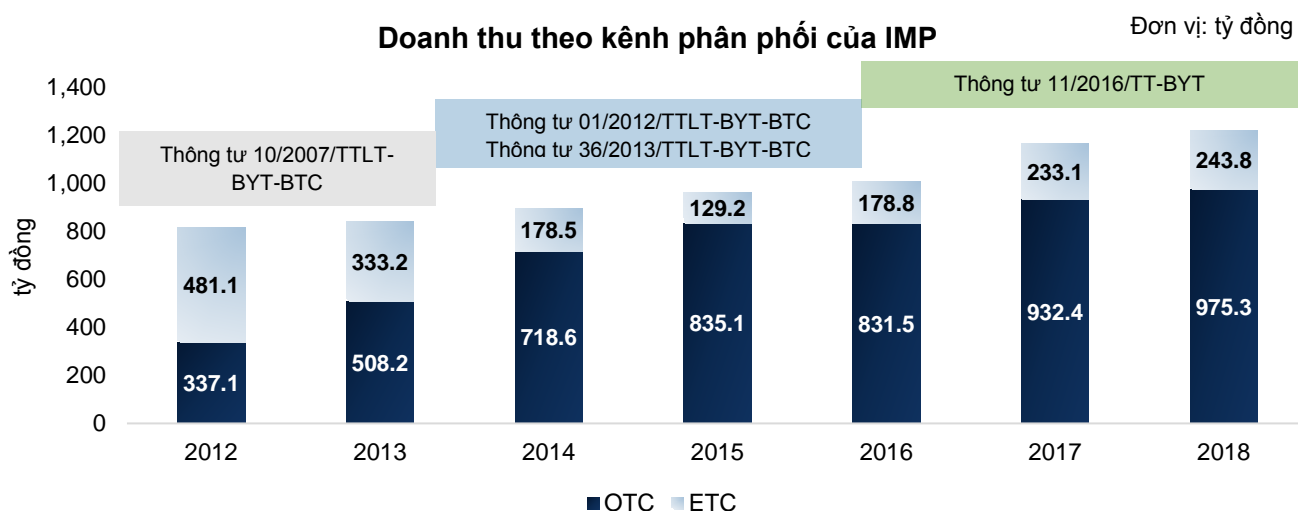


Về mạng lưới phân phối: Hiện nay, IMP đã sở hữu hệ thống phân phối phủ khắp 3 miền với 20 chi nhánh tại các tỉnh trong cả nước. IMP là một trong số các nhà sản xuất dược phẩm trong nước tự xây dựng hệ thống phân phối của riêng mình đến các nhà thuốc bán lẻ và hệ thống điều trị (trong đó, DHG và TRA là hai doanh nghiệp tiêu biểu cho mạng lưới phân phối lớn nhất, doanh nghiệp khác có quy mô nhỏ hơn như IMP, DMC, PME...). Trên kênh OTC, IMP sẽ trực tiếp phân phối thuốc đến các hệ thống các nhà thuốc, đại lý, tránh tình trạng mua bán lòng vòng và kiểm soát được giá bán thuốc đến tay người tiêu dùng.

Hiện tại, IMP chưa có dự định sẽ mở rộng thêm hệ thống phân phối, chỉ củng cố chiều sâu như quản lý hệ thống phân phối bằng hệ thống DMS, xây dựng công cụ BSC (thẻ điểm cân bằng, chỉ tiêu doanh số cho trình dược viên),... nhằm chuẩn hóa quy trình quản lý và nâng cao hiệu suất bán hàng.

Hệ thống chi nhánh của IMP

1. Doanh thu theo kênh phân phối: IMP chuyển đổi kênh phân phối từ OTC sang ETC, công ty dần quay lại phân phối vào kênh ETC.

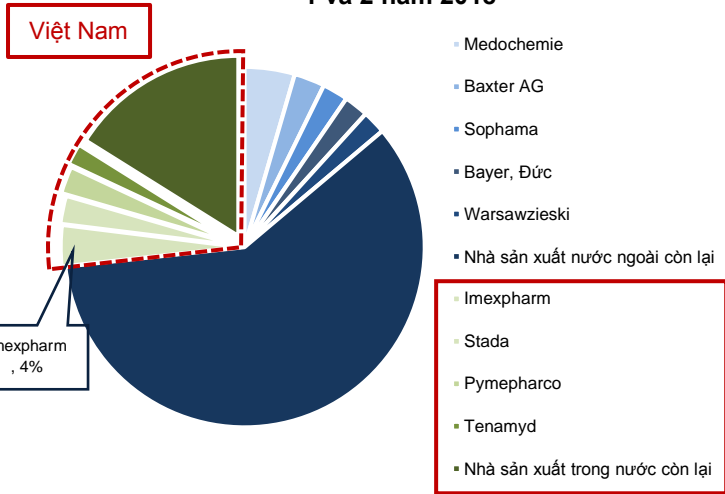


Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp

Giai đoạn	Tỷ trọng phân phối giữa các kênh	Thông tư	Mức độ cạnh tranh
Giai đoạn trước năm 2013	Tỷ trọng phân phối thuốc vào kênh ETC của IMP ở mức cao (chiếm gần 60% doanh thu) do sản phẩm đảm bảo chất lượng là lựa chọn của bệnh viện.	<i>Thông tư 10/2007/TTLT-BYT-BTC:</i> không có quy định chi tiết về đấu thầu thuốc.	
Giai đoạn từ năm 2013 tới nửa đầu năm 2016	<p>IMP chuyển hướng phân phối sang kênh OTC (chiếm gần 80% doanh thu) do công ty đã giảm khả năng trúng thầu vào kênh ETC. Vì thuốc IMP có giá thành đắt hơn do công ty đảm bảo về chất lượng thuốc trong khi Luật đấu thầu lại đang ưu tiên thuốc giá rẻ nhất.</p> <p>Sự hợp tác chiến lược với Công ty Cổ phần Giải pháp phân phối và bán lẻ Phano năm 2015 đã mang lại doanh thu kênh OTC tăng mạnh, doanh thu đến từ kênh OTC chiếm 87% tổng doanh thu.</p>	<p><i>Thông tư 01/2012/TTLT-BYT và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT:</i> quy định một số công tác đấu thầu thuốc trong bệnh viện công với ưu tiên các gói thầu có giá rẻ nhất trong danh mục đấu thầu.</p>	<p>Kênh OTC: cạnh tranh gay gắt với cả thuốc trong nước và nước ngoài, trong khi nhận diện thương hiệu còn tương đối hạn chế.</p> <p>+ Thuốc của doanh nghiệp nội địa: DHG, PMC, DHT...</p> <p>+ Thuốc của Trung Quốc, Ấn Độ có giá rẻ (do quy mô lớn và tự chủ được nguồn nguyên liệu).</p>
Giai đoạn từ nửa cuối năm 2016 trở lại đây	<p>IMP đang dần quay trở lại phân phối vào kênh ETC do:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Luật dược số 105/2016/QH13: ưu tiên thuốc nội địa khi đấu thầu. 2) Nâng cấp nhà máy Penicillin Bình Dương và Cephalosporin từ chuẩn WHO-GMP lên tiêu chuẩn EU-GMP, các sản phẩm của 2 nhà máy này bắt đầu được đấu thầu ở nhóm 2, tăng khả năng trúng thầu. 	<p><i>Thông tư 11/2016/TT-BYT:</i> quy định một số công tác đấu thầu thuốc trong bệnh viện công với ưu tiên các gói thầu có giá rẻ nhất trong danh mục đấu thầu.</p> <p><i>Luật dược 105/2016/QH13</i> (có hiệu lực từ 1/1/2017) quy định: không chào thầu thuốc nhập khẩu khi trong nước đáp ứng khả năng sản xuất.</p>	<p>Kênh ETC:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Đối với nhóm 1 và 2: cạnh tranh chủ yếu với doanh nghiệp ngoại, do thuốc nước ngoài có ưu thế hơn về chất lượng và thương hiệu (ước tính chiếm 70% giá trị trúng thầu năm 2018) và chỉ có vài doanh nghiệp nội địa tham gia như IMP, PME, Savipharma,... - Đối với nhóm 3, 4 và 5: doanh nghiệp nội địa cạnh tranh khốc liệt về giá và phân khúc sản phẩm. Dẫn đầu nhóm này là: DBD, Davipharm, Pharbaco,...
Mục tiêu cho tới năm 2020	IMP đạt được 40% doanh thu vào kênh ETC, đây là kênh phân phối ưu tiên hàng đầu của IMP.		

