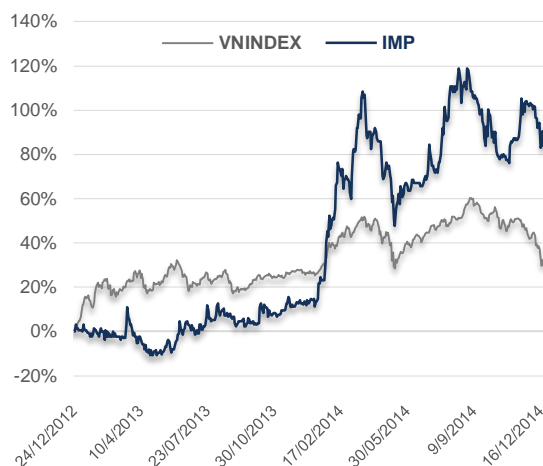


**CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)**

<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>41.900</b>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	<b>60.000</b>	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tỷ suất sinh lời	<b>+43%</b>					
	Suất cổ tức	<b>3,6%</b>					
							<b>MUA</b>

**Diễn biến suất sinh lời cổ phiếu IMP**


Thông tin giao dịch		05/01/2014
Giá hiện tại		41.900
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)		68.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)		34.100
Số lượng CP niêm yết (CP)		16.705.810
Số lượng CP lưu hành (CP)		16.405.810
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)		18.974
% sở hữu nước ngoài		48,4%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		263
Vốn hóa (tỷ đồng)		1.056

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 sản xuất theo nhượng quyền
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm thuốc chất lượng cao, ít tác dụng phụ
Rủi ro chính	Chính sách, biến động nguyên liệu đầu vào

Danh sách cổ đông	Trước phát hành	Sau phát hành
Tổng Công ty Dược Việt Nam	26,13%	23,75%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	9,34%	8,49%

## BƯỚC NGOẶT LỊCH SỬ CỦA IMEXPHARM VÀ NGÀNH DƯỢC PHẨM VIỆT NAM

### TIÊU ĐIỂM

Trong tháng 01/2015, Imexpharm (IMP) sẽ tiến hành ký kết hợp đồng hợp tác với **đối tác chiến lược là CTCP Dược phẩm Phano**. IMP sẽ phát hành riêng lẻ 2.631.160 cổ phần (10% vốn cổ phần) cho đối tác này với giá trị mỗi cổ phiếu bằng 80% thị giá bình quân trong 10 phiên từ ngày công bố chính thức thỏa thuận hợp tác nhưng không thấp hơn 30.000 đ/cp. Tổng giá trị của khoản đầu tư này tối thiểu là 78 tỷ đồng và có thể cao hơn tùy diễn biến giá cổ phiếu trên thị trường trong 10 phiên tham chiếu.

Khoản đầu tư này sẽ được IMP dùng để phát triển mạng lưới phân phối và bán hàng của doanh nghiệp từ năm 2015 trở về sau nhằm phát triển mạnh thị trường OTC vốn còn rất nhiều tiềm năng cho nhóm sản phẩm thuốc chất lượng cao, trong bối cảnh hầu hết các thuốc nội địa chỉ có chất lượng trung bình và chưa nhận được sự đánh giá cao của giới chuyên môn.

Theo đánh giá của chúng tôi, sự kết hợp giữa IMP và CTCP Dược phẩm Phano là **sự kiện lần đầu tiên xảy ra tại Việt Nam** và hứa hẹn có thể thay đổi toàn bộ cục diện ngành dược phẩm **khi kết hợp và khép kín được toàn bộ quá trình sản xuất – phân phối – bán lẻ** nhằm cắt bỏ các chi phí trung gian không cần thiết và đưa ra mức giá hợp lý đến người tiêu dùng, từ đó hình thành nên một xu hướng phát triển hoàn toàn mới. Đây là bước phát triển tất yếu của ngành dược phẩm Việt Nam và phù hợp với xu hướng chung trên thế giới mà chúng tôi cũng sẽ giới thiệu chi tiết ([xem tại đây](#)).

Chúng tôi tiến hành phân tích sâu về đối tác chiến lược này cũng như cách thức mà đơn vị này và Imexpharm có thể kết hợp với nhau để khép kín chuỗi sản xuất và cung ứng dược phẩm từ nhà sản xuất đến người tiêu dùng, tạo nên sự cạnh tranh đáng kể về giá bán sản phẩm, chất lượng sản phẩm và chi phí sản xuất cũng như cách thức tiếp cận tư vấn cho người tiêu dùng, từ đó dự phóng triển vọng tăng trưởng của Imexpharm.

Chúng tôi cũng tiến hành cập nhật mô hình định giá cho năm 2015 theo phương pháp FCFF đối với CTCP Dược phẩm Imexpharm. Sau khi cập nhật lại mô hình định giá, chúng tôi tiếp tục giữ mức khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 12 tháng tới (**vào tháng 12/2015**) là **60.000 đ/cp**, cao hơn 43% so với thị giá hiện tại.

KWE Beteiligungen AG	8,81%	8,01%
Balestrand Limited	6,64%	6,03%
Quỹ ĐTCK Y tế Bản Việt (VCHF)	4,60%	4,18%
J.P Morgan WhiteFriars Inc.	4,36%	3,96%
JF Vietnam Opportunities Fund	3,26%	2,96%
Vietnam Holding Limited	3,14%	2,85%
KITMC Vietnam Growth Fund	2,55%	2,32%
Mirae asset maps opportunity VietNam equity balanced fund 1	2,49%	2,26%
KITMC Worldwide VN Fund 1	1,22%	1,11%
Greystanes Limited	1,22%	1,11%
Vietnam Emerging Equity Fund	1,16%	1,05%
PXP Vietnam Fund Limited	1,13%	1,03%
Cổ đông nước ngoài khác	3,09%	2,81%
Cổ đông trong nước khác	20,87%	18,97%
<b>CTCP Dược phẩm Phano</b>	<b>0%</b>	<b>10%</b>
Room khối ngoại còn lại	<b>0,6%</b>	<b>6%</b>

...“Kênh điều trị (ETC) của IMP năm 2015 sẽ tiếp tục gặp khó khăn do chính sách quản lý của Bộ Y tế chưa có sự cải thiện đáng kể và vẫn đặt nặng vấn đề giá cả thay vì chất lượng và hiệu quả điều trị. Việc nâng cấp nhà máy kháng sinh tiêm lên tiêu chuẩn Châu Âu EU-GMP (nhằm mở đường cho kế hoạch khôi phục kênh ETC của IMP) chỉ có thể hoàn thành sớm nhất vào cuối năm 2015”...

Ngoài ra, chúng tôi cũng cập nhật ước tính kết quả kinh doanh cả năm 2014 và dự phóng cho năm 2015 của Imexpharm như sau:

- **Doanh thu cả năm 2014** ước đạt 906 tỷ đồng, hoàn thành 90,6% kế hoạch năm do IMP tiến hành chiết khấu trực tiếp trên hóa đơn, thay vì hình thức khuyến mãi chiết khấu bằng hàng.
- **Lợi nhuận trước thuế 2014** ước đạt 109,5 tỷ đồng (sau khi đã trích 10,5 tỷ đồng cho quỹ Phát triển khoa học công nghệ được hạch toán vào chi phí QLDN trong kỳ). Lợi nhuận sau thuế năm 2014 ước đạt 85,4 tỷ đồng (+40% so với năm 2013). EPS 2014 ước đạt 3.402 đồng/cp (sau khi đã pha loãng thông qua đợt chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 2:1 và phát hành cổ phiếu ESOP tỷ lệ 5%).
- **Doanh thu năm 2015 ước đạt 1.050 tỷ đồng** (+16,2% so với năm 2014) nhờ IMP đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trên kênh OTC với sự hỗ trợ của đối tác chiến lược trong việc phát triển, thâm nhập vào các thị trường mới như thị trường phía Bắc, khu vực miền Trung và gia tăng hoạt động sản xuất nhượng quyền, gia công cho đối tác này.
- **Lợi nhuận sau thuế năm 2015** ước đạt 119 tỷ đồng (+38,5% so với năm 2014) nhờ tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu được cải thiện do kênh OTC chiếm tỷ trọng lớn so với kênh ETC (80% – 20%). EPS 2015 (đã pha loãng 10% sau phát hành thêm cho đối tác chiến lược) ước đạt 4.101 đ/cp. Với mức thị giá hiện tại, cổ phiếu IMP đang được giao dịch với mức PER 10.2, khá thấp so với mặt bằng chung của ngành. Do đó, chúng tôi cho rằng dự địa tăng giá của cổ phiếu IMP trong năm 2015 là khá lớn.

## CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đv: tỷ đồng
WACC 2014	15,9%	Thời gian dự phóng	10 năm
Thuế suất từ 2016	20%	Tổng hiện giá dòng tiền	1.321
Chi phí vốn CSH	15,9%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	422
<b>Lãi suất phi rủi ro</b>	<b>6,95%</b>	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	0
<b>Phản bù rủi ro</b>	<b>9,3%</b>	Giá trị vốn cổ phần	1.743
<b>Hệ số Beta</b>	<b>1,03</b>	Lợi ích cổ đông thiểu số	2,0
Tăng trưởng bình quân	13,5%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	1.743
Tăng trưởng bền vững	3%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp) (*)	29
<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2015</b>			<b>60.210</b>

Kỳ hạn	Thị giá hiện tại (05/01/2015)	Giá mục tiêu 2015 (31/12/2015)
	<b>41.900</b>	<b>60.000</b>
<b>Suất sinh lời</b>		<b>43%</b>

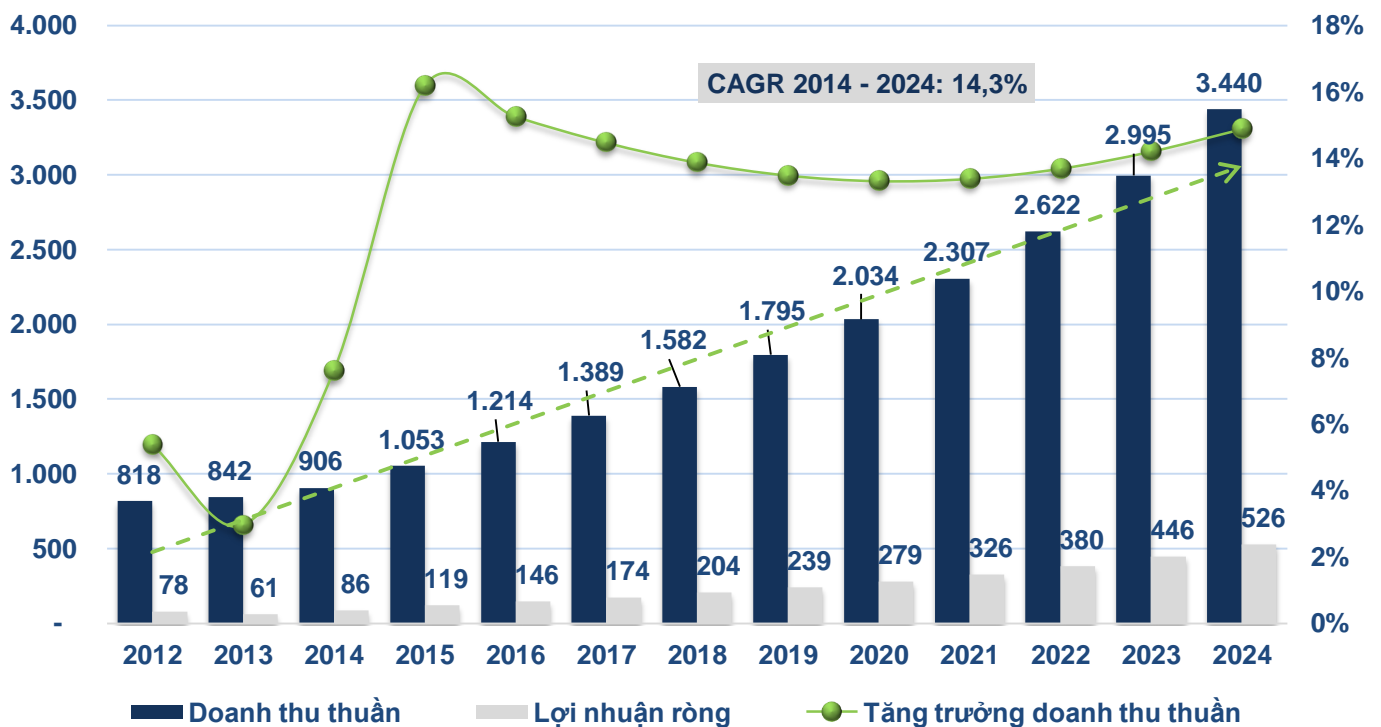
(\*) Sau khi phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược tỷ lệ 10%. Việc phát hành này cũng đồng thời làm nới room khối ngoại lên 6,6%, tương ứng với hơn 1,9 triệu cổ phiếu IMP trị giá ít nhất 57 tỷ đồng (~2.7 triệu USD)

## CẬP NHẬT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH VÀ MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Nhóm thuốc kháng sinh và nhóm thuốc đặc trị được dự phóng sẽ cùng chiếm 40,2% tỷ trọng doanh thu từ hàng tự sản xuất của Imexpharm vào năm 2024.

Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu của IMP sẽ đạt đỉnh điểm vào năm 2015 ở mức 16,2%, đạt 1.053 tỷ đồng, sau đó giảm dần về mức 13,3% tương ứng với mức doanh thu 3.312 tỷ đồng vào năm 2021. Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2022 dự kiến sẽ cao dần nhờ tỷ trọng của nhóm thuốc đặc trị tăng mạnh so với nhóm thuốc kháng sinh. Mức dự phóng này chưa bao gồm: **1)** Tác động từ nâng cấp nhà máy thuốc tiêm lên chuẩn Châu Âu EU-GMP; **2)** Tác động từ khả năng Imexpharm có thể trở thành đơn vị sản xuất nhượng quyền cho Teva Pharmaceuticals do chúng tôi chưa có đủ cơ sở chắc chắn để khẳng định.

**Biểu đồ 1: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2012 – 2024**



Nguồn: FPTTS

Lợi nhuận sau thuế năm 2014 ước đạt 85,4 tỷ đồng (+40% so với năm 2013). Lợi nhuận sau thuế năm 2015 kỳ vọng sẽ đạt 118 tỷ đồng (+38,6% so với năm 2014). Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trong giai đoạn 2014 – 2024 bình quân 18,8% mỗi năm nhờ:

- Biên lãi gộp cải thiện do tăng tỷ trọng nhóm hàng tự sản xuất (bình quân khoảng 55%)
- Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu thuần có xu hướng giảm dần qua các năm từ mức 28% năm 2014 về mức 23% vào năm 2024 trong khi chi phí quản lý doanh nghiệp dự kiến sẽ không đổi ở mức 7% mỗi năm. Thuế suất thuế TNDN sẽ ổn định ở mức 20% từ năm 2016 về sau.

**CÁC THAY ĐỔI LỚN TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu	Báo cáo trước	Cập nhật	Diễn giải
<b>Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD</b>			
Chi phí bán hàng	27,1% doanh thu thuần	27,6% doanh thu thuần	IMP tăng các khoản chi phí bán hàng, marketing nhằm chuẩn bị cho chiến lược quảng bá mạnh thương hiệu và tăng độ phủ thị trường trong năm 2015
<b>Các chỉ tiêu trong mô hình định giá</b>			
Beta	1,15	1,03	Hệ số Beta điều chỉnh theo biến động của VNINDEX và biến động giá IMP trong 12 tháng gần nhất.
Lãi suất phi rủi ro	8,7%	6,95%	Cập nhật lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm trong 3 tháng cuối năm. Trong nửa cuối năm 2014, lãi suất trúng thầu TPCP ghi nhận sự sụt giảm đáng kể
Thời điểm chiết khấu dòng tiền	Cuối năm 2014	Cuối năm 2015	Phản ánh chính xác hơn theo hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
Tăng trưởng bền vững	5%	3,1%	Hiệu chỉnh sau khi tổng hợp dữ liệu về dự phóng tốc độ tăng trưởng dài hạn của nhóm các quốc gia phát triển và quốc gia mới nổi từ nguồn IMS Health.
Breakdown chi tiết doanh thu, lợi nhuận gộp, dự phóng tăng trưởng	Theo số tổng hợp từ kết quả kinh doanh năm 2013	Theo số tổng hợp từ kết quả kinh doanh năm 2014	Cập nhật kết quả mới nhất từ doanh nghiệp
Bổ sung các dữ liệu dự phóng về từng nhóm bệnh tật.	Không có phần dự phóng cho từng nhóm bệnh tật và thuốc điều trị	Bổ sung phần dự phóng cho từng nhóm bệnh tật và thuốc điều trị	Tổng hợp và hiệu chỉnh theo dữ liệu toàn cầu của IMS Health



## Đối tác chiến lược của IMP: CTCP Dược phẩm Phano

### Thông tin sơ lược về quỹ DIAIF

- Quỹ DIAIF được thành lập vào tháng 6/2010 với quy mô tổng tài sản 5 tỷ Yên Nhật (tương đương 42,5 triệu USD hoặc 892.5 tỷ đồng).
- Hai thành viên sáng lập của quỹ là Dream Inbubator và tập đoàn ORIX, mỗi bên đóng góp 1 tỷ Yên Nhật (8,5 triệu USD) vào quỹ này. Ngoài ra, quỹ DIAIF còn có sự tham gia của ngân hàng JBIC (Japan Bank for International Corporation) của Nhật Bản cùng một số tập đoàn hàng đầu khác của Nhật Bản tham gia với tư cách là nhà đầu tư.
- Mục tiêu đầu tư của quỹ là các lĩnh vực đang tăng trưởng mạnh tại Việt Nam như hàng tiêu dùng, thực phẩm, chăm sóc sức khỏe (dược phẩm – thiết bị y tế...) và bán lẻ.
- Khoản đầu tư đầu tiên của quỹ DIAIF là Nuti Food (năm 37,1% vốn cổ phần). Khoản đầu tư thứ hai của DIAIF là vào CTCP Thiết bị Y tế Việt Nhật (JVC – HOSE) và nắm giữ 31,1% vốn cổ phần. Đến tháng 03/2013, DIAIF thoái vốn khỏi Nuti Foods với suất sinh lời nội bộ (IRR) xấp xỉ 50%. Khoản đầu tư thứ ba là vào Santedo với tỷ lệ sở hữu 25% vốn cổ phần. Khoản đầu tư thứ tư vào tháng 8/2014 là vào Mesa, một nhà phân phối các nhu yếu phẩm, các mặt hàng tiêu dùng và là nhà điều hành nhà hàng Thailand MK Suki Restaurant.
- Về dài hạn, DI và ORIX kỳ vọng có thể đóng góp cho sự phát triển của Việt Nam và Nhật Bản bằng cách tận dụng triệt để năng lực cũng như thế mạnh của các doanh nghiệp liên quan của hai nước thông qua kết nối các doanh nghiệp Nhật Bản với các doanh nghiệp mà họ đang và sẽ đầu tư tại Việt Nam.

