

CTCP DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (IMP)

Ngày 24 tháng 3 năm 2015

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: MUA



Giá hiện tại (23/3/2015):	(đồng)	47.400
Giá mục tiêu:	(đồng)	53.000
Khuyến nghị ngắn hạn:	BÁN	
Ngưỡng kháng cự:	(đồng)	49.000
Ngưỡng hỗ trợ:	(đồng)	42.500
Mã Bloomberg: IMP VN	Sàn giao dịch: HSX	
Ngành:	Dược phẩm	
Beta:	0,80	
Giá thấp/cao nhất 52 tuần	32.300 / 48.900	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	28,9	
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.372	
Tỷ lệ free float (%)	15,7%	
KLGD BQ 12 tháng (cp)	34.277	
Sở hữu nước ngoài (%)	44,7%	
(đơn vị: đồng)	Cổ tức	EPS
VPBS dự báo 2015	1.500	3.735
2014	1.500	4.416
2013	2.000	3.695
2012	2.200	5.016

	2009-14	2015E	2016-19
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu thuần	6,3%	1,013	14,8%
EBITDA	9,3%	181	17,3%
Lợi nhuận ròng	5,4%	108	19,8%

	IMP	Nhóm ngành	VNI
P/E 2015	12,7	10,2	12,2
P/E 2014	16,0	10,5	12,8
Nợ vay/VCSH 2014	0,0%	4,0%	114,2%
Biên LN ròng 2014	9,5%	10,7%	9,5%
ROA 2014	9,0%	13,7%	2,7%
ROE 2014	11,2%	19,8%	14,6%

Giới thiệu về công ty:

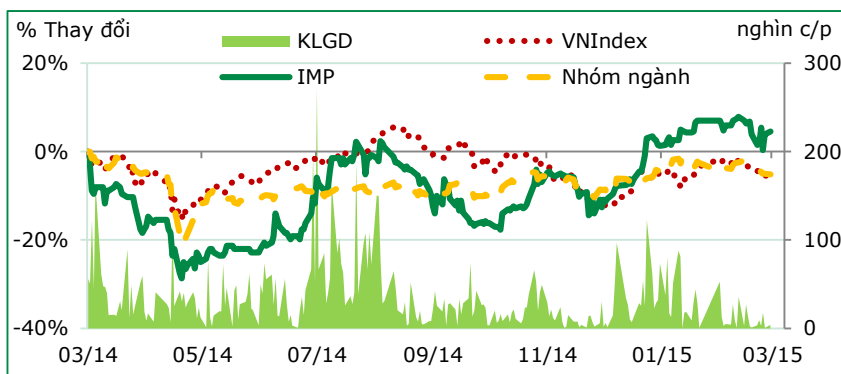
IMP là một trong năm công ty sản xuất dược phẩm lớn nhất Việt Nam xét theo doanh thu và vốn hóa thị trường. IMP được thành lập vào năm 1983 dưới hình thức là doanh nghiệp nhà nước.

Trong năm 1997, IMP trở thành công ty đầu tiên tại Việt Nam được Bộ Y tế chứng nhận tiêu chuẩn GMP-ASEAN (GMP: tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt).

Năm 2006, IMP trở thành công ty dược phẩm đầu tiên được niêm yết trên Sàn Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX).

Kết quả kinh doanh năm 2014: Doanh thu thuần: 897 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 85 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 796 tỷ đồng.

Kế hoạch kinh doanh năm 2015 của công ty: Doanh thu thuần: 1.050 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 92 tỷ đồng; Cổ tức: 15% - 20% trên mệnh giá.



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** dài hạn đối với cổ phiếu IMP với giá mục tiêu 12 tháng là 53.000 đồng/cổ phiếu (cao hơn **12%** so với giá hiện tại và lợi suất cổ tức là **3%**).

Luận điểm đầu tư:

- ❖ Ngành dược phẩm Việt Nam được kỳ vọng sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 16,4% từ năm 2013 đến năm 2018: Chúng tôi tin rằng sản phẩm chất lượng cao của IMP sẽ mang lại cho công ty nhiều lợi thế thương mại trong bối cảnh gia tăng dân số và nhận thức về sức khỏe của người tiêu dùng Việt Nam ngày càng được cải thiện.
- ❖ Chiến lược hợp tác với CTCP Dược phẩm Phano góp phần thúc đẩy tăng trưởng doanh thu qua hệ OTC của IMP cũng như cải thiện biên lợi nhuận của công ty. Đầu tháng 1 năm 2015, Phano trở thành nhà đầu tư chiến lược và nắm 9,1% cổ phần IMP. Phano là chuỗi các hiệu thuốc với 43 cửa hàng bán lẻ thuộc khu vực phía Nam của Việt Nam.
- ❖ Kế hoạch nâng cấp hai nhà máy của IMP lên tiêu chuẩn GMP-EU được dự kiến sẽ hoàn thành trong năm nay. Tiêu chuẩn này sẽ giúp sản phẩm của IMP tham gia vào các gói thầu cao hơn khi bán hàng vào hệ thống bệnh viện. Đồng thời, tiêu chuẩn này cũng sẽ giúp IMP giành được các hợp đồng nhượng quyền mới từ những công ty dược phẩm đa quốc gia.

Rủi ro về giá trong ngắn hạn:

- ❖ Các đợt tăng giá cổ phiếu trong 12 tháng gần đây đều mang tính "nhất thời": Đợt tăng giá từ cuối tháng 7 đến đầu tháng 8 là do kế hoạch chia cổ tức bằng cổ phiếu (2:1) của công ty công bố vào T8/2014. Đợt tăng giá từ đầu T1/2015 là do sức mua vào từ các cổ đông nước ngoài (room nước ngoài tăng lên sau khi IMP phát hành riêng lẻ cho Phano).

Vui lòng đọc khuyến cáo ở cuối báo cáo này.