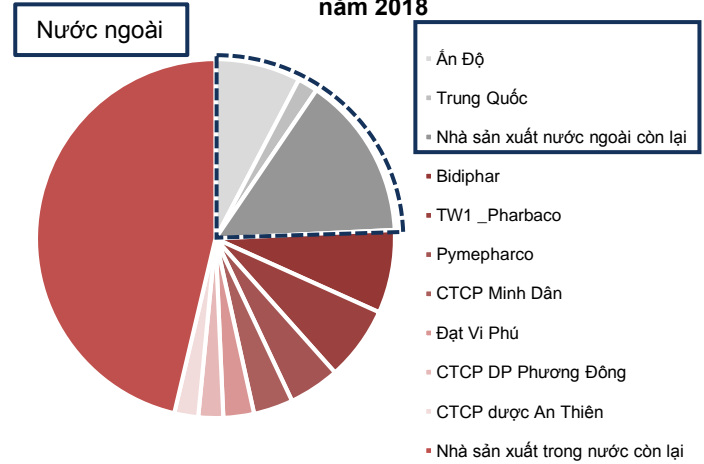
Tình hình cạnh tranh trên kênh ETC:

Ước tính thị phần nhà sản xuất trong nhóm 1 và 2 năm 2018



Việt Nam chiếm khoảng 30% thị phần, 70% phần còn lại là của các doanh nghiệp nước ngoài. Điều này có thể giải thích do các hãng nước ngoài sở hữu sản phẩm do chính họ phát minh và có thương hiệu chất lượng sản phẩm cao. Mỗi công ty Việt Nam đều nắm thị phần khá thấp – dưới 5% thị phần.

Ước tính thị phần nhà sản xuất nhóm 3, 4 và 5 năm 2018



Nguồn: Bộ Y Tế, FPTs tổng hợp

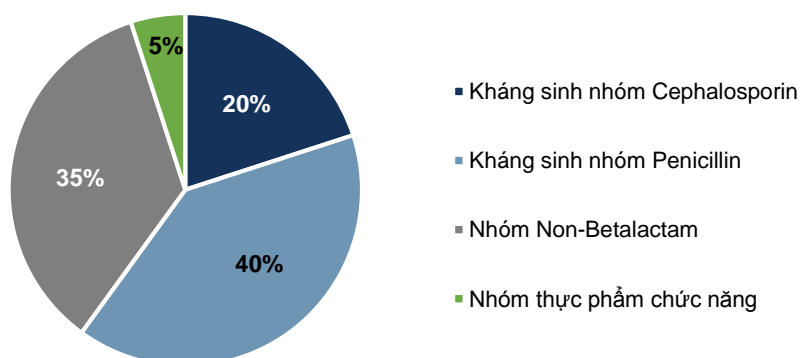
Các công ty nội địa hiện nay chiếm khoảng 75% thị phần. Doanh nghiệp Việt Nam cạnh tranh với nhau khốc liệt (mỗi doanh nghiệp chỉ nắm thấp hơn 5% thị phần) và còn phải cạnh tranh với thuốc Trung Quốc và thuốc Ấn Độ, đang chiếm tổng cộng gần 10% thị phần.

Chúng tôi cho rằng quá trình dịch chuyển kênh phân phối từ kênh OTC sang kênh ETC trong thời gian tới sẽ phụ thuộc vào những chính sách của Chính phủ: chính sách bảo hiểm y tế toàn dân, Thông tư 15/2019/TT-BYT mới hướng dẫn về đấu thầu thuốc trong bệnh viện và chính sách ưu tiên cho thuốc nội khi tham gia đấu thầu. Chúng tôi đánh giá sự dịch chuyển này là hướng đi đúng đắn của IMP trong dài hạn do phù hợp xu hướng:

- (1) Bảo hiểm y tế toàn dân giúp bỏ thói quen tự mua thuốc điều trị, dẫn đến việc tiêu thụ thuốc qua kênh ETC tăng.
- (2) Chính phủ kiểm soát chặt chẽ thuốc bán kháng sinh không toa trên kênh OTC: Kháng sinh là loại thuốc được bán theo kê đơn của bác sĩ nhưng ở Việt Nam lại dễ dàng mua tại các tiệm thuốc. Vì vậy dẫn đến hiện tượng kháng kháng sinh gia tăng như hiện nay ở Việt Nam. Để khắc phục tình trạng này, Chính phủ đã đẩy mạnh biện pháp kiểm soát chặt chẽ thuốc không kê đơn trên kênh OTC cho tới năm 2020.
- (3) Chính phủ đang có những chính sách ưu tiên cho thuốc nội khi tham gia đấu thầu, Thông tư số 03/2019/TT-BYT quy định không chào thầu thuốc nước ngoài nếu như doanh nghiệp trong nước sản xuất được.
- (4) Thông tư 15/2019/TT-BYT yêu cầu tiêu chuẩn nghiêm ngặt hơn cho các nhóm đấu thầu, tạo cơ hội cho những doanh nghiệp như IMP đầu tư về chất lượng sẽ gia tăng sức cạnh tranh so với doanh nghiệp nội ở kênh ETC.

2. Doanh thu theo sản phẩm

Tỷ trọng doanh thu theo nhóm sản phẩm



Nguồn: Báo cáo thường niên IMP, FPTS tổng hợp

IMP là một trong số ít các doanh nghiệp được chọn chiến lược kinh doanh tập trung vào chất lượng sản phẩm. Định hướng của IMP là sản xuất sản phẩm tiêu chuẩn Châu Âu, tập trung phần lớn vào nhóm sản phẩm chủ lực bao gồm nhóm kháng sinh (Cephalosporin, Penicillin) và nhóm Non – Betalactam.

- Hai nhóm thuốc kháng sinh Cephalosporin và Penicillin (bao gồm thuốc uống và thuốc tiêm) là hai nhóm thuốc kháng sinh quan trọng, chiếm gần 60% doanh thu. Dạng bột tiêm thuộc nhóm kháng sinh này là bước đi khác biệt của IMP, có hàm lượng công nghệ cao hơn so với viên dạng nén uống thông thường trên thị trường. Dòng thuốc tiêm tuân thủ nghiêm ngặt công nghệ vô trùng, đạt chuẩn EU-GMP⁵, được sử dụng rộng rãi trên kênh ETC. Hiện nay, ở Việt Nam chỉ có một số ít doanh nghiệp nội địa sản xuất thuốc tiêm đạt chuẩn EU-GMP (như PME hay IMP). Chúng tôi kì vọng đây là dòng sản phẩm sẽ giúp IMP gia tăng khả năng cạnh tranh vào gói thầu chất lượng cao (nhóm 1 và nhóm 2) và xuất khẩu.
- Nhóm Non-betalactam (bao gồm thuốc giảm đau, hạ sốt, tim mạch...) chiếm khoảng 35% doanh thu. Chúng tôi đánh giá một số dòng sản phẩm như: giảm đau, hạ sốt sẽ gặp nhiều khó khăn trong thời gian tới vì phải cạnh tranh về giá với những sản phẩm tương đồng hiện nay. Dòng thuốc hô hấp và thuốc tim mạch sẽ tăng trưởng tích cực do bệnh không truyền nhiễm đang gia tăng.