Nguồn: Shared Research, Orix, FPTIS



...“Phano tạo ra sự khác biệt hoàn toàn trên thị trường nhờ chiến lược hoạt động và phát triển độc đáo “**Lời khuyên đúng**”: Đúng thuốc – Đúng toa – Đúng liều – Đúng đối tượng và Đúng lương tâm; kết hợp với cách thức tiếp cận người tiêu dùng mới mẻ thông qua cung cấp các dịch vụ tư vấn miễn phí về chăm sóc sức khỏe, sắc đẹp... và lợi thế vượt trội về hệ thống ERP quản lý bán lẻ giúp tối ưu hóa hoạt động ở tất cả các khâu”...

### Họ là ai, họ đang làm gì và họ muốn gì?

**CTCP Santedo** là doanh nghiệp được thành lập vào năm 2013 và bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 27/10/2013. Santedo là doanh nghiệp sở hữu 99% vốn cổ phần của CTCP Dược phẩm Duy Tân chuyên về phân phối dược phẩm và 99% vốn cổ phần của CTCP Dược phẩm Phano chuyên về bán lẻ dược phẩm thông qua chuỗi nhà thuốc mang thương hiệu Phano.

**CTCP Dược phẩm Duy Tân** được thành lập năm 1995 với sáng lập viên là ông Trương Viết Vũ. Đây là doanh nghiệp chuyên về phân phối thuốc Generic tại Việt Nam, đồng thời cũng đang là đơn vị phân phối độc quyền tất cả các dòng dược phẩm của Teva Pharmaceutical Industries Ltd (nhà sản xuất thuốc Generic lớn nhất trên thế giới của Israel) tại Việt Nam, Lào và Campuchia. Để đạt được tư cách là nhà phân phối độc quyền cho Teva, Duy Tân đã phải trải qua quá trình thẩm định gắt gao của Teva về mạng lưới phân phối vào kênh OTC và ETC trong một thời gian dài và được tái thẩm định hàng năm. Ngoài ra, Duy Tân cũng đang là cổ đông lớn tại CTCP Pymepharco (OTC: Pymepharco – Phú Yên). Mục tiêu của Duy Tân là trở thành nhà phân phối dược phẩm chuyên nghiệp hàng đầu Việt Nam.

**CTCP Dược phẩm Phano** được thành lập ngày 03/06/2007 với lĩnh vực chính là kinh doanh chuỗi nhà thuốc bán lẻ thương hiệu Phano. Đây là chuỗi nhà thuốc đầu tiên tại Việt Nam được cấp chứng nhận GPP (Thực hành tốt cung ứng thuốc) và là chuỗi nhà thuốc lớn nhất Việt Nam hiện nay với 44 cửa hàng chủ yếu tập trung tại khu vực Tp.HCM và một số cửa hàng tiên phong tại Bình Dương, Đồng Nai, Đà Nẵng... Mục tiêu của Phano là trở thành chuỗi nhà thuốc hiện đại có quy mô lớn nhất Việt Nam và từng bước sẽ thay thế hoàn toàn các cửa hàng bán lẻ thuốc nhỏ lẻ hoạt động tự phát hiện nay.

Vào tháng 3/2014, quỹ đầu tư Nhật Bản DIAIF (DI Asia Industrial Fund) đã đầu tư vào Santedo và nắm 25% vốn cổ phần của doanh nghiệp này. Santedo dự kiến sẽ dùng khoản đầu tư này để phát triển thêm chuỗi cửa hàng dược phẩm hiện có và thu tóm hợp nhất một số cửa hàng hoặc chuỗi cửa hàng khác.

### Mục tiêu của Santedo khi đầu tư vào IMP là để:

- Hoàn thiện chuỗi giá trị khép kín từ khâu sản xuất – phân phối – bán lẻ nhằm cắt bỏ tối đa các chi phí trung gian.
- Tạo ra các dòng dược phẩm mang thương hiệu riêng của Phano do IMP sản xuất theo tiêu chí chất lượng cao với giá thành cạnh tranh so với các dòng sản phẩm tương tự.
- Chủ động thích nghi với các biến động của thị trường và nhanh chóng đáp ứng nhu cầu của thị trường.

## Điều gì tạo nên sự khác biệt của PHANO?

Ông Trương Viết Vũ, Chủ tịch Hội đồng Quản trị Phano, cho biết: “Hội đồng quản trị Phano ý thức rõ mức đầu tư một cửa hàng dược phẩm theo chuẩn GPP cao gấp năm, sáu lần một cửa hiệu thuốc trung bình trên thị trường hiện nay, và muốn giữ đúng cung cách bán thuốc theo toa bác sĩ thì phải chấp nhận ít khách hàng. Chúng tôi biết V-Phano có thể đối diện với thất bại. Tuy nhiên, nếu chẳng may V-Phano... “chết yểu”, chắc chắn còn nhiều người khác sẽ tiếp bước con đường này, vì đây là xu hướng tất yếu mà ngành kinh doanh dược phẩm buộc phải chuyển đổi để hội nhập. Hiện nay nhu cầu sử dụng thuốc an toàn là rất lớn và chắc chắn sẽ tăng trong thời gian tới”.

(nguồn: vneconomy.vn)

Chuỗi nhà thuốc Phano cũng đang sử dụng phần mềm ERP **PharmaPro** của CTCP Công nghệ thông tin CAM. Chi tiết về tính năng của phần mềm PharmaPro ([link tham khảo](#))



Các tính năng cơ bản của phần mềm Pharma Pro:

- Quản trị hệ thống:** Thông qua phân quyền, thiết lập các thông số về bảo mật, người dùng, tỷ giá, mẫu biểu...
- Quản lý hàng hóa theo nhiều lớp thông tin:** như nhóm bệnh tật, hoạt chất, cách dùng, liều lượng, dạng bào chế, dạng tương tác, vị trí trong cửa hàng, nhà sản xuất, nước sản xuất, nhà phân phối giá bán sỉ/lẻ, thuế suất, tiền lãi, số tồn kho tối đa/tối thiểu...
- Quản lý theo đối tượng:** nhà sản xuất, nhà phân phối, khách hàng thân thiết, khách hàng sỉ, khách hàng là thành viên, các bệnh viện, phòng khám, bác sĩ cấp toa thuốc...
- Quản lý tổng quát:** các hình thức thanh toán (tiền mặt, thẻ tín dụng, phiếu khuyến mãi, điểm tích lũy); quản lý toa thuốc, tiền sử bệnh tật, chẩn đoán bệnh theo từng khách hàng là thành viên.
- Quản lý các chương trình khuyến mãi:** chiết khấu tự động theo khách hàng (khách VIP, khách là thành viên, khách vắng lai, khách cao tuổi...), theo tổng số tiền giao dịch (vd: khách mua trên 200.000 được chiết khấu 5%), theo mặt hàng (hàng mới, hàng khuyến mãi, hàng tặng kèm...), theo cửa hàng (đối với các cửa hàng mới khai trương).
- Kiểm soát kết nối giữa các cửa hàng trong chuỗi và đồng bộ hóa dữ liệu trong toàn chuỗi:** tạo nên chính sách hoạt động và mức giá đồng nhất trên toàn hệ thống. Toàn bộ dữ liệu về khách hàng, giao dịch, hoạt động tại các cửa hàng đều được đồng bộ hóa và chịu kiểm soát trực tiếp liên tục từ hội sở trung tâm.
- Xuất ra hơn 70 loại báo cáo khác nhau:** về hàng tồn kho, xuất nhập lưu chuyển hàng hóa, bán hàng, khách hàng, các báo cáo tổng hợp và các biểu đồ phân tích... để ban lãnh đạo và bộ phận hoạch định chiến lược có thể phân tích và nắm bắt tình hình kinh doanh để đưa ra các điều chỉnh phù hợp với tình hình thị trường.

**Có công ty phân phối:** Cụ thể là CTCP Dược phẩm Duy Tân. Với ưu thế là đơn vị phân phối độc quyền của Teva Pharma tại Việt Nam, Phano là một trong những đơn vị đầu tiên tại Việt Nam có thể tiếp cận với các thuốc generic mới nhất trên thế giới khi các thuốc phát minh hết hạn bảo hộ độc quyền.

Ngoài ra, hầu hết các loại thuốc của Phano chỉ phải qua một khâu trung gian duy nhất là Duy Tân, thay vì phải qua nhiều tầng nấc phân phối trung gian như các nhà thuốc và chuỗi nhà thuốc khác. Do đó, Phano có thể cắt giảm được nhiều khoản chi phí trung gian và đưa ra mức giá khá cạnh tranh (thấp hơn 10% – 20%) so với các đơn vị khác. Phano cũng có thể linh hoạt thay đổi và điều chỉnh danh mục sản phẩm tại các cửa hàng tùy theo diễn biến nhu cầu trên thị trường.