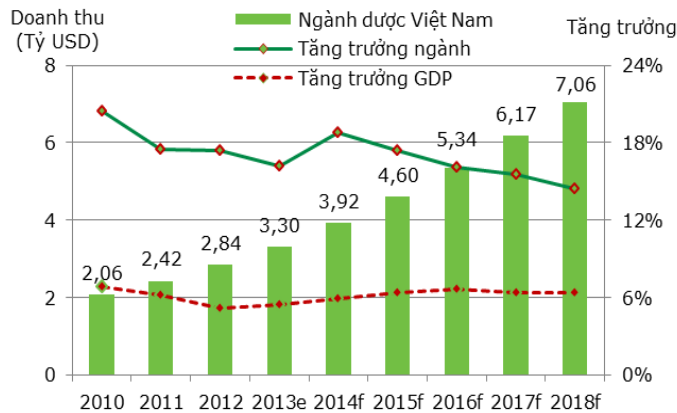
MỤC LỤC

Tổng quan ngành dược phẩm Việt Nam	3
IMP - Đối tác tin cậy của các tập đoàn dược nước ngoài.....	4
Giới thiệu doanh nghiệp - IMP được đánh giá là công ty dược phẩm có quy trình công nghệ tiên tiến nhất.....	4
Màng sản xuất thuốc - chiếm hơn 90% tổng doanh thu và lợi nhuận.....	4
Hàng sản xuất - tăng trưởng thấp do sự chậm chuyển đổi bán hàng từ kênh ETC sang OTC.....	5
Sản xuất nhượng quyền - IMP là đối tác đáng tin cậy của các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia	6
Cơ sở sản xuất - IMP sẽ hoàn thành nâng cấp nhà máy trong năm 2015.....	7
Dự phóng và giả định.....	8
Định giá	9
Phân tích kỹ thuật	11
<i>Phụ lục 1 - Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo.....</i>	<i>12</i>
<i>Phụ lục 2 - Các đợt tăng vốn gần đây</i>	<i>12</i>
<i>Phụ lục 3 - Chuỗi giá trị y tế của Tập đoàn Santedo.....</i>	<i>13</i>
<i>Phụ lục 4 - Dự phóng của VPBS</i>	<i>14</i>

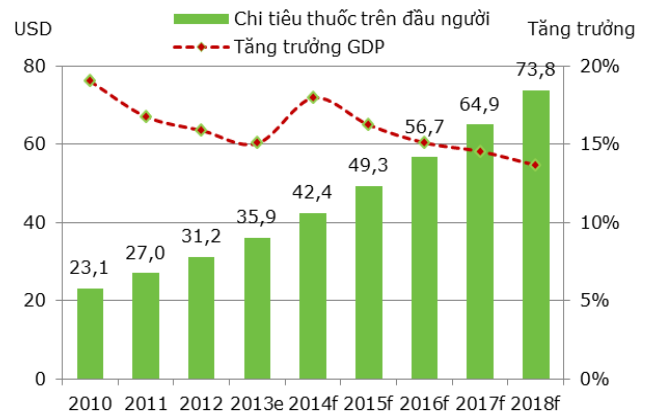
Tổng quan ngành dược phẩm Việt Nam

Đến cuối năm 2013, Việt Nam đã có tổng cộng 183 doanh nghiệp sản xuất thuốc, trong đó một nửa là các doanh nghiệp sản xuất tân dược. Đặc điểm chủ đạo của ngành dược Việt Nam là sự phụ thuộc phần nhiều vào cả nguồn nguyên liệu lẫn các sản phẩm nhập khẩu. Hàng năm, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu đến 90% nhu cầu về nguyên liệu từ các quốc gia khác như Trung Quốc và Ấn Độ. Trong khi đó, thuốc sản xuất trong nước chỉ chiếm 50% tổng giá trị thuốc tiêu thụ tại Việt Nam.

Doanh thu của ngành dược Việt Nam



Mức chi tiêu về thuốc theo đầu người



Nguồn: Báo cáo BMI về Ngành Dược phẩm và Y tế Việt Nam Q2/2014

Để có thể tận dụng tối đa những tiềm năng sẵn có, Việt Nam cần có giải pháp kịp thời đối với những khó khăn chính về mặt cơ cấu.

Dựa trên các nghiên cứu của mình, chúng tôi nhận định rằng ngành dược Việt Nam đang hội tụ rất nhiều tiềm năng hấp dẫn. Tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, sự nhận thức về sức khỏe của tầng lớp trung lưu, và khả năng tiếp cận thuốc ngày càng được cải thiện là những yếu tố giúp ngành dược Việt Nam giữ vững tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian tới. Từ năm 2013 đến năm 2018, BMI dự đoán doanh thu ngành dược sẽ đạt tốc độ CAGR là 16,4%. Tuy vậy, để tận dụng được tối đa những tiềm năng này, ngành dược Việt Nam sẽ phải có những giải pháp kịp thời cho những khó khăn về mặt cơ cấu sau:

Xu hướng "sính ngoại": Cả người tiêu dùng lẫn bác sĩ trong nước đều ưa chuộng các sản phẩm nhập khẩu. Nhận định chung của người tiêu dùng là thuốc trong nước được sản xuất từ các cơ sở sản xuất lạc hậu với cơ chế kiểm soát chất lượng còn kém cỏi.

Sự trùng lặp về danh mục sản phẩm: Các công ty dược tại Việt Nam thường không chú trọng việc đầu tư R&D để sáng chế thuốc bản quyền, vì quá trình phát triển một loại thuốc mới thường rất tốn kém và đòi hỏi nhiều thời gian. Phần lớn các doanh nghiệp trong nước đều bằng lòng với việc sản xuất các danh mục sản phẩm tương tự nhau nhằm giảm thiểu rủi ro kinh doanh.

Cơ sở hạ tầng công nghệ còn yếu: Việt Nam vẫn là nước đi sau so với các quốc gia khác trong khu vực trong lĩnh vực sinh và hóa dược. Nếu không chú trọng phát triển cơ sở hạ tầng công nghệ, công tác sản xuất các hoạt chất dược phẩm (API) trong nước sẽ gặp rất nhiều hạn chế. Điều này sẽ khiến Việt Nam tiếp tục phải phụ thuộc vào các nguồn cung ứng nguyên liệu từ thị trường thế giới.



IMP - Đối tác tin cậy của các tập đoàn dược nước ngoài

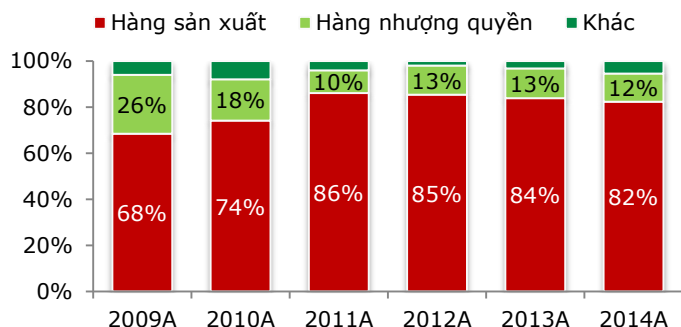
Giới thiệu doanh nghiệp – IMP được đánh giá là công ty dược phẩm có quy trình công nghệ tiên tiến nhất

IMP là một trong năm công ty sản xuất dược phẩm lớn nhất Việt Nam xét theo doanh thu và vốn hóa thị trường. IMP được thành lập vào năm 1983 dưới hình thức là một DN nhà nước. Tại thời điểm thành lập, tổng số nhân viên là 70, và công ty chỉ sản xuất 10 sản phẩm thuốc với tổng doanh thu hàng năm khoảng 30 tỷ đồng. Trong năm 1997, IMP trở thành công ty đầu tiên tại Việt Nam được Bộ Y tế chứng nhận tiêu chuẩn GMP-ASEAN (GMP: tiêu chuẩn thực hành sản xuất tốt). IMP là công ty dược phẩm đầu tiên được niêm yết trên Sàn Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào năm 2006.

