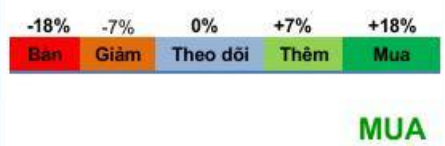


<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>53,500</b>	
	Giá mục tiêu	<b>73,000</b>	
	Tăng/giảm	<b>+36%</b>	
	Tỷ suất cổ tức	<b>3.9%</b>	

**Diễn biến giá cổ phiếu IMP**

**THUỐC GENERIC CHẤT LƯỢNG CAO – TƯƠNG LAI CỦA NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM**
**Tóm tắt nội dung**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu IMP. Xét trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu IMP vẫn chưa phản ánh đầy đủ kỳ vọng về những chuyển biến tích cực trong kết quả kinh doanh năm 2014. LNST ước tính năm 2014 là 92 tỷ đồng (+52% so với năm 2013), tương ứng EPS đạt 5,536 đồng/cp. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng tiềm năng phát triển của IMP còn rất lớn khi doanh nghiệp vừa hoàn thành xong giai đoạn đầu tư cơ bản, xây dựng nền móng vững chắc cho quá trình phát triển trong tương lai, kết hợp với định hướng kinh doanh đúng đắn và có tầm nhìn dài hạn. IMP cũng đang là mục tiêu thu hút hàng đầu của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài. Với dự phóng FCFE, giá mục tiêu trong 12 tháng tới là **73,000 đồng/cp**, cao hơn 36% so với thị giá hiện tại. Do đó, tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu IMP cho mục tiêu trung và dài hạn.

**Thông tin giao dịch 03/03/2014**

Giá hiện tại	53,500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	58,000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	31,000
Số lượng CP niêm yết (CP)	16,705,810
Số lượng CP lưu hành (CP)	16,405,810
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	31,902
% sở hữu nước ngoài	48.18%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	167
Vốn hóa (tỷ đồng)	902

**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	Tỷ lệ (%)
Tổng công ty Dược Việt Nam	27.93
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	9.98
KWE Beteiligungen AG	9.42
Balestrand Limited	7.10
Cổ đông nước ngoài khác	21.74
Cổ đông trong nước khác	17.91

- **Khác biệt của IMP** so với các doanh nghiệp ngành dược khác đang niêm yết là trình độ công nghệ và chất lượng dược phẩm vượt trội, với phương châm xuyên suốt quá trình phát triển: **“Thuốc của IMP chỉ có 1 chất lượng, và là chất lượng tốt nhất mà doanh nghiệp có thể sản xuất được”**.
- **Cơ hội của IMP** là nhận thức về chất lượng dược phẩm, yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến sức khỏe, của người dân Việt Nam ngày càng cao. Khi thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng, chất lượng thuốc chứ không phải giá cả mới là ưu tiên hàng đầu. Khả năng nâng cấp nhà máy lên tiêu chuẩn quốc tế PIC/S-GMP từ năm 2015 cũng sẽ giúp IMP khai thông được kênh điều trị.
- **Thách thức của IMP** là nhận thức của đại bộ phận người dân Việt Nam về cách sử dụng và chất lượng thuốc còn thấp. Mạng lưới bán hàng qua kênh thương mại (OTC) chưa bao phủ cả nước mà chỉ mới phổ biến tại khu vực miền Trung và Miền Nam.
- **Khó khăn của IMP** là các chính sách của cơ quan quản lý (Bộ Y tế - Cục quản lý dược) vẫn chưa nhất quán và gây không ít trở ngại cho hoạt động của doanh nghiệp. Tuy nhiên, các chính sách này đang dần được cải thiện theo hướng có lợi cho các công ty quan tâm đầu tư về chiều sâu cho chất lượng.

**Đối thủ cạnh tranh chính**

Pymepharco

Savipharm

Dược Hậu Giang

Domesco

Các doanh nghiệp dược nội địa khác

- Tăng trưởng doanh thu của IMP trong giai đoạn 2014 – 2023 bình quân khoảng 11.6%/năm, sau đó giảm dần về mức tăng trưởng doanh thu dài hạn 5%/năm (dựa trên báo cáo của IMS, BMI và dự phóng của FPTS).
- Trao đổi với FPTS, ông Nguyễn Quốc Định, chủ tịch HĐQT kiêm phó TGD IMP cho biết: phương án chia thưởng cổ phiếu ngay trong năm 2014 sẽ được HĐQT cân nhắc tỷ lệ phù hợp để trình ĐHĐCĐ năm 2014. Đây cũng là một nhân tố tích cực có thể tác động đến thị giá cổ phiếu IMP. Nguồn thặng dư vốn cổ phần và quỹ đầu tư phát triển hơn 511 tỷ đồng giúp IMP hoàn toàn chủ động trong việc nâng vốn điều lệ từ mức 167 tỷ hiện tại lên trên 300 tỷ theo kế hoạch đã đề ra.