**Phần mềm quản lý ERP chuyên biệt** mang tên Pharma Pro do CTCP CNTT CAM thiết kế riêng cho Phano với những ưu điểm sau:

- Giải quyết hiệu quả các vấn đề lưu trữ, truyền tải và đồng bộ hóa dữ liệu** về thông tin khách hàng, sản phẩm, giá cả, giao dịch, dữ liệu lịch sử... của tất cả các cửa hàng trong hệ thống theo thời gian thực.
- Thường xuyên xác định định mức tồn kho tối ưu cho từng cửa hàng ở từng khu vực khác nhau** giúp đảm bảo lưu chuyển hàng hóa và cung ứng kịp thời cho nhu cầu tại mỗi khu vực, giúp hoạt động kinh doanh diễn ra liên tục, không bị gián đoạn, không làm mất khách do không đáp ứng được nhu cầu.
- Quản lý được lượng hàng tồn kho trong toàn hệ thống đến đơn vị nhỏ nhất là vỉ thuốc/viên thuốc**, nhờ đó có thể nhanh chóng lọc ra các SKU (stock keeping unit) nào đã tồn kho quá lâu để lên phương án xử lý (luân chuyển sang khu vực khác, tăng chiết khấu hoặc khuyến mãi giảm giá, tặng kèm...).
- Giúp ban lãnh đạo có thể **kiểm soát hiệu quả hoạt động của toàn hệ thống thông qua hơn 70 báo cáo tổng hợp** về mọi khía cạnh của doanh nghiệp, từ đó nhanh chóng nắm bắt tình hình và đưa ra quyết định hợp lý.
- Quản lý nhân sự hiệu quả.** Đặc thù của ngành bán lẻ dược phẩm đòi hỏi trình độ của nhân viên cao hơn đáng kể so với mặt bằng chung của xã hội (tối thiểu phải tốt nghiệp trung cấp dược) với mức lương bình quân khoảng 8 triệu đồng/tháng. Nhờ phần mềm này, Phano có thể quản lý hiệu quả của mỗi nhân viên thông qua thống kê và so sánh doanh số của từng nhân viên và của từng cửa hàng, từ đó có sự lưu chuyển và điều chỉnh kịp thời và phù hợp nhằm đảm bảo tính hiệu quả.
- Hạn chế tối đa tiêu cực trong bán hàng:** Toàn bộ các giao dịch được thực hiện thông qua hệ thống ERP Pharma Pro với dữ liệu về hàng hóa chi tiết đến từng viên thuốc, do đó, hệ thống này giúp ngăn chặn và hạn chế tối đa được những tiêu

8. **Quản lý luân chuyển hàng nội bộ giữa các cửa hàng trong chuỗi:** giúp mỗi cửa hàng có thể đảm bảo được các tiêu chí tồn kho tối thiểu/tối đa nhằm đảm bảo cho hoạt động kinh doanh liên tục và đáp ứng đầy đủ nhu cầu của khách hàng, tránh tình trạng mất khách hàng do không có thuốc cần thiết.
9. **Lưu trữ tất cả các dữ liệu quá khứ:** gồm tất cả các lịch sử giao dịch, thông tin khách hàng, toa thuốc, tiền sử bệnh tật... và đồng bộ hóa các dữ liệu này trên toàn hệ thống để có thể tư vấn và cung cấp dịch vụ nhanh và hiệu quả nhất.

**Xem thêm chi tiết về các đối thủ cạnh tranh chính của Phano tại Việt Nam tại [Phụ lục 1](#)**

**Tóm tắt tiêu chuẩn “Thực hành nhà thuốc tốt”  
(GPP – Good Pharmacy Practice)**

Theo quy định của Bộ Y tế, nhà thuốc đạt GPP phải thỏa mãn các tiêu chuẩn sau:

- Người phụ trách chuyên môn hoặc chủ nhà thuốc phải có chứng chỉ hành nghề được và phải có mặt tại cửa hàng trong thời gian hoạt động.
- Nhân viên trực tiếp bán thuốc phải có bằng chuyên môn được (trung cấp được trở lên).
- Nhân viên nhà thuốc phải mặc blouse trắng, sạch sẽ, gọn gàng, có đeo biển ghi rõ tên, chức danh.
- Khu vực bán thuốc có diện tích tối thiểu là 10m<sup>2</sup>, có chỗ rửa tay cho người bán và người mua, có đủ thiết bị để bảo quản thuốc tránh được các ảnh hưởng bất lợi của ánh sáng, nhiệt độ, độ ẩm, sự ô nhiễm, sự xâm nhập của côn trùng... Nhiệt độ nhà thuốc không được vượt qua 30°C, độ ẩm không quá 75%.
- Bán thuốc phải theo đơn của bác sĩ; không được tiến hành các hoạt động thông tin, quảng cáo thuốc tại nơi bán thuốc trái với quy định về thông tin quảng cáo thuốc.

(nguồn: FPTIS tổng hợp)



cực như nhân viên bán hàng tuần hàng xách tay vào bán để hưởng phần chênh lệch.

- **Tạo ra môi trường tương tác online nội bộ và bảo mật thông tin**, trong đó tất cả các thành viên từ nhân viên bán hàng đến cửa hàng trường và giám đốc đều cùng làm việc trên nền phần mềm Pharma Pro với nhiều phân hệ và cấp độ phân quyền, truy xuất dữ liệu khác nhau, nhờ đó giảm thiểu tối đa rủi ro mất mát các dữ liệu về giá cả, thông tin của nhà phân phối, khách hàng... vào tay các đối thủ cạnh tranh.

→ Thông qua những tính năng nêu trên, chúng tôi đánh giá phần mềm ERP này đang và sẽ là **“xương sống”** trong chiến lược mở rộng quy mô hoạt động, gia tăng số lượng cửa hàng, tăng độ phủ trong thời gian sắp tới của Phano mà vẫn đảm bảo được tính chính xác, bảo mật, hiệu quả và đồng nhất trong toàn hệ thống. Một mô hình kinh doanh tương tự cũng đã đạt được nhiều thành công nhờ hệ thống ERP là CTCP Thế giới di động (MWG – HOSE). Đây là điểm khác biệt chủ đạo giữa Phano so với các chuỗi cửa hàng của ECO, Mỹ Châu và các cửa hàng nhỏ lẻ khác trên thị trường.

**Chiến lược phát triển khác biệt:** Phano lựa chọn cách thức tiếp cận và cung cấp dịch vụ khác biệt cho các khách hàng như sau:

- Công khai minh bạch chất lượng thuốc, nguồn gốc xuất xứ, hạn sử dụng.
- Tư vấn cho khách hàng về tác dụng của việc mua thuốc theo toa của bác sĩ để đảm bảo hiệu quả điều trị và sức khỏe khách hàng.
- Cung cấp dịch vụ tư vấn sức khỏe, chăm sóc sắc đẹp miễn phí.
- Đào tạo đội ngũ nhân viên bài bản về nghiệp vụ bán hàng, thái độ phục vụ khách hàng.
- Đảm bảo các tiêu chí trong tiêu chuẩn GPP do Bộ Y tế quy định như mục bên cạnh.
- Đảm bảo mỗi nhà thuốc có ít nhất 01 dược sĩ đại học.
- Hướng đến việc từ chối hoàn toàn các giao dịch mua thuốc kê toa mà không có toa của bác sĩ.
- Thu thập dữ liệu thông tin của khách hàng để sử dụng đồng bộ trên toàn hệ thống nhằm phục vụ nhanh chóng, kịp thời và chính xác đối với từng đối tượng là khách hàng thân thiết (đã đăng ký thẻ thành viên của Phano).

**Vì sao Phano và Imexpharm lại kết hợp với nhau?**

Phano và Imexpharm chấp nhận hợp tác với nhau nhằm tận dụng thế mạnh và bổ sung các điểm yếu của hai bên, tạo thành chuỗi giá trị khép kín từ khâu sản xuất đến bán lẻ dược phẩm đầu tiên tại Việt Nam, góp phần bảo vệ sức khỏe và gia tăng tối đa lợi ích cho người tiêu dùng.





- ❖ Có công ty phân phối riêng (dược phẩm Duy Tân), độc quyền phân phối và bán lẻ nhiều mặt hàng generic mới nhất trên thế giới của Teva Pharmaceuticals, tập đoàn sản xuất thuốc generic lớn nhất trên thế giới.
- ❖ Có mạng lưới phân phối rộng khắp cả nước, có quan hệ rộng với các bệnh viện và cơ sở y tế.
- ❖ Có chuỗi cửa hàng bán lẻ dược phẩm lớn nhất Việt Nam và đang tăng trưởng mạnh về số lượng đi kèm với chất lượng phục vụ khác biệt.
- ❖ Được sự ủng hộ của cơ quan quản lý (Sở Y Tế) do giúp quản lý hiệu quả chất lượng và giá thuốc.

### Điểm mạnh

### Điểm yếu

- ❖ Không có dòng sản phẩm riêng (private label brands) với biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiều so với các mặt hàng phân phối nhằm tối đa hóa lợi nhuận.
- ❖ Không chủ động được danh mục sản phẩm do không có nhà sản xuất liên kết.
- ❖ Không giảm được giá bán các dòng sản phẩm thuốc generic mới cho phù hợp với mặt bằng chung tại Việt Nam do không có đơn vị sản xuất nhượng quyền cho Teva tại Việt Nam.

- ❖ Sản xuất thuốc chất lượng cao, nguồn gốc và chất lượng nguyên liệu sử dụng theo hướng top-down. Định hướng dài hạn vẫn tập trung vào chất lượng sản phẩm, giữ chất lượng mọi dòng sản phẩm ở mức cao nhất có thể thực hiện được.
- ❖ Nhà máy đạt tiêu chuẩn cao nhất trong số các nhà máy WHO-GMP, tiệm cận với tiêu chuẩn EU-GMP (dự kiến sẽ hoàn thành nâng cấp lên EU-GMP vào cuối năm 2015).
- ❖ Kinh nghiệm sản xuất nhượng quyền cho nhiều tập đoàn dược phẩm lớn trên thế giới như Novartis, Sandoz, Pharma Science, CFR... với yêu cầu khắt khe về quy trình sản xuất, kiểm nghiệm, bảo quản...