Chi tiết từng nhóm sản phẩm của IMP

IMP đã cho ra đời trên 200 sản phẩm đa dạng về chủng loại như: kháng sinh, giảm đau hạ sốt... Nhóm hàng đặc trị bao gồm hệ tiêu hóa gan mật, hệ hô hấp, hệ thần kinh... Trong đó thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt và thuốc đặc trị là nhóm những mặt hàng chủ lực.

Bảng: Ước tính tỉ suất lợi nhuận gộp của từng dòng thuốc năm 2018

Nhóm thuốc	% đóng góp doanh thu	Tỉ suất lợi nhuận gộp	Đánh giá triển vọng trong tương lai
Nhóm Thuốc kháng sinh: trong đó	60%		
+ Cephalosporin	20%	23%	Tích cực

⁵ Đối với dây chuyền thuốc bột pha tiêm, công ty phải chạy Media Fill (sản xuất thử nghiệm với số lượng lớn, thực hiện 6 tháng/lần) đến 10.000 lọ cho lô công nghiệp 40.000 lọ, trong khi tiêu chuẩn GMP/WHO chỉ cần chạy 5.000-7.500 lọ cho lô công nghiệp 70.000-80.000 lọ. Đây là những yêu cầu vô cùng chi tiết đi vào kĩ thuật và nghiêm ngặt hơn tiêu chuẩn GMP/WHO

+ Penicillin	40%	48%	Tích cực
Nhóm Non – betalactam: trong đó	35%		
+ Thuốc Giảm đau hạ sốt	15%	36%	Tiêu cực
+ Thuốc đặc trị	20%	52%	Tích cực
Nhóm thực phẩm chức năng	5%		Trung bình

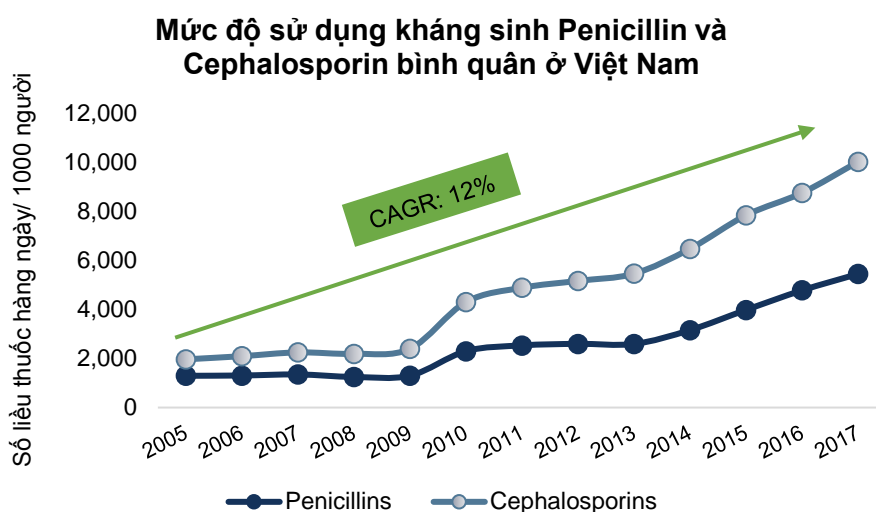
(1) Thuốc kháng sinh chiếm gần 60% doanh thu, kì vọng đóng góp vào doanh thu nhờ vào dòng thuốc kháng sinh – theo tiêu chuẩn Châu Âu (nâng cao độ an toàn, giảm thiểu tác dụng phụ).

Dòng sản phẩm kháng sinh với hơn 40 sản phẩm chiếm khoảng 60% doanh thu, chủ yếu là các sản phẩm kháng sinh với các loại hoạt chất là Cephalosporin, Penicillin,... Sự khác biệt giữa thuốc kháng sinh của IMP so với đối thủ là công nghệ lên men (enzymatic). Công nghệ này (của tập đoàn DSM Tây Ban Nha) đã được chứng minh tương đương sinh học⁶ như Imeclor, pms-clamnat, pms-lmedroxil, pms-Zaminex.

Kháng sinh sản xuất bằng công nghệ lên men (enzymatic)

- Không sử dụng xúc tác hóa học
- Không để lại tồn dư dung môi trong nguyên liệu
- An toàn cho sức khỏe của người tiêu dùng
- Bảo vệ môi trường

Trong thời gian tới, IMP sẽ sản xuất các mặt hàng có hàm lượng công nghệ cao, gồm các dòng thuốc tiêm và các dạng bào chế đặc biệt để tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường và tăng cơ hội trúng thầu. Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng thuốc kháng sinh sẽ tăng khoảng 12%/năm trong 5 năm tiếp theo, tương ứng với tốc độ tăng tỉ lệ sử dụng thuốc kháng sinh bình quân theo ngày ở Việt Nam.



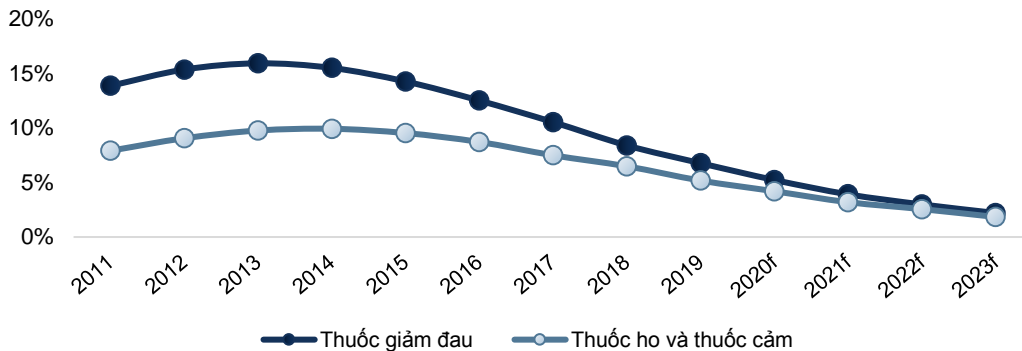
Nguồn: CDDEP, Lancet, FPTs tổng hợp

⁶ Chứng minh tương đương sinh học: chứng minh thuốc generic có tác dụng và hiệu quả điều trị tương đương với thuốc biệt dược gốc (thuốc phát minh)

(2) Nhóm thuốc Non-Betalactam bao gồm thuốc giảm đau, hạ sốt, thuốc tiêu hóa, thuốc tim mạch, thuốc gan mật, thuốc hô hấp... duy trì tỷ lệ đóng góp khoảng 35% doanh thu.

- **Dòng sản phẩm thuốc giảm đau hạ sốt:** gặp phải nhiều sự cạnh tranh về giá trên thị trường do danh mục sản phẩm trùng lặp với nhiều công ty dược nội địa. Việc dòng thuốc giảm đau, hạ sốt hiện nay chỉ mới đạt chuẩn WHO-GMP dẫn đến tình trạng cạnh tranh khốc liệt với thuốc Trung Quốc, Ấn Độ và thuốc của các doanh nghiệp nội địa cùng tiêu chuẩn với giá rẻ hơn. Chúng tôi ước tính tốc độ doanh thu mảng thuốc này sẽ giảm 1%/năm trong 5 năm tiếp theo do thiếu sự khác biệt với các sản phẩm khác hiện nay trên thị trường.