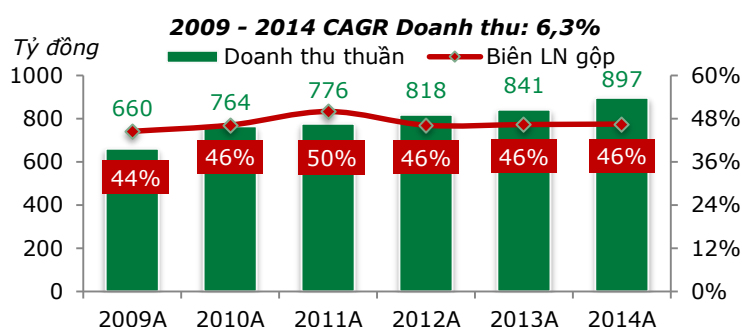
So với nhóm công ty dược phẩm trong nước, IMP là công ty sở hữu thiết bị máy móc và quy trình công nghệ tiên tiến nhất. Nhờ vậy, công ty luôn được các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia như Sandoz, Novartis và CFR Pharmaceuticals đánh giá là đối tác sản xuất nhượng quyền đáng tin cậy. Sản phẩm chủ lực của IMP là thuốc kháng sinh và phân nhóm này thường đóng góp 60% tổng doanh thu hàng năm của công ty.

Mảng sản xuất thuốc - chiếm hơn 90% tổng doanh thu và lợi nhuận

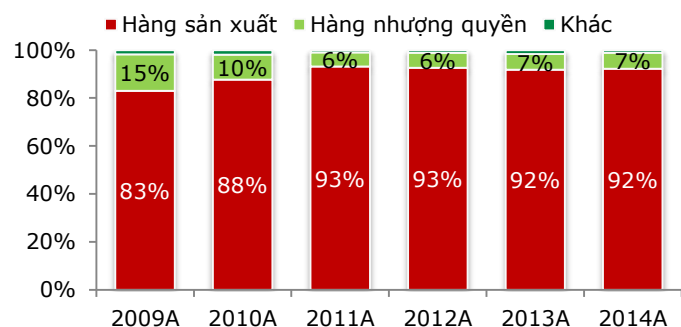
Cơ cấu doanh thu của IMP (2009 – 2014):



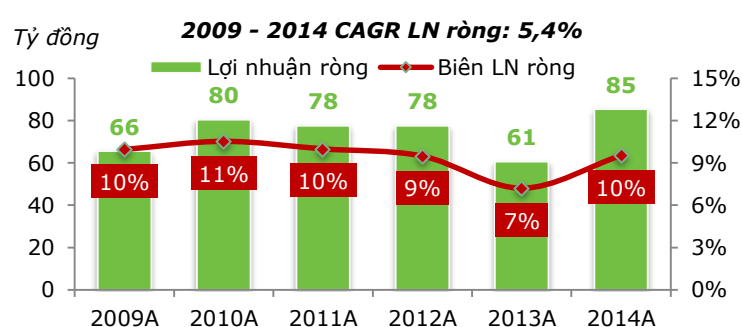
DT tăng trưởng khá chậm trong những năm gần đây:



Cơ cấu lợi nhuận gộp của IMP (2009 – 2014):



Lợi nhuận ròng tăng mạnh trở lại trong năm 2014:



Nguồn: Báo cáo tài chính đã kiểm toán của IMP

IMP có mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng khá thấp so với các công ty đại chúng cùng ngành trong những năm gần đây. Từ năm 2009 đến năm 2014, CTCP Dược phẩm Dược Hậu Giang (DHG) – doanh nghiệp có doanh thu lớn nhất trong ngành – đạt tốc độ CAGR doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt là 17,5% và 8,2%. Mức tăng trưởng tương ứng đối với CTCP Traphaco (TRA) trong giai đoạn trên là 17,1% và 23,4%. Nguyên nhân chính

đăng sau việc “tụt hậu” của IMP là do hai mảng kinh doanh then chốt của công ty (hàng sản xuất và nhượng quyền) gặp thách thức lớn về mặt pháp lý và kinh doanh trong những năm gần đây.

Đối mặt với những khó khăn trong công tác bán hàng vào hệ ETC, IMP đã chuyển trọng tâm phân phối sang kênh OTC. Tuy vậy, quyết định chuyển đổi này đến chậm và đã dẫn đến doanh thu có mức tăng trưởng thấp trong năm 2012 và 2013.

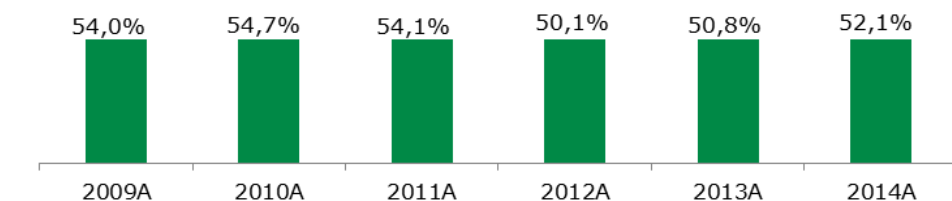
Lợi nhuận ròng giảm 22% trong năm 2013 do giới hạn khấu trừ thuế đối với chi phí quảng cáo. Trước năm 2014, chi phí quảng cáo / khuyến mãi của các công ty dược phẩm bị giới hạn khấu trừ thuế ở mức 15% tổng doanh thu. Trong năm 2013, IMP đã phát sinh chi phí bán hàng khá lớn nhằm phát triển kênh bán hàng thương mại. Việc chi tiêu vượt mức này đã đẩy mức thuế suất hiệu dụng của công ty lên 36,5% từ mức 25,1% năm 2012. Tuy vậy, mức giới hạn 15% này đã được Chính phủ gỡ bỏ từ năm 2014. Do đó, mức thuế suất hiệu dụng của IMP đã giảm xuống còn 22,2% trong năm vừa qua và giúp lợi nhuận ròng của IMP tăng 41% so với năm 2013.