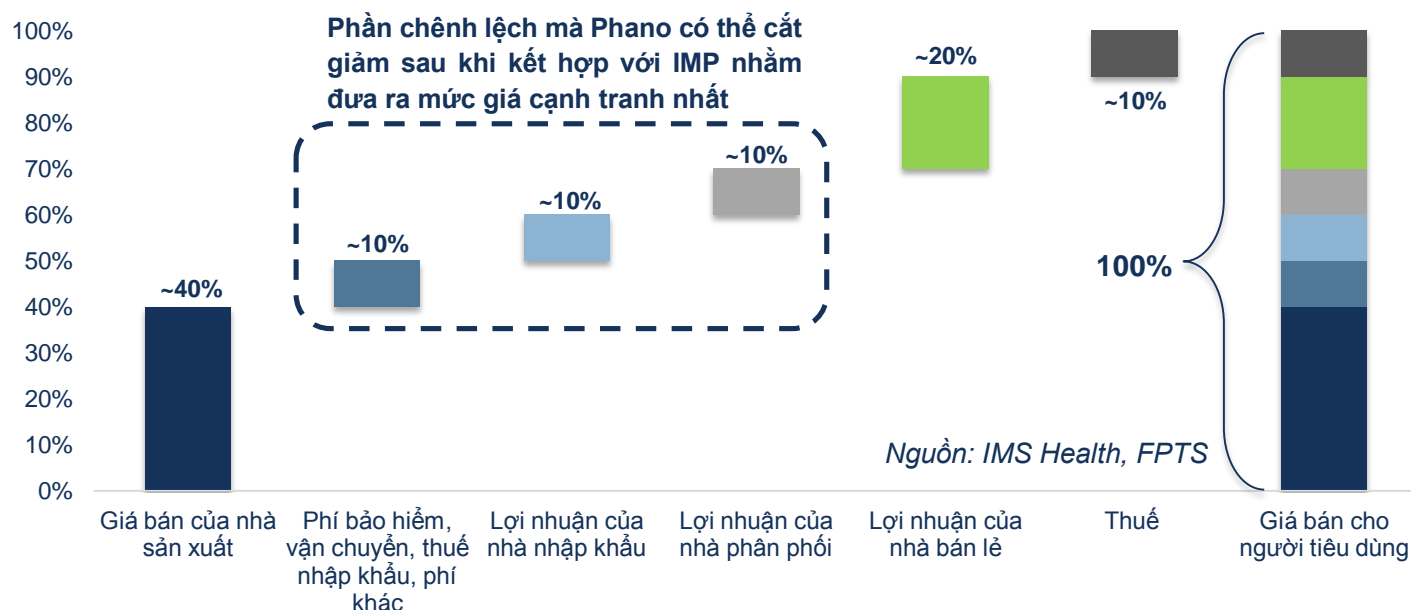
### Điểm mạnh

### Điểm yếu

- ❖ Hệ thống phân phối còn yếu do một thời gian dài tập trung chủ yếu vào kênh điều trị (ETC), đặc biệt là tại khu vực Miền Trung và Miền Bắc.
- ❖ Giá thành sản phẩm cao hơn mặt bằng chung của thị trường do không giảm chất lượng nguyên liệu sử dụng.
- ❖ Các sản phẩm chưa hiện diện nhiều trên thị trường OTC, độ phủ sản phẩm còn thấp.
- ❖ Công suất nhà máy vẫn chưa được khai thác hết.

**Nguồn: FPT S**

**Biểu đồ 01: Cơ cấu giá thành dược phẩm từ khâu sản xuất cho đến tay người tiêu dùng**








## Cơ hội và rủi ro của hai bên khi hợp tác với nhau

**IMEXPHARM**
**PHANO VÀ DUY TÂN (P&D)**

### CƠ HỘI KHI HỢP TÁC

#### Là sự kết hợp lần đầu tiên tại Việt Nam giữa

-  Một nhà sản xuất dược phẩm chất lượng cao với triết lý “*Chất lượng chỉ có một, và là chất lượng tốt nhất có thể*”
-  Một nhà phân phối dược phẩm độc quyền của một tập đoàn dược phẩm sản xuất thuốc Generic lớn nhất thế giới
-  Một chuỗi nhà thuốc bán lẻ có quy mô lớn nhất Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng rất lớn

- ❖ Mở rộng thị trường đến khu vực miền Trung, miền Bắc thông qua mạng lưới có sẵn của Duy Tân.
- ❖ Đưa hàng hóa của Imexpharm vào chuỗi bán lẻ đang tăng trưởng mạnh của Phano.
- ❖ Sản xuất nhượng quyền các dòng sản phẩm mới do Duy Tân giới thiệu (nhiều khả năng có thể sản xuất nhượng quyền cho Teva Pharmaceuticals).
- ❖ Sản xuất các dòng sản phẩm riêng (private label brand - PLB) cho Duy Tân.
- ❖ Gia tăng và lấp đầy công suất sản xuất hiện tại.

- ❖ Hoàn thiện chuỗi giá trị từ sản xuất đến phân phối và bán lẻ dược phẩm, cắt giảm các chi phí trung gian nhằm tạo ưu thế cạnh tranh về giá (**xem biểu đồ 1**).
- ❖ Kéo các hợp đồng sản xuất nhượng quyền các dòng thuốc generic mới nhất về để Imexpharm sản xuất với chi phí thấp hơn so với thuốc nhập khẩu, phù hợp với mặt bằng giá và thu nhập tại Việt Nam.
- ❖ Chủ động sản xuất các dòng sản phẩm PLB dùng trong chuỗi bán lẻ với giá thành cạnh tranh hơn so với các sản phẩm cùng loại trên thị trường và biên lợi nhuận cao hơn so với phân phối.
- ❖ Nhanh chóng bổ sung và điều chỉnh danh mục PLB theo nhu cầu và diễn biến thị trường.

### RỦI RO KHI HỢP TÁC

**Nguồn: FPTs**

- ❖ Phụ thuộc vào P&D nếu không kiểm soát tốt tỷ trọng giữa hàng tự sản xuất và hàng gia công/nhượng quyền.
  - ➔ *IMP cho biết họ sẽ duy trì song song kênh phân phối riêng với những phân khúc khách hàng không trùng với P&D để “đứng trên hai chân” và không bị rơi vào mối quan hệ phụ thuộc với P&D. Đồng thời không bán hết toàn bộ công suất chưa sử dụng cho P&D mà duy trì ở một tỷ lệ hợp lý.*
- ❖ Rủi ro bị P&D thâm tóm.
  - ➔ *Hai bên đã thống nhất quan điểm về tỷ lệ sở hữu và mức độ can thiệp vào hoạt động của mỗi bên. Do đó, chúng tôi đánh giá rủi ro này không lớn.*
- ❖ Rủi ro khi hệ thống bán lẻ của Phano không tăng trưởng được như kỳ vọng.
  - ➔ *Chúng tôi đánh giá rủi ro này khá thấp do Phano đang là chuỗi lớn nhất hiện tại với chiến lược phát triển đúng hướng và tiềm lực nội tại mạnh.*
- ❖ Rủi ro thuốc cùng một hoạt chất và phân khúc mang thương hiệu của Phano và IMP cạnh tranh với nhau.
  - ➔ *Hai doanh nghiệp xây dựng hai dòng thương hiệu khác nhau, vì vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro trên chắc chắn sẽ xảy ra, nhưng ảnh hưởng không lớn, vì cả hai dòng sản phẩm đều do Imexpharm sản xuất.*

- ❖ Không tạo được sự khác biệt về giá bán ở một số dòng sản phẩm phổ thông do Imexpharm cương quyết không giảm chất lượng sản phẩm theo yêu cầu của P&D. Trao đổi với FPTs, IMP cho biết P&D phải dần thích nghi với chiến lược “chất lượng là trên hết” của IMP, tuyệt đối sẽ không xảy ra tình trạng IMP giảm chất lượng các sản phẩm dù là hàng tự sản xuất hay hàng nhượng quyền/gia công.
  - ➔ *P&D định hướng “tư vấn đúng” và đầu tư lớn để xây dựng thương hiệu cho các dòng PLB, do đó, chất lượng là yếu tố đầu tiên mà P&D nhắm tới.*
- ❖ IMP không có khả năng sản xuất nhượng quyền một số dòng thuốc generic quá mới theo tiêu chuẩn của Teva.
  - ➔ *Chúng tôi đánh giá rủi ro này không lớn, do IMP là một trong số rất ít các doanh nghiệp được phẩm tại Việt Nam đã có kinh nghiệm sản xuất nhượng quyền cho nhiều hãng dược lớn trên thế giới như Novartis, Sandoz, Pharma Science, CFR...*
- ❖ Rủi ro pha loãng quyền sở hữu khi IMP tiến hành các đợt phát hành cổ phiếu ESOP cho cán bộ công nhân viên.
  - ➔ *Đây là rủi ro cố hữu của hầu hết các CTCP, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ảnh hưởng là không lớn.*

## **Phụ lục 1: Các đối thủ cạnh tranh chính của Phano tại thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam**

...“Khi gia nhập mạng lưới SPG Pharmacy, các nhà thuốc không chỉ được thừa hưởng thương hiệu uy tín của Sapharco mà còn được đầu tư cơ sở vật chất, trang thiết bị và hỗ trợ trong việc thực hiện tiêu chuẩn GPP, trang bị hệ thống phần mềm hiện đại để quản lý khách hàng, quản lý kinh doanh và chuyên môn, hỗ trợ về dược chính và pháp lý hành nghề được trong quá trình hoạt động kinh doanh, cung cấp các sản phẩm với chủng loại phong phú và các chế độ ưu đãi về giá, chương trình khuyến mãi”.