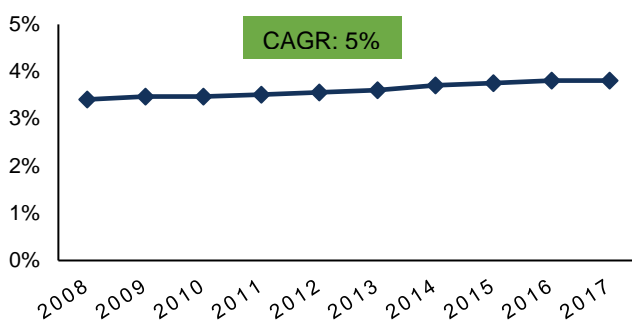
Tốc độ tăng trưởng doanh thu thuốc trên kênh OTC Việt Nam



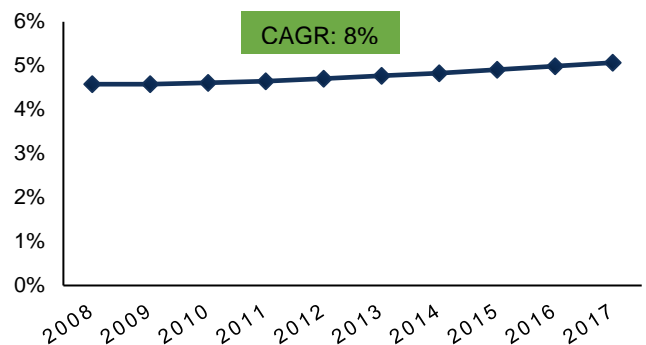
Nguồn: Statista, FPTS tổng hợp

- **Dòng sản phẩm thuốc tiêu hóa, thuốc gan mật, thuốc hô hấp:** doanh thu tăng trưởng tích cực gần 15% từ năm 2016 tới nay. IMP sở hữu một số dòng sản phẩm được giới chuyên môn đánh giá cao như Omeprazol (điều trị viêm loét dạ dày), thuốc pms-probio (điều trị viêm đường tiêu hóa, sản phẩm liên doanh giữa IMP và PharmaScience - Canada),... Chúng tôi cho rằng tiềm năng sản xuất thuốc trong danh mục này sẽ còn nhiều cơ hội vì (1) Nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng cao của người bệnh (2) Các bệnh tim mạch, tiêu hóa, hô hấp đang tăng cao do các vấn đề về môi trường ô nhiễm, không an toàn vệ sinh thực phẩm,... đang gia tăng.

TỈ LỆ GÁNH NẶNG BỆNH TẬT Ở VIỆT NAM: GAN MẬT



TỈ LỆ GÁNH NẶNG BỆNH TẬT Ở VIỆT NAM: HÔ HẤP



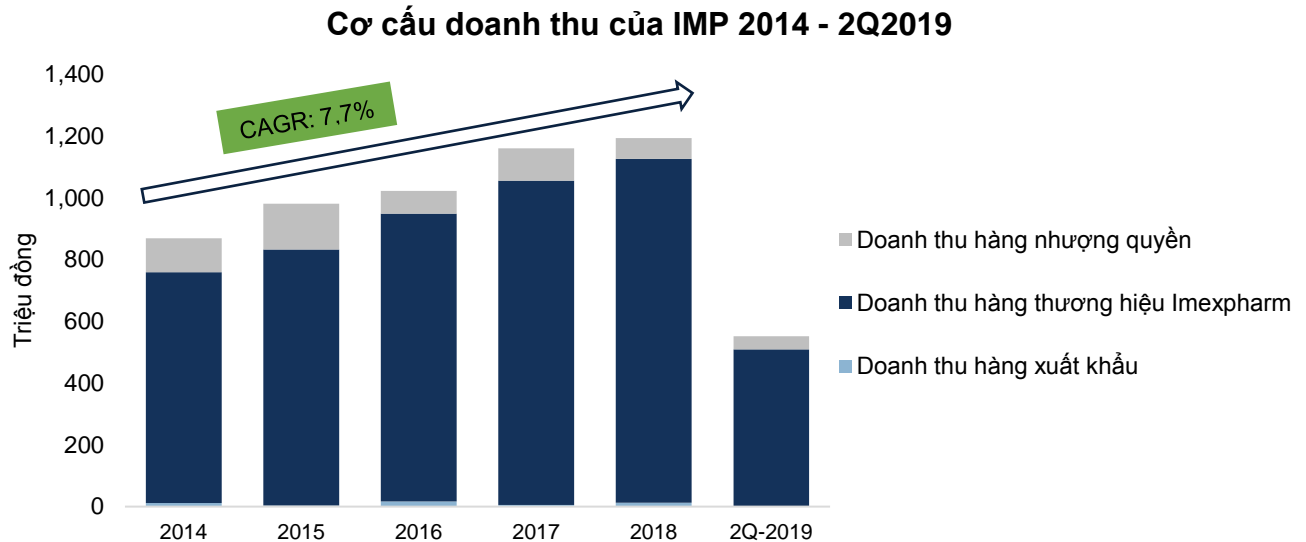
Nguồn: IHME, FPTS tổng hợp

(3) Nhóm thuốc thực phẩm chức năng bao gồm các loại vitamin B1, B6, B12 và các loại khoáng chất đóng góp đều đặn khoảng 5% doanh thu mỗi năm.

Hiện nay, IMP có 2 sản phẩm thương hiệu là SuperMaxgo (chăm sóc mắt) và Flexomax (hỗ trợ giảm đau xương khớp). IMP sở hữu dây chuyền nhỏ và năng lực sản xuất cũng hạn chế, do đó IMP đã thông qua với việc đầu tư dự án nhà máy Thực phẩm chức năng và trung tâm kiểm nghiệm tại Thành phố Cao Lãnh, Đồng Tháp, tổng mức đầu tư 50 - 70 tỷ. Chúng tôi kỳ vọng mảng thực phẩm chức năng vẫn sẽ duy trì tỷ lệ đóng góp 5% doanh thu, do những yếu tố tích cực từ thị trường như sau: (1) người tiêu dùng hướng đến những sản phẩm thiên nhiên (2) những kết quả nghiên cứu khoa học về lợi ích của rau quả, vitamin và các hợp chất có tác dụng tốt cho sức khỏe.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu tăng ổn định từ năm 2014

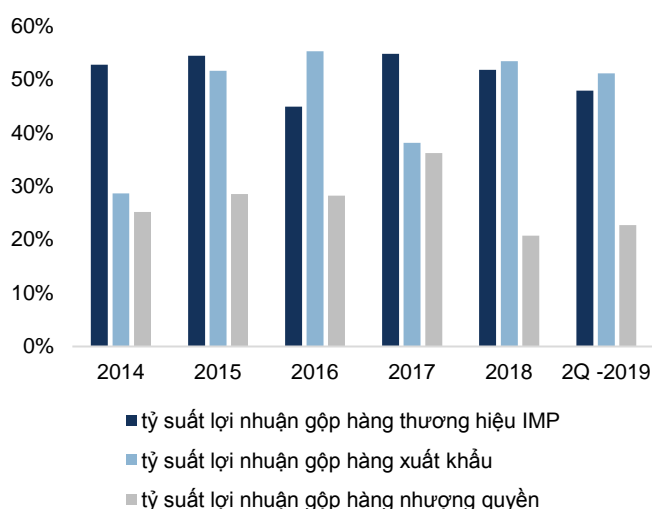


- 1) Doanh thu hàng thương hiệu IMP: đóng vai trò cốt lõi, chiếm khoảng 86% tổng doanh thu của công ty. IMP chủ động được từ khâu nghiên cứu phát triển đến sản xuất và đóng gói, do đó chủ trương và hướng đến xây dựng thương hiệu riêng của IMP, đồng thời cải thiện khả năng sinh lời của các dòng sản phẩm này.
- 2) Doanh thu hàng nhượng quyền: doanh thu nhượng quyền năm 2018 giảm mạnh so với các năm trước do đối tác giảm kế hoạch đặt hàng và một số mặt hàng đã hết hạn đăng kí. IMP đã không chủ động tìm kiếm các đối tác nhượng quyền do tập trung vào việc phát triển hàng sản xuất và xem xét lựa chọn kĩ đối tác để không cạnh tranh với chính mình. Vì vậy chúng tôi ước tính doanh thu hàng nhượng quyền sẽ chiếm khoảng 4% trong tổng doanh thu trong thời gian tới.
- 3) Doanh thu hàng xuất khẩu: tuy chiếm tỉ lệ rất nhỏ (1% tổng doanh thu), nhưng có khả năng tăng trong thời gian tới khi IMP đã đầu tư nhà máy theo chuẩn EU-GMP. IMP đã xuất khẩu thành công: kháng sinh tiêm Imetoxime sang Tây Ban Nha. IMP đang tiến hành xin visa xuất khẩu cho 2 sản phẩm nữa, dự kiến sẽ hoàn thành thủ tục vào cuối năm 2019. Doanh nghiệp phần đầu doanh thu xuất khẩu chiếm 5% trong tổng doanh thu trong 5 năm tới.