Hàng sản xuất - tăng trưởng thấp do sự chậm chuyển đổi bán hàng từ kênh điều trị (ETC) sang kênh thương mại (OTC)

Hàng sản xuất - tăng trưởng chậm từ năm do Thông tư 01/2012

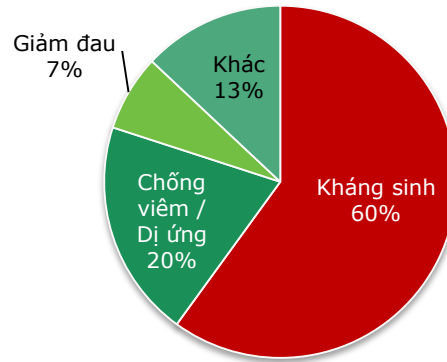
Hàng s/x	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
DT (tỷ đồng)	453.900	568.438	668.596	700.301	715.389	747.433
Tăng (%)	11,2%	25,2%	17,6%	4,7%	2,2%	4,5%

Biên LN gộp:



Nguồn: IMP

Cơ cấu DT các s/p chính:



Nguồn: IMP

Trước năm 2013, các sản phẩm của IMP chủ yếu được phân phối qua kênh điều trị (ETC – hay kênh bệnh viện). Mảng hàng sản xuất của IMP đạt mức tăng trưởng khá cao trong các năm 2009, 2010 và 2011, do các sản phẩm chất lượng cao của công ty là lựa chọn hàng đầu của các bệnh viện. Tuy nhiên, từ đầu năm 2012 cho đến nay, doanh số từ hệ điều trị (ETC) của IMP tiếp tục bị ảnh hưởng bởi Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC. Hai thông tư này thiết lập các quy chế cho công tác đấu thầu thuốc trong các bệnh viện công với ưu tiên đặc biệt đối với các gói thầu thuốc có giá rẻ nhất trong mỗi danh mục đấu thầu (ví dụ danh mục GMP-WHO, danh mục PIC/S). Thuốc của IMP thường đắt hơn các đối thủ cạnh tranh có quy mô nhỏ khác vì có chi phí sản xuất khá cao nhằm đảm bảo chất lượng. Điều này đã làm giảm khả năng trúng thầu của IMP trong kênh ETC.

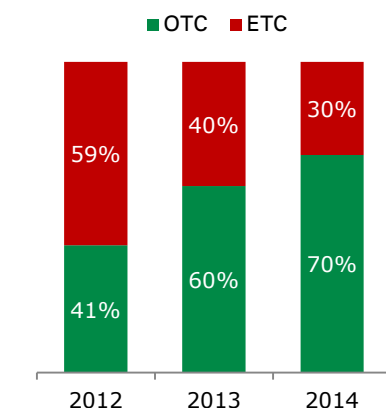
Đối mặt với thách thức này, IMP đã quyết định chuyển trọng tâm bán hàng sang kênh thương mại (OTC) thay vì kênh điều trị (ETC) như các năm trước. Trong năm 2013 và năm 2014, doanh thu bán hàng qua kênh OTC đã lần lượt tăng 42% và 22%; trong khi đó, doanh thu từ kênh ETC của công ty đã lần lượt giảm 30% và 22%. Chúng tôi cho rằng việc chuyển đổi đột ngột từ kênh ETC sang kênh OTC đã khiến biên lợi nhuận gộp của mảng hàng sản xuất bị giảm sút trong năm 2012 và năm 2013. Trong những năm tới, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp của phân khúc này sẽ tăng nhẹ dần khi kênh OTC của IMP dần được thiết lập vững chắc hơn.

Sự hợp tác chiến lược với CTCP Dược phẩm Phano (Phano) có khả năng sẽ giúp doanh thu kênh OTC của IMP tăng mạnh từ năm 2015. Đầu năm nay, IMP đã phát hành 2.631.160 cổ phiếu cho Phano, nhà đầu tư chiến lược của công ty. Sau đợt phát hành, Phano sở hữu 9,1% tổng số cổ phiếu lưu hành của IMP. Vui lòng xem thêm thông tin trong Phụ lục 2.

Việc hợp tác giữa IMP và Phano cũng như kế hoạch nâng cấp nhà máy lên tiêu chuẩn GMP-EU là hai nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng cho công ty trong những năm tới.

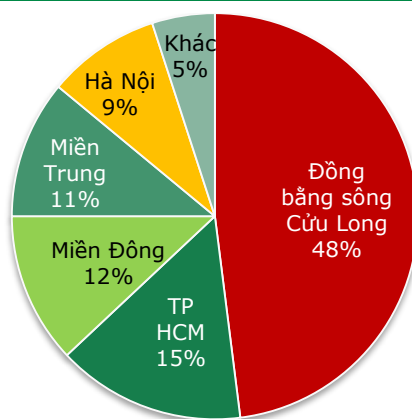
Phano là chuỗi các hiệu thuốc bán lẻ với 43 cửa hàng ở khu vực phía Nam của Việt Nam (trong đó 36 cửa hàng tại Thành phố Hồ Chí Minh). Theo thỏa thuận hợp tác giữa hai công ty, Phano sẽ giúp IMP phân phối các sản phẩm do IMP tự sản xuất thông qua chuỗi cửa hàng bán lẻ của Phano. Về phía Phano, khoản đầu tư vào IMP giúp công ty mẹ của Phano là Santedo Corporation (sở hữu 99% Phano) có thể hoàn thiện thêm chuỗi giá trị của mình (sản xuất - phân phối - bán lẻ). Vui lòng xem thêm thông tin ở Phụ lục 3.

Cơ cấu DT theo kênh p/p



Nguồn: IMP

Cơ cấu DT theo địa lý (năm 2013)



Hệ thống nhà thuốc Phano



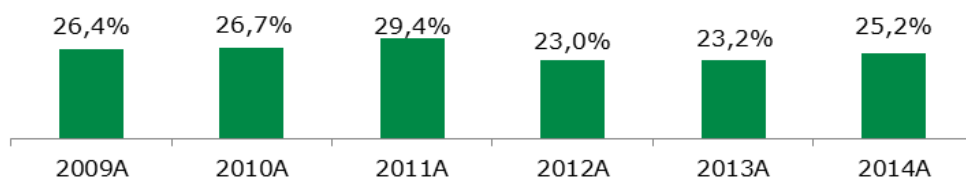
IMP dự kiến hoàn thành việc nâng cấp hai nhà máy ở Bình Dương lên tiêu chuẩn EU-GMP trong năm nay. Nếu thành công, sẽ hỗ trợ đáng kể cho kênh bán hàng ETC của IMP. Với tiêu chuẩn EU-GMP, thuốc được sản xuất tại hai nhà máy ở Bình Dương sẽ được xếp vào gói thầu với các loại thuốc nhập khẩu có chất lượng cao, thay vì các sản phẩm cùng loại được sản xuất trong nước và có giá thành thấp hơn. Tổng chi phí cho dự án nâng cấp này được dự tính ở mức 50 tỷ đồng.

Sản xuất nhượng quyền (SXNQ) – IMP là đối tác đáng tin cậy của các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia

Doanh thu SXNQ được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2016

SXNQ	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A
DT (tỷ đồng)	169.238	137.277	77.247	102.852	109.827	110.946
Tăng (%)	34,4%	-18,9%	-43,7%	33,1%	6,8%	1,0%

Biên LN gộp:



Nguồn: IMP

Đối tác nhượng quyền:



Nguồn: IMP

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng hàng nhượng quyền của IMP sẽ tăng trưởng cao hơn trong năm 2016 sau khi công ty hoàn thành việc nâng cấp nhà máy tại Bình Dương lên tiêu chuẩn EU-GMP.