Nguồn: sapharco.com.vn

Năm 2010, chuỗi ECO Pharmacy có tất cả 12 cửa hàng. Đến năm 2014, ECO Pharmacy chỉ còn 11 cửa hàng. Theo ông Ngô Chí Dũng, CEO của ECO, chi phí ban đầu của mỗi cửa hàng ECO khoảng 3 – 4 tỷ đồng.

Nguồn: nhipcaudautu.vn

Ông Ngô Chí Dũng, chủ tịch HĐQT kiêm CEO của CTCP Dược phẩm ECO



**SPG Pharmacy:** Đây là dự án của Công ty Dược Sài Gòn (Sapharco) được bắt đầu từ nửa cuối năm 2009 với hơn 400 nhà thuốc tham gia. Mục đích chính của dự án này là hỗ trợ các nhà thuốc tư nhân chấp nhận gia nhập vào mạng lưới SPG Pharmacy có thể đạt được chuẩn GPP theo tinh thần của Quyết định số 11/2007/QĐ-BYT. Theo đó, kể từ ngày 1-1-2011, tất cả nhà thuốc đều phải đạt chuẩn GPP mới được phép tiếp tục hoạt động.

➔ Về bản chất, các nhà thuốc SPG Pharmacy vẫn hoạt động độc lập với nhau dưới thương hiệu SPG Pharmacy và không có sự liên kết cũng như điều tiết của trụ sở theo đúng bản chất của chuỗi cửa hàng bán lẻ. Do đó, hiệu quả hoạt động của chuỗi SPG Pharmacy là rất thấp và cách thức hoạt động hoàn toàn tương tự như các nhà thuốc tư nhân nhỏ lẻ.

**ECO Pharmacy:** Đây là đối thủ lớn nhất của Phano tại thị trường Việt Nam do cách thức tổ chức và hoạt động gần tương tự như Phano. Chuỗi 11 nhà thuốc GPP Eco Pharmacy do CTCP Dược phẩm ECO (thành lập năm 2008 – [chi tiết](#)) sở hữu, công ty này cũng có riêng một bộ phận phụ trách nhập khẩu và phân phối dược phẩm (tương tự như Duy Tân). Các nhà thuốc ECO Pharmacy chủ yếu đặt tại các địa điểm gần bệnh viện lớn tại Tp.HCM. Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt lưu ý hai sự kiện nổi bật của ECO như sau:

- Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc của ECO Pharmacy là ông Ngô Chí Dũng, cựu CEO của CTCP BV Pharma, đơn vị liên quan đến một số vụ việc tiêu cực liên quan đến các cán bộ lãnh đạo của Bộ Y tế trong thời điểm năm 2007 trước khi ông Dũng rời khỏi BV Pharma và thành lập ECO năm 2008.
- Năm 2011, ECO cũng vướng phải nghi án đẩy giá các dòng sản phẩm chủ lực của họ như Alipas và Angela ([link tham khảo](#)). **Đáng chú ý**, toàn bộ các dòng sản phẩm chức năng độc quyền của ECO bao gồm: Alipas, Angela, Jex, Otiv, Faz, Lic... đều do công ty St. Paul Brands (một công ty tại Mỹ do một Việt Kiều là bà Tracy Nguyen sáng lập) sản xuất và xuất khẩu độc quyền cho ECO tiêu thụ tại Việt Nam ([link tham khảo](#)). Theo tìm hiểu của chúng tôi, **toàn bộ hoạt động của công ty St. Paul Brands nêu trên chỉ là sản xuất các dòng sản phẩm chức năng cho riêng ECO tiêu thụ tại Việt Nam chứ không tiêu thụ tại thị trường Mỹ hay các nước khác.**

➔ Đối tượng khách hàng mục tiêu của ECO là người có thu nhập trung bình. Chiếm hơn 60% lượng khách của doanh nghiệp này là các bệnh nhân đang điều trị tại các bệnh viện. Tuy nhiên, sự cạnh tranh khốc liệt tại phân khúc nhà thuốc xung quanh bệnh viện mà ECO lựa chọn khiến doanh nghiệp này không thể mở rộng được mạng lưới hệ thống của hàng trong suốt 4 năm gần đây.

Ông Chirs Blank, sáng lập viên của Pharmacy



**Pharmacy:** Thành lập năm 2011, chính thức đi vào hoạt động từ tháng 04/2012. Ông Chris Blank là thành viên sáng lập, đồng thời cũng là CEO và chủ tịch tạm thời của Pharmacy. Chris Blank là được sĩ người Mỹ có hơn 15 năm làm việc tại Việt Nam qua nhiều vị trí như Account Executive và giám đốc chiến lược định lượng tại CTCP Chứng khoán Hồ Chí Minh (HSC – HOSE), tư vấn đầu tư tại Red River Holding, trader tại Vinacapital trước khi tách ra thành lập chuỗi nhà thuốc Pharmacy. Đến thời điểm hiện tại, Pharmacy đang có 20 nhà thuốc đạt chuẩn GPP tập trung toàn bộ tại khu vực trung tâm Tp.HCM ([xem chi tiết hệ thống nhà thuốc Pharmacy tại đây](#)). Dự kiến Pharmacy sẽ nâng số nhà thuốc lên 50 vào cuối năm 2015.

Chuỗi nhà thuốc Pharmacy đang sử dụng phần mềm ERP PharmaPro của CTCP Công nghệ thông tin CAM. Chi tiết về tính năng của phần mềm PharmaPro ([link tham khảo](#))



Chuỗi nhà thuốc Mỹ Châu đang sử dụng phần mềm ERP Xman Pharma của Công ty TNHH Tin học Phương Bắc (FBS). Chi tiết về tính năng của phần mềm Xman Pharma ([link tham khảo](#)).



➔ Chuỗi nhà thuốc Pharmacy chủ yếu tập trung trong các khu chung cư, căn hộ và chủ yếu phục vụ dân cư bản địa. Do đó, triển vọng tăng trưởng của Pharmacy trong thời gian sắp tới chưa thực sự rõ ràng.

**Mỹ Châu:** là chuỗi cửa hàng của CTCP Dược phẩm Minh Phúc. Nhà thuốc Mỹ Châu 1 được thành lập từ năm 1987. Sau quá trình phát triển đã có thêm tám nhà thuốc Mỹ Châu và hoạt động với tư cách hộ kinh doanh cá thể. Tháng 4/2009, công ty này mua lại Công ty Dược phẩm Minh Phúc từ để phát triển nhà thuốc Mỹ Châu thành chuỗi thống nhất bằng cách tận dụng chuỗi nhà thuốc mang thương hiệu Y Đức sẵn có với đầy đủ các điều kiện, giấy phép kinh doanh. Chủ tịch HĐQT của doanh nghiệp này là bà Lê Thị Mỹ Châu. Tính đến thời điểm hiện tại, hệ thống chuỗi nhà thuốc Mỹ Châu đang có 8 cửa hàng. Năm 2010, Mỹ Châu vướng vào rắc rối liên quan đến sai phạm trong kinh doanh dược phẩm. ([link tham khảo](#))

➔ Mỹ Châu có thể xem là đơn vị kinh doanh chuỗi nhà thuốc đầu tiên tại Việt Nam. Tuy nhiên, các cửa hàng Mỹ Châu chỉ tập trung tại một số vị trí sầm uất tại trung tâm và chưa có kế hoạch cũng như tiềm lực tài chính, kinh nghiệm quản lý để mở rộng quy mô chuỗi cửa hàng trong thời gian sắp tới. Do đó, chúng tôi không đánh giá cao khả năng cạnh tranh của Mỹ Châu so với các chuỗi nhà thuốc hiện đại khác như Phano, ECO, Pharmacy.

➔ Danh mục sản phẩm của **Medicare** và **Guardian** hầu hết là các mặt hàng tiêu dùng liên quan đến chăm sóc sắc đẹp và một số dòng thực phẩm chức năng do quy định pháp luật chưa cho phép các doanh nghiệp FDI được bán lẻ các mặt hàng dược phẩm. Do đó, chúng tôi không xếp Medicare và Guardian trong nhóm nhà thuốc và đánh giá hai công ty này chưa phải là đối thủ cạnh tranh trực tiếp của Phano cho đến khi các quy định ràng buộc pháp lý được nói lỏng.

**Medicare:** Công ty TNHH MTV Medicare đang sở hữu chuỗi 31 cửa hàng Medicare trên toàn quốc. Đây là một hệ thống bán lẻ hiện đại chuyên về các sản phẩm chăm sóc sức khỏe, sắc đẹp, thời trang và chăm sóc cá nhân.

**Guardian:** là chuỗi cửa hàng bán lẻ các sản phẩm chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp thuộc tập đoàn Dairy Farm (tập đoàn con của tập đoàn Jardine Matheson Holdings - Hồng Kông), một nhà bán lẻ hàng đầu Châu Á về chuỗi cửa hàng sức khỏe và sắc đẹp, cửa hàng tiện lợi, siêu thị và đại siêu thị. Tập đoàn Dairy Farm hoạt động kinh doanh với hơn 6.000 cửa hàng bán lẻ đa dạng tại hơn 12 quốc gia khắp châu Á.