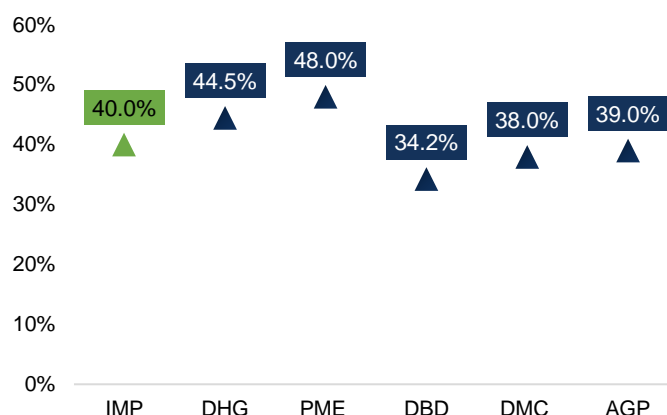
Trong 6 tháng đầu năm 2019, IMP đạt tổng doanh thu 564.1 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 86.3 tỷ, hoàn thành 38,9% kế hoạch và 39,2% kế hoạch năm 2019 ([xem phụ lục 3](#)).

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do chi phí đầu vào tăng

Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng



Tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình 3 năm của IMP và các doanh nghiệp trong ngành



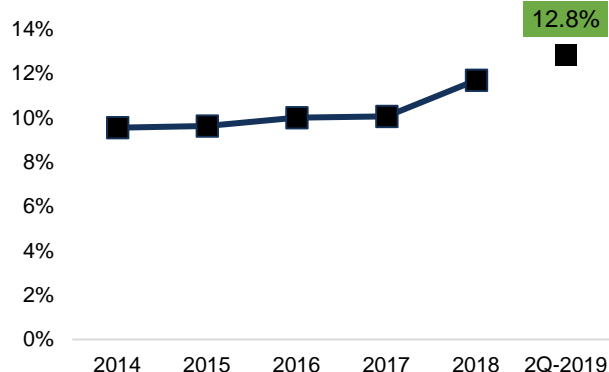
Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do:

Biến động giá đầu vào API từ Trung Quốc đã tăng khoảng 8% giá (do khoảng 1 năm trở lại, Trung Quốc đưa ra chính sách đóng cửa nhà máy để giảm ô nhiễm môi trường), trong khi giá bán chưa điều chỉnh tăng kịp do công ty vẫn tuân thủ chính sách bình ổn giá thuốc của Chính phủ.

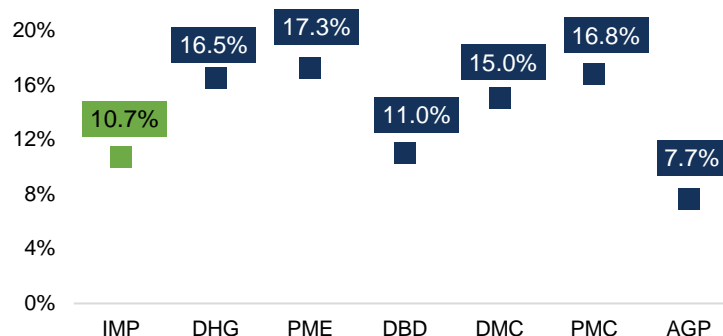
Nhóm doanh nghiệp sản xuất dược ở phân khúc cao có tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân trên 40%. Nhìn chung, IMP có biên lợi nhuận gộp tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng sản xuất dòng thuốc kháng sinh, giảm đau hạ sốt trong ngành dược do: (1) tận dụng được lợi thế quy mô nên được hưởng các khoản chiết khấu khi mua hàng (2) nguồn nguyên liệu đa dạng với mức giá khác nhau.

Tỷ suất lợi nhuận ròng tăng nhẹ, tuy nhiên vẫn còn thấp so với ngành

Tỷ suất lợi nhuận ròng của IMP



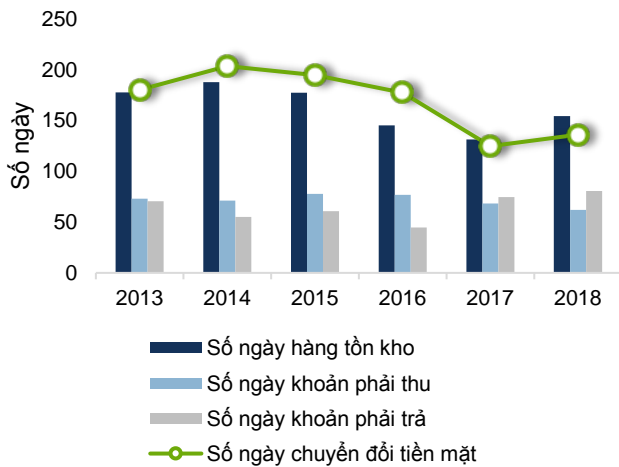
Tỷ suất lợi nhuận ròng trung bình 3 năm của IMP và các doanh nghiệp trong ngành



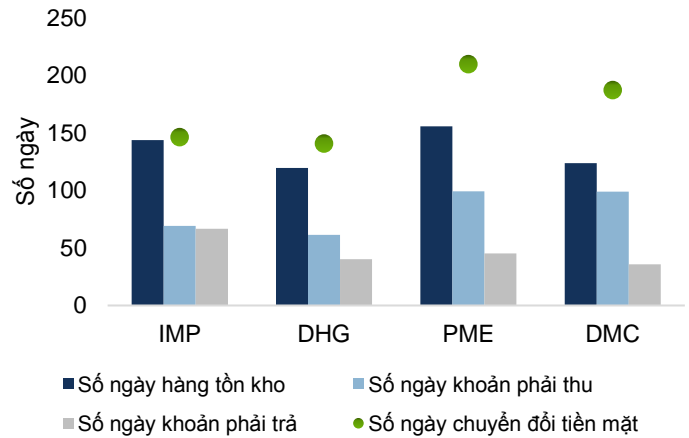
Tỷ suất lợi nhuận ròng của IMP dần được cải thiện từ năm 2014 nhờ vào tập trung các sản phẩm chủ lực có biên lợi nhuận cao (thuốc đặc trị, thuốc tương đương sinh học), đồng thời kiểm soát tốt hơn chi phí bán hàng hơn khi IMP dần dịch chuyển phân phối vào kênh ETC. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp trong ngành, tỷ suất lợi nhuận ròng của IMP vẫn còn thấp hơn do chi phí bán hàng vẫn còn lớn, do trong giai đoạn 2014 - 2016 doanh nghiệp đang trong giai đoạn tái cấu trúc, thay đổi chiến lược bán hàng như triển khai dự án công cụ quản lý theo chuẩn quốc tế: BSC, ERP- SAP và chịu chi phí xây dựng hệ thống bán hàng trên kênh OTC để bù đắp lại kênh ETC.