Việc IMP được chọn là đối tác nhượng quyền của nhiều tập đoàn dược phẩm đa quốc gia là minh chứng cho dây chuyền công nghệ và chất lượng sản phẩm của công ty. Theo các hợp đồng sản xuất nhượng quyền, IMP sẽ sản xuất thuốc tại cơ sở của mình nhưng đóng gói thành phẩm theo nhãn hiệu của đối tác nhượng quyền. Việc phân phối sản phẩm có thể được chính IMP đứng ra thực hiện, hoặc do một bên thứ ba mà đối tác nhượng quyền chỉ định. Các hợp đồng sản xuất này thường chịu sự kiểm định và tuân theo các quy định gắt gao do đối tác nhượng quyền đề ra; ví dụ như các quy định về mặt nguyên liệu, dây chuyền sản xuất, cũng như các tiêu chuẩn sản xuất trên thị trường quốc tế.

Doanh thu nhượng quyền lần lượt giảm 18,9% và 43,7% trong hai năm 2010 và 2011 do những khó khăn từ phía Sandoz, một trong những đối tác quan trọng của IMP. Theo như chia sẻ từ phía IMP, Sandoz chiếm từ 40% đến 60% tổng doanh thu sản xuất nhượng quyền của IMP hàng năm. Trong hai năm 2010 và 2011, Sandoz đã gặp một số vấn đề với các nhà phân phối trong khu vực, và vì vậy đã ngừng các đơn đặt hàng với IMP. Trong năm 2013, vấn đề này đã được giải quyết, giúp doanh thu tăng 33% so với năm 2012.

Chúng tôi dự phóng doanh thu từ mảng SXNQ đạt mức tăng trưởng thấp trong năm 2015 nhưng sẽ tăng tốc từ năm 2016 trở đi. Trong năm 2015, IMP sẽ tập trung chú trọng phát triển mảng hàng do công ty tự sản xuất. Tuy vậy, công ty cũng dự định sẽ hoàn thành nâng cấp hai nhà máy tại Bình Dương (Cephalosporin và Penicillin) lên tiêu chuẩn GMP-EU (tiêu chuẩn hiện tại: GMP-WHO). Nếu thành công, bắt đầu từ năm 2016 trở đi, chúng tôi kỳ vọng phân khúc SXNQ sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu khá tốt nhờ vào các đơn đặt hàng mới từ những tập đoàn dược phẩm đa quốc gia từ Châu Âu.

Cơ sở sản xuất – IMP sẽ hoàn thành nâng cấp nhà máy trong năm 2015

Cơ sở sản xuất của IMP



Năng lực sản xuất:

Dây chuyền	% Công suất
non-Betalactam	90% - 100%
Penicillin (viên / gói)	55% - 60%
Cephalosporin	30% - 35%
Penicillin (thuốc tiêm)	10% - 15%

Nguồn: IMP



Nguồn: IMP

Dây chuyền sản xuất thuốc tiêm Penicillin hiện đang có tỷ lệ hoạt động thấp do thành phẩm từ dây chuyền này chỉ có thể bán qua kênh ETC.

Như đã đề cập ở trên, doanh thu kênh ETC của IMP đã giảm trong những năm gần đây do chịu ảnh hưởng từ Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC.

Trong năm 2015, IMP dự kiến sẽ hoàn thành việc nâng cấp hai nhà máy ở Bình Dương (Cephalosporin và Penicillin) lên tiêu chuẩn GMP-EU. Chi phí cho dự án nâng cấp này được dự tính là 50 tỷ đồng. Nếu thành công, tiêu chuẩn cao hơn này sẽ không chỉ thúc đẩy doanh thu của IMP qua kênh ETC mà còn giúp công ty giành được nhiều hợp đồng sản xuất nhượng quyền từ các đối tác nước ngoài.

Dây chuyền sản xuất dòng thuốc non-Betalactam hiện đang hoạt động gần hết công suất. Tuy nhiên, theo chia sẻ từ phía IMP, công ty vẫn có khả năng đáp ứng nhu cầu trong những năm tới bằng việc mua thêm máy móc thiết bị mới hoặc thông qua các hợp đồng sản xuất gia công ký với CTCP Dược phẩm Agimexpharm, công ty liên kết mà IMP nắm giữ 34% cổ phần. Vì vậy, IMP chưa có kế hoạch xây nhà máy non-Betalactam mới trong vài năm tới.

Dự phóng và giả định

Doanh thu (triệu đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
(1) Hàng sản xuất	715.389	747.433	859.548	1.005.671	1.206.805	1.387.826	1.554.365
Tăng trưởng %	2,2%	4,5%	15,0%	17,0%	20,0%	15,0%	12,0%
(2) Hàng nhượng quyền	109.827	110.946	113.165	124.481	143.154	160.332	176.365
Tăng trưởng %	6,8%	1,0%	2,0%	10,0%	15,0%	12,0%	10,0%
(2) Khác	27.540	48.960	50.429	51.942	53.500	55.105	56.758
Tăng trưởng %	70,1%	77,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Tổng doanh thu	852.756	907.339	1.023.142	1.182.094	1.403.459	1.603.263	1.787.489
Tăng trưởng %	4,0%	6,4%	12,8%	15,5%	18,7%	14,2%	11,5%
Giảm trừ doanh thu	11.440	10.203	10.231	11.821	14.035	16.033	17.875
% Tổng doanh thu	1,3%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Doanh thu thuần	841.316	897.136	1.012.910	1.170.273	1.389.424	1.587.230	1.769.614
Tăng trưởng %	2,8%	6,6%	12,9%	15,5%	18,7%	14,2%	11,5%
Biên LN gộp (%)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Hàng sản xuất	50,8%	52,1%	52,4%	52,4%	52,4%	52,5%	52,5%
Hàng nhượng quyền	23,2%	25,2%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Khác	23,5%	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
CPBH & CPQL (%)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
CP Bán hàng, % DT	27,1%	27,3%	26,5%	26,0%	25,5%	25,0%	25,0%
CP Quản lý, % DT	7,5%	7,0%	7,0%	6,8%	6,7%	6,5%	6,5%

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng hàng sản xuất của IMP sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2015, cao hơn so với mức tăng trưởng trong quá khứ do các lý do sau:

(1) Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ kênh OTC của IMP sẽ có mức tăng trưởng cao trong năm 2015 nhờ việc hợp tác với Phano. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng doanh thu từ kênh ETC sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 dù ở tốc độ giảm thấp hơn so với các năm trước.

(2) Trong năm 2016 và 2017, chúng tôi kỳ vọng doanh thu hàng sản xuất sẽ tăng mạnh, do hai nhà máy ở Bình Dương đạt tiêu chuẩn GMP-EU sẽ giúp công tác bán hàng qua kênh ETC của IMP trở nên hiệu quả hơn. Đồng thời, tiêu chuẩn GMP-EU cũng sẽ giúp doanh thu mảng sản xuất nhượng quyền tăng trưởng nhờ vào các hợp đồng tiềm năng từ các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia.