## Phụ lục 2: Xu thế phát triển ngành bán lẻ dược phẩm trên thế giới và tại Việt Nam



### Liên minh chuỗi nhà thuốc lớn nhất thế giới

Trong đó:

**Walgreens:** là tập đoàn sở hữu chuỗi nhà thuốc và cửa hàng chăm sóc sức khỏe lớn nhất tại Mỹ. Tính đến 31/08/2014, doanh thu của Walgreens đạt 76,4 tỷ USD với 8.309 cửa hàng phủ khắp 50 bang của Mỹ, trong đó có 8.207 nhà thuốc.

**Alliance Boots:** là tập đoàn đa quốc gia lớn nhất Châu Âu (có trụ sở tại Thụy Sĩ) hoạt động trong lĩnh vực bán lẻ dược phẩm, sản phẩm chăm sóc sức khỏe và sắc đẹp. Tính đến 31/08/2014, hoạt động kinh doanh Alliance Boots hiện diện tại 11 quốc gia với chuỗi 4.600 cửa hàng chăm sóc sức khỏe, trong đó có hơn 4.450 nhà thuốc. Tập đoàn này còn là một trong những nhà phân phối dược phẩm lớn nhất Châu Âu, cung ứng cho 180.000 nhà thuốc, bệnh viện, bác sĩ thông qua 370 trung tâm phân phối tại 20 quốc gia.

Năm 2012, Walgreens mua 45% vốn cổ phần của Alliance Boots. Đến tháng 6/8/2014, Walgreens bắt đầu tiến hành quyền mua 55% vốn cổ phần còn lại của Alliance Boots từ AB Acquisitions Holdings Limited để hoàn toàn sở hữu 100% vốn cổ phần của tập đoàn này. Sau khi thương vụ hoàn toàn vào cuối năm 2014, Walgreens và Alliance Boots sẽ sở hữu:

- 370 trung tâm phân phối trên toàn thế giới.
- Chuỗi phân phối và cung ứng cho 170.000 nhà thuốc, bệnh viện, bác sĩ, trung tâm chăm sóc sức khỏe tại 21 quốc gia.
- Chuỗi 11.000 cửa hàng bán lẻ tại 12 quốc gia và hiện diện tại 25 quốc gia.

**AmerisourceBergen:** là nhà phân phối sỉ và cung ứng dịch vụ y tế lớn nhất của Mỹ, nắm 20% thị phần khu vực Bắc Mỹ (Mỹ và Canada). Tháng 03/2014, liên minh "kiềng 3 chân" giữa Walgreens, Alliance Boots và AmerisourceBergen được thành lập với mục đích mở rộng quy mô hoạt động ra toàn thế giới, cắt giảm chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động và tăng cường mức độ tiếp cận đến người tiêu dùng và bệnh nhân. AmerisourceBergen hỗ trợ liên minh này thông qua:

- 28 trung tâm phân phối tại Mỹ.
- Xấp xỉ 20.000 đơn hàng dược phẩm được chuyển phát mỗi ngày.
- Khả năng tiếp cận đầu tiên với hầu hết các bác sĩ chuyên khoa tại Bắc Mỹ.

Nguồn: FPTTS tổng hợp

**Thị trường bán lẻ dược phẩm thế giới:** Hầu hết tại các quốc gia phát triển đều đã hình thành các chuỗi nhà thuốc lớn chiếm thị phần áp đảo tại mỗi quốc gia ví dụ:

- **Mỹ:** Walgreens (8.207 nhà thuốc) và CVS (hơn 7.000 nhà thuốc).
- **Anh:** Alliance Boots (2.500 nhà thuốc), LloydsPharmacy (1.600 nhà thuốc).
- **Thái Lan:** Alliance Boots (249 nhà thuốc), Watsons (180 nhà thuốc).
- **Philippines:** Mercury Drug (900 nhà thuốc), Watsons.
- **Trung Quốc:** China Nepstar (hơn 2000 nhà thuốc), Watsons.

**Watsons,** trụ sở tại Hồng Kông, đang là tập đoàn bán lẻ dược phẩm, sản phẩm chăm sóc sắc đẹp lớn nhất Châu Á. Tập đoàn này sở hữu chuỗi hơn 4.000 cửa hàng bán lẻ và hơn 1.000 nhà thuốc tại 12 thị trường: Hàn Quốc, Trung Quốc, Hồng Kông, Macao, Đài Loan Singapore, Thái Lan, Malaysia, Philippines, Indonesia, Thổ Nhĩ Kỳ, Ucraina.

Một số xu hướng phát triển chủ đạo của ngành bán lẻ dược phẩm thế giới trong các năm sắp tới:

- Hầu hết các quốc gia phát triển và đang phát triển (trừ Trung Quốc đại lục, Ấn Độ, Pakistan) **đều quy định chặt chẽ và có chế độ kiểm soát nghiêm ngặt trình độ của người bán thuốc và hoạt động bán lẻ thuốc kê toa** nhằm bảo đảm sức khỏe người bệnh và giảm tối thiểu các biến chứng/di chứng về sau.
- **Thâu tóm sáp nhập các nhà thuốc nhỏ lẻ hoặc các chuỗi nhà thuốc quy mô nhỏ** để tăng tính cạnh tranh và tiết giảm chi phí. Ở cấp độ cao hơn, các tập đoàn bán lẻ lớn có khuynh hướng sáp nhập với nhau để thống lĩnh tuyệt đối thị trường, ví dụ của Walgreens và Alliance Boots bên cạnh là minh chứng cụ thể.
- **Các hãng bán lẻ đều phát triển nhãn hiệu dược phẩm riêng** (private label brands) có chất lượng tương đương nhưng giá bán thấp hơn đáng kể so với các sản phẩm cùng loại với mục tiêu là nhóm khách hàng thu nhập trung bình.
- **Bán kết hợp các mặt hàng tiêu dùng khác** như thực phẩm chức năng, mỹ phẩm; tư vấn sức khỏe tại chỗ, bổ sung các dịch vụ mới như xét nghiệm máu tự động...
- **Xây dựng cơ sở dữ liệu BigData về thông tin cá nhân** của khách hàng như giới tính, tình trạng sức khỏe/bệnh tật, lịch sử giao dịch và sử dụng thuốc... để có thể tư vấn, nhắc nhở lịch sử dụng thuốc theo chỉ định của bác sĩ.



- **Kết hợp các thiết bị di động (thiết bị đeo tay)** trong việc theo dõi và thu thập dữ liệu sức khỏe để bổ sung vào cơ sở dữ liệu thông tin của bệnh nhân.

### Thực trạng thị trường bán lẻ dược phẩm Việt Nam:

Theo thống kê của Vinanet, năm 2013, mạng lưới cung ứng thuốc ở Việt Nam ước có 39.127 quầy bán lẻ thuốc, 7.490 nhà thuốc tư nhân, 7.417 đại lý bán lẻ thuốc, 7.948 quầy thuốc thuộc trạm y tế xã, 464 quầy thuốc thuộc doanh nghiệp Nhà nước ([link tham khảo](#)).

Theo thống kê của Bộ Y tế, cả nước có hơn 20 trường đại học đào tạo nhân lực ngành y dược với các chuyên ngành bác sĩ, điều dưỡng, dược sĩ... 35 trường cao đẳng y, dược đào tạo điều dưỡng, hộ sinh, dược sĩ... cùng 44 trường trung cấp và 16 viện, bệnh viện đào tạo sau ĐH. Hằng năm, số sinh viên y, dược đều tăng, năm 2011 tăng gấp 7 lần năm 2003 và gấp 2 lần năm 2007.

Tuy nhiên, Bộ Y tế cũng thừa nhận chất lượng đào tạo nhân lực y tế còn nhiều bất cập. Ngày 03/12/2014, Bộ GD&ĐT và Bộ Y tế đã gửi công văn cho các cơ sở giáo dục bậc đại học về việc thống nhất tạm dừng việc xem xét mở ngành đào tạo trình độ ĐH, CĐ các ngành Y, Dược thuộc khối không chuyên Y Dược.

Do đặc thù của ngành dược liên quan đến sức khỏe, tính mạng người bệnh, hầu hết các trường đại học đào tạo chuyên ngành y dược hàng đầu như Đại học Dược Hà Nội, ĐH Y Dược Tp.HCM, Đại học Y Dược Cần Thơ, Đại học Y Dược Huế... đều tuyển chọn đầu vào khá gắt gao, điểm chuẩn đầu vào từ 23 – 25 điểm. Tuy nhiên, nhiều trường đại học không chuyên về ngành y dược lấy điểm chuẩn khá thấp đối với ngành dược hệ đại học, ảnh hưởng rất lớn đến chất lượng đầu ra của các dược sĩ đại học như:

- ĐH Đại Nam: 15 điểm
- ĐH Lạc Hồng: 14 điểm (khối A), 15 điểm (khối B)
- ĐH Nam Cần Thơ: 13 điểm (khối A)
- ĐH Tây Đô: 13 điểm (khối A)
- ĐH Nguyễn Tất Thành: 16 điểm (khối A,B)
- ĐH Võ Trường Toản: 13 điểm (khối A), 14 điểm (khối B)