**Bảng 1: Số liệu tổng hợp và dự phóng giai đoạn 2013 – 2023**

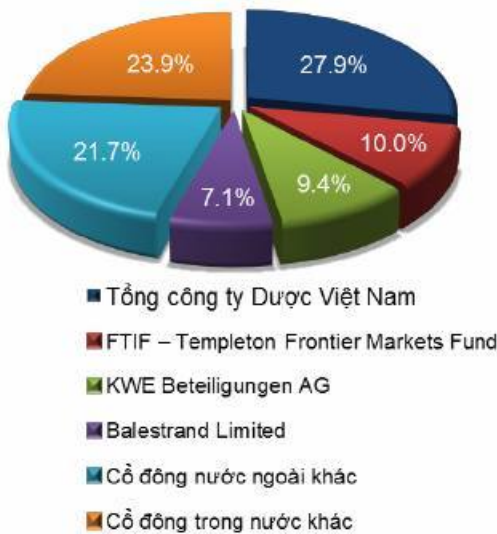
Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	842	939	1,044	1,175	1,342	1,519	1,704	1,897	2,097	2,303
LN gộp	Tỷ đồng	391	435	482	542	618	697	779	864	950	1,037
LNST	Tỷ đồng	61	92	106	126	148	173	198	225	253	282
EPS	Đồng	3,653	5,536	6,331	7,534	8,881	10,328	11,862	13,476	15,159	16,903
DPS	Đồng	1,964	3,043	3,480	4,142	4,883	5,678	6,521	7,408	8,334	9,293
DPS/EPS	%	54%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Tăng trưởng DT	%	3%	11%	11%	13%	14%	13%	12%	11%	11%	10%
Tăng trưởng LN gộp	%	4%	11%	11%	12%	14%	13%	12%	11%	10%	9%
Tăng trưởng LNST	%	-21%	52%	14%	19%	18%	16%	15%	14%	12%	12%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	46%	45%	45%
ROE	%	8%	12%	13%	14%	16%	17%	18%	19%	19%	20%
ROA	%	7%	10%	10%	11%	12%	13%	14%	14%	15%	15%
P/E	Lần	15.3	10.1	8.8	7.4	6.3	5.4	4.7	4.2	3.7	3.3
P/B	Lần	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

(Nguồn: FPTS dự phóng)

**Rủi ro đầu tư**

**Rủi ro về thời hạn xét duyệt đăng ký thuốc của Cục quản lý dược.** Theo tìm hiểu của tôi, thời gian xét duyệt một bộ hồ sơ đăng ký lại (trong trường hợp hồ sơ đầy đủ, không phải chỉnh sửa) là hơn 18 tháng do Cục quản lý dược không đủ nguồn lực để giải quyết nhanh chóng (trước đây quy trình này chỉ mất 6 tháng). Đây là rủi ro khiến việc đăng ký xin giấy phép sản xuất, đăng ký dược phẩm mới... kéo dài, ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất, đặc biệt là đối với các hồ sơ xin cấp phép sản xuất các dòng thuốc nhượng quyền mới của IMP cho các công ty dược nước ngoài.

**Rủi ro về tỷ giá** khi IMP phải nhập khẩu hầu hết nguyên vật liệu sản xuất dược phẩm (chiếm hơn 50% cơ cấu chi phí của IMP), trong khi doanh thu từ xuất khẩu chỉ chiếm tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu (2%).

**Cơ cấu cổ đông**


**Rủi ro bị thu tóm do cổ đông lớn không nắm đủ số cổ phần chi phối:** Tính đến thời điểm 03/03/2014, tỷ trọng sở hữu của Tổng công ty dược Việt Nam (cổ đông lớn nhất đang nắm 27,9% vốn cổ phần) và cổ đông nội bộ (1,9%) chỉ đạt gần 30% và chưa đạt tỷ lệ phủ quyết tối thiểu 35% theo quy định. Các cổ đông nước ngoài là các tổ chức đầu tư tài chính đang sở hữu 48% cổ phần, các cổ đông khác trong nước đang nắm giữ 22% còn lại. Do đó, khả năng bị thu tóm để tận dụng các tài sản hữu hình và vô hình hiện có thông qua nắm giữ số cổ phần chi phối đang là rủi ro hiện hữu của IMP, đặc biệt khi đã và đang có một số tập đoàn dược phẩm lớn của nước ngoài đặt vấn đề muốn trở thành cổ đông chi phối nắm 51% vốn cổ phần của IMP, vướng mắc duy nhất là quy định về room 49% sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài. Ngoài ra, việc bị liên kết thu tóm bởi các công ty dược trong nước cũng đang là vấn đề mà ban lãnh đạo IMP rất e ngại trong thời điểm hiện nay, khi nhu cầu nâng tiêu chuẩn sản xuất lên PIC/S-GMP nhằm giảm bớt áp lực cạnh tranh khi đấu thầu vào bệnh viện đang ngày một gia tăng.