Chỉ số hiệu quả hoạt động cải thiện

Chỉ số hiệu quả hoạt động của IMP



Chỉ số hiệu quả hoạt động trung bình 3 năm của IMP và các doanh nghiệp trong ngành



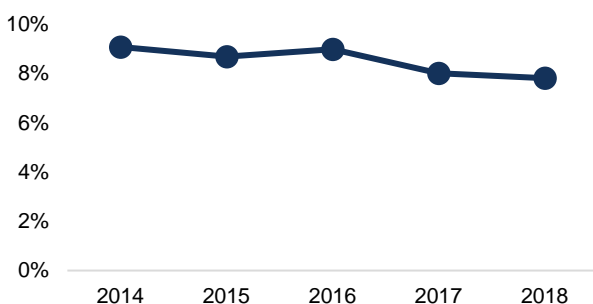
Số ngày hàng tồn kho cải thiện đáng kể từ năm 2014 đến năm 2017, tuy nhiên số ngày hàng tồn kho năm 2018 đã tăng lên 25 ngày so với năm 2017 do công ty phải dự trữ nguyên vật liệu trước tình hình biến động giá.

Số ngày khoản phải thu có xu hướng giảm từ 77 ngày xuống 62 ngày. Nguyên nhân chủ yếu là do siết chặt chủ trương quản lý công nợ trên kênh OTC nhằm tăng khả năng thu hồi công nợ tại các quầy thuốc sau thời gian đẩy mạnh phát triển trên thị trường này.

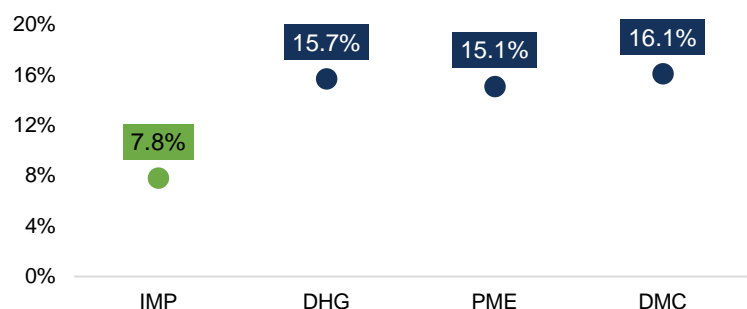
Số ngày hàng tồn kho của IMP còn cao hơn so với doanh nghiệp trong ngành. Nhưng nhờ vào việc IMP tăng cường siết chặt công nợ và gia tăng khả năng đàm phán với nhà cung cấp đã giúp chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của IMP vượt hơn so với các công ty khác trong ngành.

Hiệu quả sử dụng tài sản chưa cao, do IMP đang trong giai đoạn đầu tư vào nhà máy.

ROA



ROA của IMP và các doanh nghiệp trong ngành

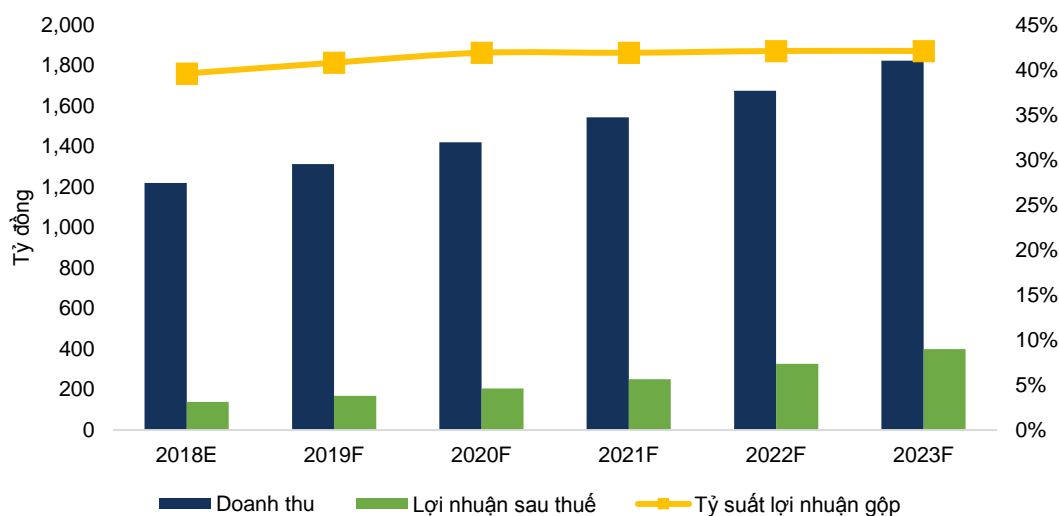


Nhìn chung, ROA của IMP còn thấp hơn so với các doanh nghiệp trong ngành, do:

- (1) Trong giai đoạn từ 2015 trở lại, IMP đang trong giai đoạn đầu tư nhà máy mới.
 - Năm 2015, IMP hoàn thành xây dựng nhà máy tiêm Penicillin với vốn đầu tư 50 tỷ đồng.
 - Năm 2017 và 2018, IMP đang xây dựng hai nhà máy kháng sinh công nghệ cao Bình Dương và nhà máy thuốc đặc trị Bình Dương với vốn đầu tư lần lượt là 180 tỷ đồng và 470 tỷ đồng.
- (2) Các nhà máy tiêm hoạt động với công suất thấp chỉ khoảng 30%, do công suất nhà máy tiêm phụ thuộc hầu hết vào hoạt động đầu thầu.

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA IMP

Với những phân tích trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của IMP trong giai đoạn 2019-2022:



- Chúng tôi dự phóng doanh thu của IMP sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 8%/năm trong giai đoạn 2019-2022, với tốc độ của mảng thuốc gan mật và hô hấp lần lượt là 5% và 8%. Mảng thuốc kháng sinh tăng 12% và mảng thuốc giảm đau hạ sốt có tốc độ giảm 1%.
- Cụ thể từng mảng kinh doanh:
 - (1) Mảng thuốc kháng sinh: tốc độ doanh thu sẽ tăng nhờ vào nhu cầu sử dụng thuốc kháng sinh chất lượng cao của người dân và thuốc có khả năng cạnh tranh được phân khúc nhóm 1, 2 trên kênh ETC nhờ vào hàm lượng công nghệ cao và các dạng bào chế đặc biệt.
 - (2) Mảng thuốc giảm đau hạ sốt: tốc độ doanh thu sẽ giảm dần do thiếu sự khác biệt về tiêu chuẩn kỹ thuật dẫn đến việc cạnh tranh gay gắt với thuốc giá rẻ Trung Quốc, Ấn Độ cùng với các công ty nội địa, và khó cạnh tranh lại với thuốc Châu Âu có thương hiệu.
 - (3) Mảng thuốc gan mật và hô hấp: tốc độ doanh thu sẽ tăng dần do tỉ lệ bệnh không truyền nhiễm ở Việt Nam đang tăng lên, xuất phát từ môi trường và thói quen của con người như: ô nhiễm môi trường, uống rượu bia, thiếu vận động...
- Giá vốn dự phóng chiếm tỷ trọng 58% doanh thu năm 2019 - 2022 do giá nguyên liệu đầu vào vẫn sẽ tiếp tục tăng lên trong 2 năm 2019 – 2020.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá IMP sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu IMP theo 2 phương pháp có mức bình quân là **57.600** đồng/cp, cao hơn **20%** so với mức giá đóng cửa ngày 21/08/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	57.587	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	57.619	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)		57.600	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	12,9%	Phần bù rủi ro	10,01%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	5%	Hệ số Beta 2019	0,57
CP sử dụng vốn 2019	13,4%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 20 năm	5,6%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		2.838.653
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu đồng)		7.364
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		-
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		2.846.017
Số cổ phiếu lưu hành		49.978.151
Giá mục tiêu (đồng/cp)		57.587
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		2.847.617
Giá mục tiêu (đồng/cp)		57.619
Giá mục tiêu		57.600 đồng/cp