- Theo số liệu của tổng cục thống kê năm 2012, cả nước có tổng cộng 42.302 dược sĩ (dược sĩ cao cấp/trung cấp/dược tá). Theo quy định hiện hành, chủ một cơ sở buôn bán thuốc tân dược tối thiểu phải có trình độ dược tá, do đó, chúng tôi ước tính Việt Nam đang có ít nhất khoảng 42.302 hiệu thuốc (bao gồm nhiều nhà thuốc thuê bằng dược sĩ của các trình dược viên hoặc của các dược sĩ làm việc trong các bệnh viện nhà nước để hoạt động), phục vụ hơn 90 triệu dân Việt Nam, bình quân khoảng 2.137 người/1 nhà thuốc.
- **Thị trường bị phân mảnh nghiêm trọng**, hầu hết các hiệu thuốc có quy mô nhỏ, quản lý theo kiểu gia đình.
- **Chất lượng dược sĩ, dược trung, dược tá đáng lo ngại**, dù đây là những người sẽ giao dịch, tư vấn cách sử dụng thuốc trực tiếp đến người tiêu dùng. Chính sách cấp phép đào tạo nhân lực ngành y tế của Bộ Giáo dục và Bộ Y tế cho các đơn vị không chuyên đã gây ra nhiều hậu quả bất cập về trình độ chuyên môn đầu ra của các bác sĩ, dược sĩ.
- Theo thống kê của Bộ Y tế, **mỗi năm Việt Nam đào tạo 6.500 bác sĩ, 2.800 dược sĩ**, 5.000 cử nhân điều dưỡng, kỹ thuật y học, y tế công cộng và 5.100 cán bộ y tế có trình độ sau đại học. Tuy nhiên, Bộ Y tế cũng dự báo đến năm 2020, dù lượng sinh viên ra trường gấp 2 lần hiện nay thì vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu về nhân lực cho ngành y tế nói chung và ngành dược nói riêng ([link tham khảo](#)).
- **Thống kê của Sở Y tế TP.HCM cho thấy, TP.HCM là nơi tập trung nhiều nhà thuốc và dược sĩ nhất Việt Nam với khoảng 5.921 dược sĩ trình độ đại học, 4.159 nhà thuốc chiếm khoảng 9% lượng nhà thuốc của cả Việt Nam.** Do đó, Tp.HCM cũng là nơi các địa phương đầu tiên trong cả nước có sự xuất hiện của các chuỗi nhà thuốc nhằm phục vụ nhu cầu của gần 8 triệu người (9% dân số cả nước).
- Hầu hết các hiệu thuốc không có dược sĩ đại học đứng quầy để tư vấn chính xác cho người tiêu dùng.
- **Tình trạng bán thuốc không có hóa đơn diễn ra tràn lan** do cơ quan quản lý chưa có chế tài xử phạt hiệu quả và lực lượng cán bộ kiểm tra giám sát còn mỏng.
- Tình trạng kháng thuốc do người tiêu dùng sử dụng vô tội vạ, đặc biệt là các dòng thuốc kháng sinh và giảm đau.

### Phụ lục 3: Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2014 – 2024

*đvt: tỷ đồng*

KQKD	2013	2014	2015	2016	2019	2022	2024	CDKT	2013	2014	2015	2016	2019	2022	2024
Doanh thu thuần	842	906	1.053	1.214	1.795	2.622	3.440	<b>Tài sản</b>							
- Giá vốn hàng bán	-451	-486	-547	-631	-936	-1.373	-1.805	+ Tiền và tương đương	194	290	419	461	602	871	893
Lợi nhuận gộp	391	421	506	583	860	1.250	1.635	+ Đầu tư TC ngắn hạn	3	3	3	3	3	3	3
- Chi phí bán hàng	-232	-242	-276	-312	-434	-595	-747	+ Các khoản phải thu	156	191	194	200	295	431	566
- Chi phí quản lí DN	-60	-74	-84	-95	-136	-194	-251	+ Hàng tồn kho	196	203	225	259	385	564	742
Lợi nhuận thuần HĐKD	100	105	146	176	289	461	637	+ Tài sản ngắn hạn khác	7	7	7	7	7	7	7
+ Lợi nhuận tài chính	(0)	5	6	7	10	15	19	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>556</b>	<b>694</b>	<b>847</b>	<b>929</b>	<b>1.291</b>	<b>1.876</b>	<b>2.210</b>
+ Lợi nhuận khác	(3)	-	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	258	233	249	262	277	279	524
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	96	110	152	183	299	475	657	+ Khấu hao lũy kế	-185	-220	-256	-295	-439	-609	-720
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	34	34	34	34	34	34	34
Lợi nhuận trước thuế	96	110	152	183	299	475	657	+ Tài sản dài hạn khác	18	18	18	18	18	18	18
- Thuế TNDN	-35	-24	-33	-37	-60	-95	-131	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>311</b>	<b>286</b>	<b>302</b>	<b>315</b>	<b>330</b>	<b>331</b>	<b>576</b>
LNST	61	86	119	146	239	380	526	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>867</b>	<b>980</b>	<b>1.149</b>	<b>1.244</b>	<b>1.621</b>	<b>2.207</b>	<b>2.786</b>
LNST của cổ đông CT Mẹ	61	86	119	146	239	380	526								
EPS (đ)	3.653	3.402	4.101	5.048	8.267	13.140	18.159	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>
EBITDA	129	145	188	222	351	529	710	+ Phải trả ngắn hạn	116	160	186	217	322	473	623
Khấu hao	33	35	36	40	52	53	53	+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	3%	8%	16%	15%	13%	14%	15%	+ Phải trả ngắn hạn khác	116	160	186	217	322	473	623
Tăng trưởng LN HĐKD	-21%	40%	39%	23%	17%	17%	18%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>141</b>	<b>184</b>	<b>211</b>	<b>241</b>	<b>346</b>	<b>497</b>	<b>648</b>
Tăng trưởng EBIT	-	5%	40%	20%	17%	17%	18%	+ Vay và nợ dài hạn	24,30	24,30	24,30	24,30	24,30	24,30	24,30
Tăng trưởng EPS	-27%	-7%	21%	23%	17%	17%	18%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
								<b>Nợ dài hạn</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>	<b>24,30</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>141</b>	<b>184</b>	<b>211</b>	<b>241</b>	<b>346</b>	<b>497</b>	<b>648</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46%	46%	48%	48%	48%	48%	48%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	7%	9%	11%	12%	13%	15%	15%	+ Thặng dư	315	239	239	239	239	239	238,96
ROE DuPont	8%	11%	14%	16%	20%	23%	25%	+ Vốn điều lệ	167	263	289	289	289	289	289
ROA DuPont	7%	9%	10%	12%	15%	17%	19%	+ LN chưa phân phối	40	66	101	145	331	626	918
Tỷ suất EBIT	11%	12%	14%	15%	17%	18%	19%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
LNST / LNTT	64%	78%	78%	80%	80%	80%	80%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>726</b>	<b>796</b>	<b>874</b>	<b>939</b>	<b>1.211</b>	<b>1.646</b>	<b>2.074</b>
LNTT / EBIT	96%	105%	104%	104%	104%	103%	103%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>867</b>	<b>980</b>	<b>1.085</b>	<b>1.180</b>	<b>1.557</b>	<b>2.143</b>	<b>2.722</b>
Vòng quay tổng tài sản	0,97x	0,92x	0,92x	0,98x	1,11x	1,19x	1,23x								
Đòn bẩy tài chính	1,19x	1,23x	1,31x	1,33x	1,34x	1,34x	1,34x	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>
ROIC	8%	11%	14%	16%	20%	23%	25%	Tiền đầu năm	122	194	307	405	658	1.101	1.521
								Lợi nhuận sau thuế	96	110	152	183	299	475	657
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>	+ Khấu hao lũy kế	33	35	36	40	52	53	53
Số ngày phải thu	78	77	67	60	60	60	60	+ Điều chỉnh	-1	0	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	164	153	150	150	150	150	150	+ Thay đổi vốn lưu động	9	0	2	-11	-45	-66	-93
Số ngày phải trả	63	60	60	60	60	60	60	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>128</b>	<b>145</b>	<b>188</b>	<b>222</b>	<b>351</b>	<b>529</b>	<b>710</b>
Thời gian luân chuyển tiền	178	168	151	140	138	138	137	+ Thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	2,30	2,39	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43	+ Chi mua sắm TSCĐ	-44	-10	-52	-52	-53	-60	-291
								+ Tăng (giảm) đầu tư	5	0	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số TK/Đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2019</b>	<b>2022</b>	<b>2024</b>	+ Các hoạt động đầu tư khác	5	0	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	4,8	4,3	4,5	4,3	4,0	4,0	3,5	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-32</b>	<b>-10</b>	<b>-52</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>	<b>-60</b>	<b>-291</b>
CS thanh toán nhanh	3,1	3,1	3,3	3,1	2,8	2,8	2,4	+ Cổ tức đã trả	-33	-47	-65	-80	-132	-209	-289
CS thanh toán tiền mặt	1,7	1,8	2,3	2,1	1,9	1,8	1,4	+ Tăng (giảm) vốn	0	24	26	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	-	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	-	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	1	2	3	6	9	11
Nợ / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	-	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	-	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-33</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>-80</b>	<b>-132</b>	<b>-209</b>	<b>-289</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	-	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>72</b>	<b>112</b>	<b>99</b>	<b>78</b>	<b>122</b>	<b>193</b>	<b>38</b>
								<b>Tiền cuối năm</b>	<b>194</b>	<b>307</b>	<b>405</b>	<b>484</b>	<b>779</b>	<b>1.294</b>	<b>1.559</b>

## DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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, FPTTS nắm giữ 174 cổ phiếu IMP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu IMP nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,  
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171  
Fax: (84.4) 37739058

### 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,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

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

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888