Chúng tôi dự phóng tỷ trọng chi phí bán hàng trên tổng doanh thu của IMP sẽ giảm từ mức 27,3% trong năm 2014 xuống mức 25,0% trong năm 2019. Nhờ vào sự hợp tác với Phano, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ có thể giảm thiểu chi phí bán hàng của mình trong thời gian tới.

Các giả định chính đối với bảng cân đối kế toán:

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Số ngày khoản phải thu	65	81	75	70	65	65	65
Số ngày hàng tồn kho	161	222	200	200	200	200	200
Số ngày khoản phải trả	49	84	70	60	50	40	30
Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	34	29	60	35	35	35	50

Định giá

Mô hình chiết khấu dòng tiền – IMP được định giá ở mức 53.000 đồng/cp

- Lãi suất phi rủi ro được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, hiện tương đương với 5,4%.
- Tỷ suất thặng dư rủi ro của Việt Nam được xác định ở mức 8,76%.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 12,4% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 0,80.
- Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) là 12,4%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn của IMP 3,5%.

		WACC				
		11,4%	11,9%	12,4%	12,9%	13,4%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,5%	50.700	48.400	46.300	44.400	42.700
	2,5%	54.500	51.800	49.300	47.100	45.100
	3,5%	59.300	56.000	53.000	50.400	48.000
	4,5%	65.600	61.400	57.700	54.500	51.600
	5,5%	73.900	68.400	63.700	59.700	56.100

		% thay đổi biên LN gộp - Hàng sản xuất				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
% thay đổi tỷ suất CPBH và CPQL trên doanh thu	-1,0%	48.300	53.200	58.100	63.000	67.900
	-0,5%	45.800	50.700	55.600	60.500	65.300
	0,0%	43.300	48.100	53.000	57.900	62.800
	0,5%	40.700	45.600	50.500	55.400	60.300
	1,0%	38.200	43.100	48.000	52.900	57.800

So sánh với nhóm công ty cùng ngành

	Sàn giao dịch	Vốn hóa	Tăng trưởng doanh thu (% tăng)		Biên LN ròng (%)		Nợ vay trên VCSH (%)		ROA (%)		ROE (%)		P/E		P/B
		Triệu USD	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Trượt	2015E	Trượt
CTCP Dược phẩm Dược Hậu Giang	HSX	364	20,3	10,9	16,7	13,5	6,4	7,7	21,6	16,2	32,1	24,8	14,7	11,5	3,4
CTCP Traphaco	HSX	89	20,1	-1,9	8,9	8,8	15,2	4,0	14,5	13,2	26,3	19,8	13,1	10,2	2,4
CTCP Xuất-Nhập Khẩu Y tế Domesco	HSX	51	13,4	3,9	7,5	8,9	17,2	0,0	11,5	13,7	17,9	19,6	8,3	7,5	1,5
CTCP Dược phẩm Pharmedic	HNX	20	17,9	1,7	15,6	16,8	0,0	0,0	29,5	27,7	38,9	36,1	7,1	8,4	2,4
CTCP Dược phẩm OPC	HSX	35	11,9	8,6	10,0	10,7	19,7	7,6	10,9	12,3	16,0	17,5	10,5	11,1	1,9
Trung bình		112	16,7	4,7	11,7	11,8	11,7	3,9	17,6	16,6	26,3	23,6	10,7	9,7	2,3
Trung vị		51	17,9	3,9	10,0	10,7	15,2	4,0	14,5	13,7	26,3	19,8	10,5	10,2	2,4
CTCP Dược phẩm Imexpharm	Vietnam	64	2,8	6,6	7,2	9,5	0,0	0,0	6,9	9,0	8,4	11,2	16,0	12,7	1,7

Nguồn: VPBS, Dữ liệu Bloomberg ngày 23 tháng 3 năm 2015

Tại mức giá đóng cửa ngày 23 tháng 3 năm 2015 (47.400 đồng/cổ phiếu), cổ phiếu IMP đang giao dịch ở mức P/E năm 2015 là 12,7 lần, cao hơn 25% so với mức trung vị của nhóm công ty cùng ngành (10,2 lần). Mức giá mục tiêu 12 tháng của IMP theo dự phóng của chúng tôi là 53.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E năm 2015 là 14,2 lần. Chúng tôi tin rằng mức thặng dư này là hợp lý vì tiềm năng tăng trưởng của IMP là khá lớn sau khi công ty hoàn thành dự án nâng cấp hai nhà máy tại Bình Dương lên tiêu chuẩn GMP-EU (tiêu chuẩn hiện tại: GMP-WHO). Thêm vào đó, chúng tôi cũng cho rằng việc hợp tác với Phano sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu từ kênh bán hàng OTC của IMP, cũng như góp phần cải thiện biên lợi nhuận của công ty trong thời gian tới.

Phân tích kỹ thuật

Thanh khoản của IMP ở mức rất thấp, do vậy chúng tôi tin rằng đây không phải là một cổ phiếu có tính đầu cơ.

Đồ thị kỹ thuật IMP cho thấy cổ phiếu đang giao dịch dưới đường MA20 tại 48.000, tuy vậy đang được hỗ trợ bởi ngưỡng 46.000 của đường MA50 ngày.

Tại đồ thị trung hạn, chúng tôi thấy xuất hiện một phân kỳ âm giữa đường giá IMP và đồ thị chỉ số RSI. Do đó, chúng tôi cho rằng IMP sẽ có xu hướng giảm điểm trong một vài tuần tới để kiểm tra các ngưỡng hỗ trợ mạnh hơn của đường MA100 tại 43.500 hay MA200 tại 42.500.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** ngắn hạn đối với IMP tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 23/3/2015	IMP (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất 3 tháng	49.000
Giá thấp nhất 3 tháng	37.800
Đường MA 50 ngày	46.000
Đường MA 100 ngày	43.500
Kháng cự trung hạn	49.000
Kháng cự ngắn hạn	42.500
Khuyến nghị	BÁN



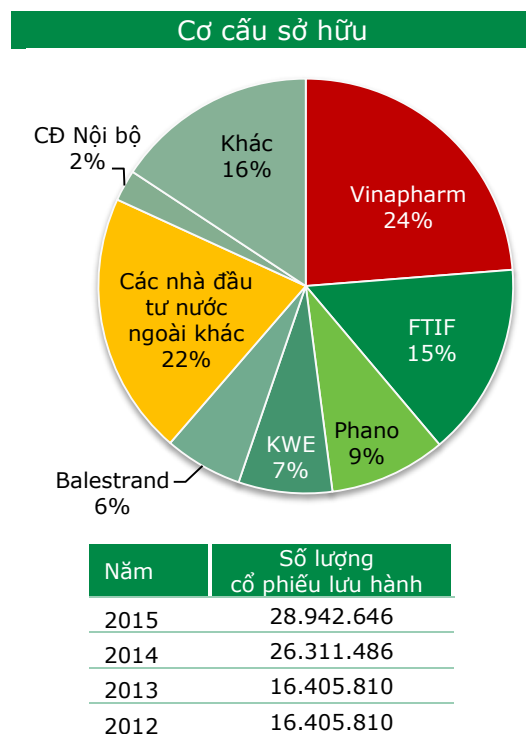
Phụ lục 1 – Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo