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị : Triệu đồng

HĐKD	2017	2018	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.165.456	1.184.818	1.312.382	1.420.944	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	728.635	715.187	777.350	825.270	+ Tiền và tương đương	106.457	190.437	388.581	322.177
Lợi nhuận gộp	436.821	469.630	535.032	595.674	+ Đầu tư TC ngắn hạn	183.046	4.281	4.281	4.281
- Chi phí bán hàng	210.067	212.134	245.448	265.751	+ Các khoản phải thu	395.683	289.884	365.562	394.212
- Chi phí quản lí DN	85.505	88.184	95.510	103.410	+ Hàng tồn kho	282.179	323.809	304.563	323.222
Lợi nhuận thuần HĐKD	141.249	169.313	194.074	226.512	+ Tài sản ngắn hạn khác	10.178	26.331	29.118	31.490
- (Lỗ)/lãi HĐTC	4.508	1.290	16.500	30.000	Tổng tài sản ngắn hạn	977.543	834.742	1.092.105	1.075.383
- Lợi nhuận khác	802	3.167	(149)	237	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	506.001	575.113	1.058.282	1.104.139
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	146.559	173.769	210.425	256.749	+ Khấu hao lũy kế	(310.845)	(332.536)	(364.225)	(398.240)
- Chi phí lãi vay	619	1.276	4.500	-	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	195.155	242.577	694.057	705.899
Lợi nhuận trước thuế	146.559	173.769	210.425	256.749	+ Đầu tư tài chính dài hạn	65.797	41.409	41.094	41.094
- Thuế TNDN	29.199	35.086	42.085	51.350	+ Tài sản dài hạn khác	38.848	31.851	31.851	31.851
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	423.884	547.705	14.088	14.088
LNST	117.360	138.683	168.340	205.399	Tổng tài sản dài hạn	796.008	939.005	855.954	866.384
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tổng Tài sản	1.773.631	1.774.247	1.948.059	1.941.767
LNST của cổ đông CT Mẹ	117.360	138.683	168.340	205.399					
EPS (đ)	2.244	2.238	2.997	3.657	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	177.938	204.285	243.527	292.177	+ Phải trả người bán	224.903	109.020	172.236	186.484
Khấu hao	31.379	30.515	33.102	35.428	+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	100.000	-
Tăng trưởng doanh thu	15%	2%	11%	8%	+ Quỹ khen thưởng	507	13.983	20.201	24.648
Tăng trưởng LN HĐKD	9%	20%	15%	17%	Nợ ngắn hạn				
Tăng trưởng EBIT	16%	19%	21%	22%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	-21%	-0,03%	34%	22%	+ Phải trả dài hạn khác	550	550	550	550
Chỉ số khả năng sinh lợi	2017	2018	2019F	2020F	Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37,5%	39,6%	40,8%	41,9%	Tổng nợ	269.634	296.634	396.133	317.816
Tỷ suất LNST	10,1%	11,7%	12,8%	14,5%	+ Thặng dư	601.241	601.241	601.241	601.241
ROE DuPont	10,1%	9,6%	11%	12,9%	+ Vốn điều lệ	429.782	494.212	543.633	597.996
ROA DuPont	8%	7,8%	9%	10,6%	+ LN chưa phân phối	96.281	125.091	99.716	86.568
Tỷ suất EBIT	12,6%	14,7%	16%	18,1%	Vốn chủ sở hữu	1.395.314	1.504.613	1.551.926	1.623.951
LNST/LNTT	80,1%	79,8%	80%	80%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNTT / EBIT	100%	100%	100%	100%	Tổng cộng nguồn vốn	1.773.631	1.774.247	1.948.059	1.941.767
Vòng quay tổng tài sản	0,8	0,67	0,71	0,73					
Đòn bẩy tài chính	1,26	1,22	1,22	1,22					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018	2019F	2020F	Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019F	2020F
Số ngày phải thu	71,6	64,2	72,7	72,7	Tiền đầu năm	100.127	106.457	190.437	388.581
Số ngày tồn kho	130	155,7	143,7	143,7	Lợi nhuận sau thuế	146.559	173.769	168.340	205.399
Số ngày phải trả	70,4	41,2	47,9	47,9	+ Khấu hao	31.379	30.515	33.102	35.428
Thời gian luân chuyển tiền	131,1	178,6	168,44	168,44	+ Điều chỉnh	(40.165)	(43.385)	-49.376	-22.573
COGS / Hàng tồn kho	2,6	2,2	2,6	2,6	+ Thay đổi vốn lưu động	(38.044)	(30.001)	(3.544)	(30.074)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018	2019F	2020F	Tiền từ hoạt động KD	97.213	132.094	148.521	188.181
CS thanh toán hiện hành	2,84	3,53	2,76	3,39	+ Thanh lý tài sản cố định	440	1.689	-	-
CS thanh toán nhanh	2,02	2,16	1,99	2,37	+ Chi mua sắm TSCĐ	(274.457)	(272.440)	50.449	(45.858)
CS thanh toán tiền mặt	0,84	0,82	0,99	1,03	+ Tăng (giảm) đầu tư	(179.410)	210.612	-	-
Nợ / Tài sản	-	-	0,05	-	+ Các hữ đầu tư khác	10.180	12.038	-	-
Nợ / Vốn CSH	-	-	0,06	-	Tiền từ hữ đầu tư	(443.247)	(48.101)	50.449	(45.858)
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	-	-	0,06	-	+ Cổ tức đã trả	(52.729)	-	(98.842)	(108.727)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	+ Tăng (giảm) vốn	405.291	-	-	-
Khả năng TT lãi vay	236,87	136,2	46,76	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	100.000	(100.000)
					+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-
					+ Các hoạt động TC khác	-	-	(1.984)	-
					Tiền từ hoạt động TC	352.372	-	(826)	(208.727)
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	6.338	83.993	198.144	-66.404
					Tiền cuối năm	106.457	190.437	388.581	322.177
					<i>triệu đồng</i>				

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Một số thuật ngữ trong ngành dược:

- Thuốc generic: thuốc sao chép của thuốc phát minh đã hết hạn bảo hộ.
- Tá dược: không có tác dụng chữa bệnh, nhưng có tác dụng kéo dài thời gian bán hủy của một loại thuốc, làm tăng hạn sử dụng thuốc.
- Kênh OTC: kênh thương mại (nhà thuốc tư nhân, siêu thị thuốc...), thuốc an thần cần phải có chỉ định của bác sĩ.
- Kênh ETC: kênh điều trị (bệnh viện). Một số loại thuốc mà chỉ kênh ETC mới được bán: thuốc tiêm. Muốn phân phối thuốc vào bệnh viện, phải thông qua hình thức đấu thầu.
- Kháng sinh dưới dạng bột tiêm: Khác với các dòng kháng sinh dạng viên nén qua đường uống (có tác dụng sau 30 phút – 1h sau khi uống) bột tiêm là dòng sản phẩm kháng sinh tiêm trực tiếp vào mạch máu, có tác động gần như ngay lập tức đến cân bằng sinh học của cơ thể và chủ yếu được sử dụng trong kênh điều trị (ETC). Do đó, quy trình sản xuất dòng sản phẩm này phải được thực hiện hết sức nghiêm ngặt, thận trọng và yêu cầu trình độ chuyên môn kỹ thuật cao. ([Quay lại](#))

Phụ lục 2: Thông tư 11/2016/TT-BYT và Thông tư 15/2019/TT-BYT:

Thông tư 11/2016/TT-BYT:

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP tại nước ICH, Australia.	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại ICH. Australia.
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP nhưng không thuộc nước ICH, Australia.	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành không phải tại ICH. Australia.
Nhóm 3	WHO-GMP	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

Thông tư 15/2019/TT-BYT (có hiệu lực từ 01/10/2019):

Nhóm thuốc	Tiêu chuẩn	Nơi cấp giấy chứng nhận
Nhóm 1	EU-GMP	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại SRA
Nhóm 2	EU-GMP hoặc PIC/s-GMP	Các quốc gia có thẩm quyền cấp phép lưu hành tại SRA đối với tiêu chuẩn EU-GMP. Các nước đồng thời là thành viên của PIC/S và ICH đối với tiêu chuẩn PIC/S-GMP
Nhóm 3	Chứng minh tương đương sinh học	Bộ Y tế Việt Nam
Nhóm 4	WHO-GMP	Bộ Y Tế Việt Nam
Nhóm 5	Thuốc không đáp ứng tiêu chí 4 nhóm trên	Bộ Y Tế Việt Nam