Cổ đông lớn (năm >5%)	SL cổ phiếu	Tỷ lệ sở hữu
Tổng Công ty Dược Việt Nam (Vinapharm)	6.874.447	23,8%
Các Quỹ FTIF – Templeton Frontier (FTIF)	4.355.386	15,1%
CTCP Dược phẩm Phano (Phano)	2.631.160	9,1%
KWE Beteiligungen AG (KWE)	2.117.000	7,3%
Balestrand Limited (Balestrand)	1.764.029	6,1%

Hội đồng Quản trị	Chức vụ	% Tỷ lệ sở hữu / Ghi chú
Nguyễn Quốc Định	Chủ tịch	0,6% / Phó Giám đốc
Trần Thị Đào	Phó Chủ tịch	0,7% / Tổng Giám đốc
Huỳnh Văn Nhung	Thành viên	0,2% / Phó Giám đốc
Nguyễn Quý Sơn	Thành viên	0,0% / Đại diện của IMP
Trần Anh Tuấn	Thành viên	0,0% / Giám đốc Quỹ VFM
Võ Hữu Tuấn	Thành viên	0,0% / Phó Giám đốc CTCK Bảo Việt
Phan Hoàng Minh Trí	Thành viên	0,1% / Trợ lý cho ông Định
Nguyễn Kiên Phương	Thành viên	0,1% / Trưởng phòng Hành chính

Ban Quản trị	Title	Ghi chú
Trần Thị Đào	Tổng Giám đốc	Làm việc tại công ty từ năm 1984
Nguyễn Quốc Định	Phó Giám đốc	Làm việc tại công ty từ năm 1999
Huỳnh Văn Nhung	Phó Giám đốc	Làm việc tại công ty từ năm 1998

Nguồn: IMP



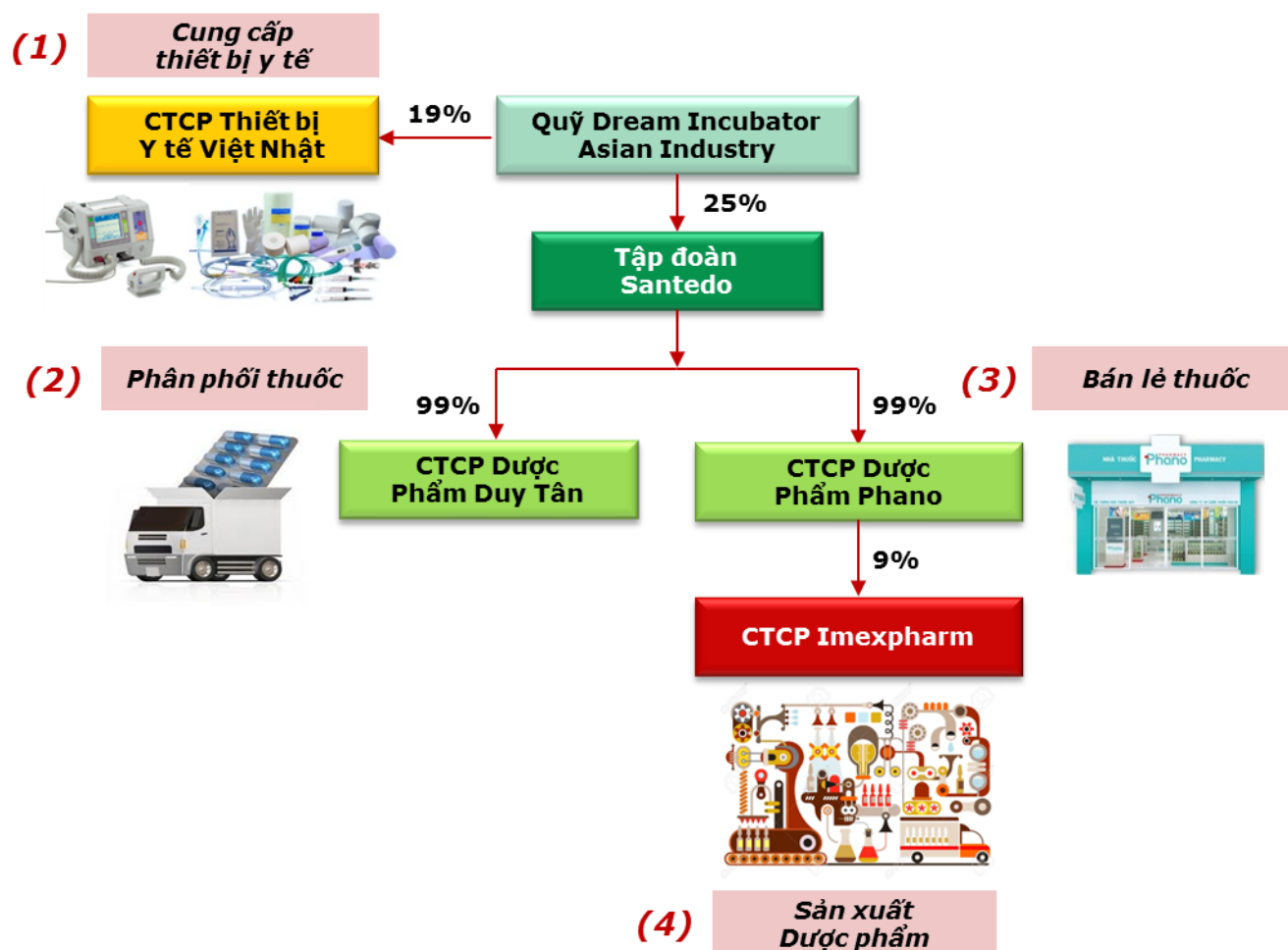
Phụ lục 2 – Các đợt tăng vốn gần đây

Chia cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2014: Trong T8/2014, IMP đã phát hành 8.352.776 cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu để chia cổ tức với tỉ lệ 2:1 (cổ đông sở hữu hai cổ phiếu cũ được nhận thêm một cổ phiếu mới).

Phát hành 5% ESOP cho nhân viên: Trong T11/2014, IMP đã phát hành 1.252.900 cổ phiếu (5% số lượng cổ phiếu đang lưu hành) cho các cán bộ chủ chốt của công ty.

Phát hành cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược – CTCP Dược phẩm Phano: Trong T1/2015, IMP công bố đã phát hành thành công 2.631.160 cổ phiếu cho đối tác chiến lược Phano với mức giá trung bình là 32.384 đồng/cổ phiếu (tổng vốn huy động: 85 tỷ đồng). Mức giá phát hành này cao hơn 20% so với mức trung bình giá đóng cửa cổ phiếu IMP trong T12/2014. Sau khi phát hành, Phano sở hữu 9,1% cổ phần IMP.

Phụ lục 3 – Chuỗi giá trị y tế của Tập đoàn Santedo



Nguồn: IMP, VPBS thu thập

Phụ lục 4 – Dự phóng của VPBS

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	818	841	897	1.013	1.170	1.389	1.587	1.770
% tăng trưởng	5,4%	2,8%	6,6%	12,9%	15,5%	18,7%	14,2%	11,5%
Giá vốn hàng bán	441	451	480	535	613	723	823	914
Lợi nhuận gộp	378	390	417	478	557	666	765	855
Chi phí bán hàng và quản lý DN	277	290	308	339	384	447	500	557
EBIT	101	100	109	139	173	219	265	298
Khấu hao	33	37	37	43	45	48	51	55
EBITDA	134	136	147	181	218	267	315	353
Doanh thu tài chính	12	6	10	10	14	16	17	19
Chi phí tài chính	8	8	8	10	11	13	14	14
Lợi nhuận (chi phí) khác	(1)	(2)	(1)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	104	96	110	139	176	222	267	302
Chi phí thuế	26	35	24	30	35	44	53	60
Thuế suất hiệu dụng	25,1%	36,5%	22,2%	22,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
LNST cổ đông công ty mẹ	78	61	85	108	141	177	214	242
% tăng trưởng	0,0%	-21,9%	41,0%	26,4%	30,2%	25,9%	20,7%	13,0%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	5.016	3.695	4.416	3.735	4.865	6.127	7.394	8.357
Số lượng c/p lưu hành (triệu)	16,4	16,4	26,3	28,9	28,9	28,9	28,9	28,9

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và các khoản tương đương tiền	122	192	179	288	317	346	402	462
Các khoản đầu tư ngắn hạn	7	3	4	4	4	4	4	4
Các khoản phải thu	187	150	199	208	224	247	283	315
Hàng tồn kho	242	200	293	293	336	396	451	501
Tài sản ngắn hạn khác	23	15	44	45	46	47	48	50
Tài sản ngắn hạn	581	560	718	838	927	1.041	1.188	1.331
Tài sản cố định	270	258	246	264	253	240	224	219
Các khoản đầu tư dài hạn	30	34	46	46	46	46	46	46
Tài sản dài hạn khác	15	17	18	18	18	18	18	18
Tài sản dài hạn	314	310	310	328	317	304	288	283
Tổng tài sản	895	870	1.028	1.166	1.244	1.345	1.476	1.615
Các khoản phải trả	98	61	111	103	101	99	90	75
Vay nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	70	59	88	84	81	79	77	76
Nợ ngắn hạn	168	120	199	187	182	178	168	151
Vay nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	13	24	33	33	33	33	33	33
Nợ dài hạn	13	24	33	33	33	33	33	33
Nợ phải trả	181	144	232	219	215	211	200	184
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	482	482	502	587	587	587	587	587
Lợi nhuận chưa phân phối	60	40	80	145	228	333	474	629
Cổ phiếu quỹ	(12)	(12)	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	184	216	214	214	214	214	214	214
Vốn chủ sở hữu	714	726	796	946	1.029	1.134	1.276	1.431
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nguồn vốn	895	870	1.028	1.166	1.244	1.345	1.476	1.615

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LCTT từ hoạt động kinh doanh	116	128	13	128	121	137	163	196
LCTT từ hoạt động đầu tư	(70)	(25)	(34)	(60)	(35)	(35)	(35)	(50)
LCTT từ hoạt động tài chính	(65)	(33)	7	42	(58)	(72)	(72)	(87)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(18)	70	(14)	110	28	30	56	60
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	140	122	192	179	288	317	346	402
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	122	192	179	288	317	346	402	462
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	42	94	(15)	68	86	102	128	147
PHÂN TÍCH CHỈ SỐ	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá								
Chỉ số P/E		22,6x	16,0x	12,7x	9,7x	7,7x	6,4x	5,7x
Chỉ số PEG		n/m	0,4x	0,5x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x
EV / EBIT		12,0x	10,9x	8,6x	6,9x	5,5x	4,5x	4,0x
EV / EBITDA		8,7x	8,1x	6,6x	5,5x	4,5x	3,8x	3,4x
Chỉ số P/S		1,6x	1,5x	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
Chỉ số P/B		1,9x	1,7x	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
Cổ tức trên 1 cổ phiếu (đồng)		2.000	1.500	1.500	2.000	2.500	2.500	3.000
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp	46,2%	46,3%	46,5%	47,2%	47,6%	47,9%	48,2%	48,3%
Biên EBITDA	16,3%	16,2%	16,3%	17,9%	18,7%	19,2%	19,9%	19,9%
Biên LN hoạt động	12,3%	11,8%	12,2%	13,7%	14,8%	15,7%	16,7%	16,8%
Biên LN ròng	9,5%	7,2%	9,5%	10,7%	12,0%	12,8%	13,5%	13,7%
Tỷ số LN/tổng tài sản	16,3%	6,9%	9,0%	9,9%	11,7%	13,7%	15,2%	15,7%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	31,7%	8,4%	11,2%	12,4%	14,3%	16,4%	17,8%	17,9%
Chỉ số đòn bẩy								
Tỷ số thanh toán lãi vay	6,8x	2,6x	6,1x	6,0x	8,6x	11,3x	15,2x	23,9x
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	178,3%	393,3%	504,4%	300,7%	619,7%	758,2%	897,3%	703,4%
Tỷ số nợ/tổng nguồn vốn	20,2%	16,6%	22,5%	18,8%	17,3%	15,7%	13,6%	11,4%
Tỷ số nợ vay/vốn chủ sở hữu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chỉ số thanh khoản								
Hệ số vòng quay tài sản	0,9x	1,0x	0,9x	0,9x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	83,3	65,2	81,0	75,0	70,0	65,0	65,0	65,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	81,1	49,4	84,3	70,0	60,0	50,0	40,0	30,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	200,3	161,5	222,5	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0
Hệ số thanh toán hiện hành	3,5x	4,7x	3,6x	4,5x	5,1x	5,8x	7,1x	8,8x
Hệ số thanh toán nhanh	2,0x	3,0x	2,1x	2,9x	3,2x	3,6x	4,4x	5,5x

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lưu Bích Hồng

Giám đốc - Phân tích cơ bản
honglb@vpbs.com.vn

Nguyễn Hữu Toàn

Chuyên viên phân tích
toannh@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Khắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lượng và thường của những quan điểm gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418