Tại Việt Nam:

- **WHO-GMP:** tiêu chuẩn được Bộ Y Tế cấp, kéo dài 1-2 tháng.
- **PIC/S, EU-GMP:** do EU cấp, đây là một trong những tiêu chuẩn cao nhất hiện nay, do một hội đồng chuyên gia các nhóm thuộc EU thẩm định, kéo dài từ 3-6 tháng. Sau khi đạt chuẩn EU-GMP, Cục quản lý dược Việt Nam sẽ tái thẩm định và chấp thuận tính hiệu lực trong khoảng thời gian 1-2 tháng.
- **Danh sách các nước thuộc PIC/S bao gồm 52 nước:** Argentina, Úc, Áo, Bỉ, Canada, Trung Quốc, Croatia, Cyprus, Cộng Hòa Séc, Đan Mạch, Estonia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Hồng Kông, Hungary, Iceland, Indonesia, Iran, Ireland, Israel, Ý, Nhật Bản, Hàn Quốc, Latvia, Liechtenstein, Lithuania, Malaysia, Malta, Mexico, Hà Lan, New Zealand, Na Uy, Ba Lan, Bồ Đào Nha, Romania, Singapore, Slovak, Slovenia, Nam Phi, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Thụy Sĩ, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, Ukraine, Anh, Mỹ.
- **Danh sách các nước thuộc ICH:** Mỹ, Nhật, Áo, Bỉ, Bulgaria, Cyprus, Cộng Hòa Séc, Đan Mạch, Estonia, Phần Lan, Pháp, Đức, Hy Lạp, Hungary, Ireland, Ý, Latvia, Lithuania, Luxembourg, Malta, Hà Lan, Ba Lan, Bồ Đào Nha, Romania, Slovakia, Slovenia, Tây Ban Nha, Thụy Điển, Anh, Croatia.
- **Danh sách các nước thuộc SRA:** thành viên ICH, thành viên dự bị ICH và các chính quyền hợp tác với thành viên ICH.

Phụ lục 3: Cập nhật kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2019: [\(Quay lại\)](#)

Trong 6 tháng đầu năm 2019, IMP đạt với tổng doanh thu 564.1 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 86.3 tỷ, đạt 38,9% kế hoạch và 39,2% kế hoạch năm 2019:

Đơn vị: triệu đồng	Q2-2019	Q2-2018	q.o.q	Lũy kế 6T-2019	Lũy kế 6T-2018	y.o.y	% Hoàn thành kế hoạch
Doanh thu	287.049	266.399	7,75%	561.191	525.979	6,7%	38,9%
Lợi nhuận gộp	103.435	110.026	-5,99%	217.950	210.266	3,6%	
Biên lợi nhuận gộp	36,03%	41,03%					
Lợi nhuận trước thuế	40.936	38.999	4,97%	86.338	80.097	7,8%	39,2%
Lợi nhuận sau thuế	32.613	31.064	4,99%	68.935	63.942	7,81%	

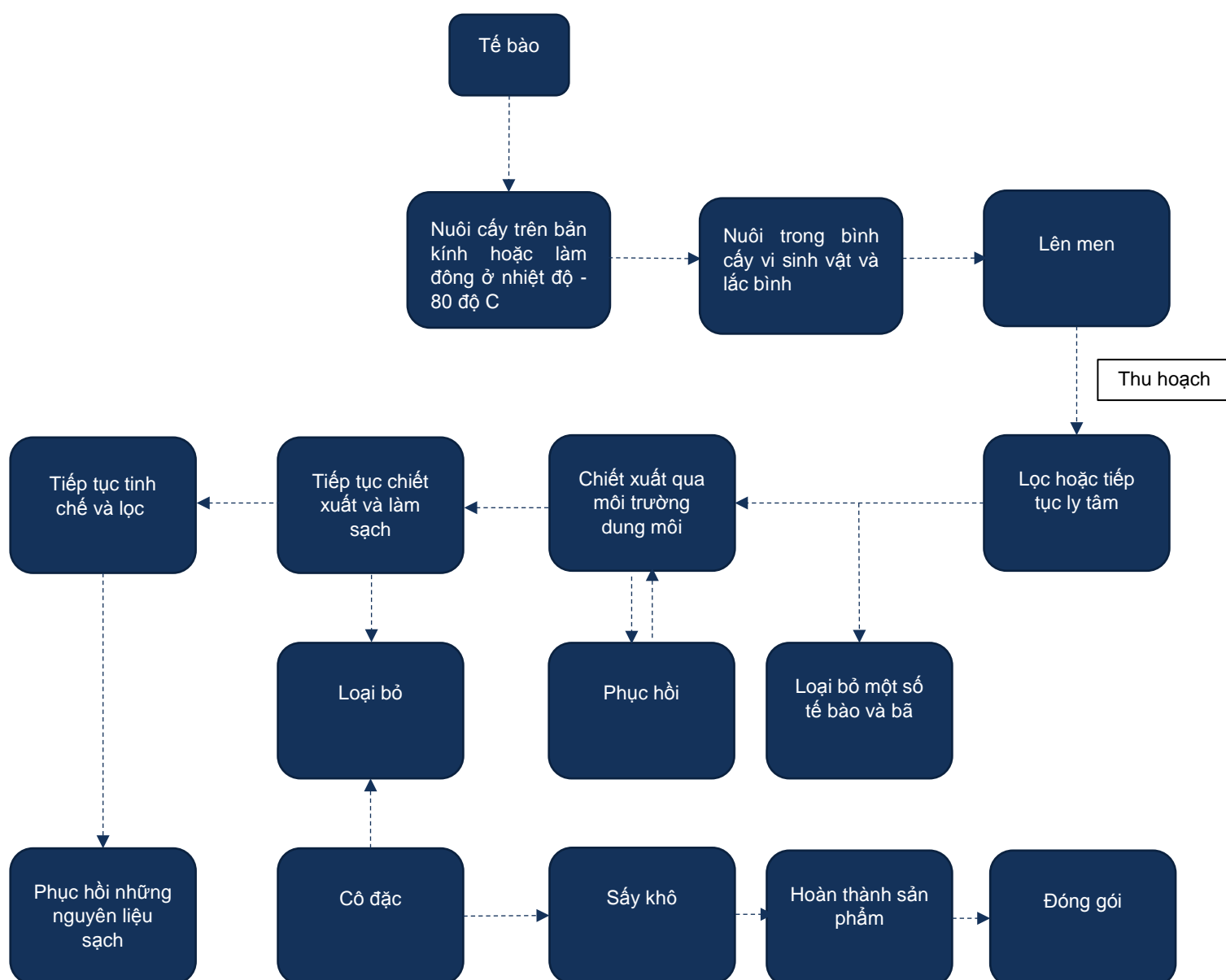
Phụ lục 4: Cách tính đo lường gánh nặng bệnh tật

Chỉ số YLD cho phép đo lường gánh nặng về bệnh tật. Chỉ số này được đo lường bằng số năm sống khỏe mạnh mất đi do tàn tật hoặc số năm phải sống với bệnh hay tình trạng sức khỏe do mới mắc bệnh hay tình trạng sức khỏe bị tác động.

$$YLD = I \times L \times D$$

Trong đó: I là số trường hợp mới mắc trong khoảng thời gian nhất định, D là hệ số bệnh tật (mức độ nặng nhẹ của bệnh), L là thời gian mang bệnh trung bình.

Nguồn: Nghiên cứu về gánh nặng bệnh tật toàn cầu (Global burden of disease study 1996), IHME

Phụ lục 5: Công nghệ lên men enzymatic: ([Quay lại](#))


Nguồn: Pharma Industry, FPTS tổng hợp

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 149 cổ phiếu IMP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào 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 <https://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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 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: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam.
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888