**Rủi ro về biến động bộ máy lãnh đạo** trong trường hợp IMP bị thu tóm “thù địch” để tận dụng tài sản hiện hữu, đặc biệt là trong trường hợp bị thu tóm bởi các doanh nghiệp dược phẩm trong nước như đã trình bày ở trên. Triết lý kinh doanh theo hướng tập trung vào chất lượng do bà Trần Thị Đào, Tổng giám đốc kiêm phó Chủ tịch HĐQT Imexpharm khởi xướng và kiên trì theo đuổi từ năm 1992 cho đến nay. Đội ngũ lao động, lãnh đạo từ cấp thấp đến cấp cao của Imexpharm cũng được xây dựng trong một thời gian dài xoay quanh triết lý kinh doanh này. IMP cũng đang là doanh nghiệp được niềm yết duy nhất trên sàn chứng khoán theo đuổi triết lý trên do phải chấp nhận tốc độ tăng trưởng thấp vì sản phẩm có giá thành cao. Do đó, để tiếp tục duy trì định hướng đúng đắn này, tôi cho rằng IMP cần đầu tư xây dựng bài bản kế hoạch chống thu tóm “thù địch” trong hệ thống quản trị rủi ro hiện hữu.

**Rủi ro về khó khăn trong việc xây dựng và phát triển hệ thống phân phối.** Vốn là doanh nghiệp rất mạnh trong kênh điều trị, tuy nhiên IMP lại là doanh nghiệp đi sau trên thị trường trong hoạt động quảng bá thương hiệu, thâm nhập vào hệ thống các nhà thuốc, đại lý phân phối trong kênh thương mại. Do đó, IMP sẽ gặp rất nhiều khó khăn nếu đi theo “đường mòn” mà các doanh nghiệp dược khác trên sàn đã làm khi đầu tư xây dựng hệ thống phân phối, trong bối cảnh mức độ cạnh tranh trên thị trường ngày càng khốc liệt. Vì vậy, khoanh vùng đối tượng khách hàng, hoạch định và thực hiện chiến lược marketing, bán hàng một cách hiệu quả là vấn đề rất lớn mà IMP phải tìm cách giải quyết trong thời gian sắp tới.

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO FCFF VÀ P/E**
**ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF**

Giả định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đvt: tỷ đồng
WACC 2014	18.6%	Thời gian dự phóng	10 năm
Thuế suất (đã ưu đãi)	20%	Tổng hiện giá dòng tiền	870
Chi phí vốn CSH	18.6%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	197
Lãi suất phi rủi ro	8.9%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	0
Phần bù rủi ro	9.9%	Giá trị vốn cổ phần	1,067
Hệ số Beta	0.96	Lợi ích cổ đông thiểu số	1.5
Tăng trưởng bình quân	11.6%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	1,067
Tăng trưởng bền vững	5%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	17
		<b>Giá trị chiết khấu về hiện tại</b>	<b>63,890</b>
		<b>Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần</b>	<b>18.6%</b>
		<b>Suất cổ tức ước tính</b>	<b>3.9%</b>
		<b>Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp)</b>	<b>73,256</b>

**ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP P/E**

Doanh nghiệp	Thị giá 03/03/2014	Vốn hóa	Book value 2013	ROE	EPS 2013	P/B	P/E	Doanh thu thuần 2013	EBIT	Biên LN thuần
CTCP Dược Hậu Giang	128,000	8,367	30,415	29.74%	9,017	4.21	14.20	3,527	610	17.3%
CTCP Traphaco	87,000	2,160	27,509	21.83%	6,437	3.16	13.52	1,682	243	14.5%
CTCP XNK Y tế Domesco	43,500	1,162	23,462	16.95%	5,966	1.85	7.29	1,430	134	9.4%
CTCP DPDL Pharmedic	49,000	457	17,008	35.11%	5,972	2.88	8.20	357	72	20.1%
CTCP Dược Cửu Long	30,800	311	28,232	12.50%	3,600	1.09	8.56	699	81	11.5%
CTCP Dược Hà Tây	42,300	266	22,633	18.82%	4,261	1.87	9.93	743	38	5.2%
CTCP Dược Bến Tre	29,000	86	29,057	12.27%	3,568	1.00	8.13	580	20	3.5%
CTCP Dược Lâm Đồng	59,000	201	23,124	22.85%	5,289	2.55	11.16	463	23	4.9%
<b>Bình quân theo doanh thu thuần năm 2013</b>							<b>11.54</b>			
CTCP Dược phẩm Imexpharm	53,500	878	44,268	8.40%	3,720	1.21	14.38	842	100	11.8%

EPS 2014 (F)	5,536 đồng/cp				
P/E	9.5	10.5	11.5	12.5	13.5
Giá cổ phiếu IMP	52,802	58,338	63,874	69,410	74,946

**Trong ngắn hạn**, ứng với thị giá cổ phiếu IMP ngày 03/03/2014 là 53,500 đồng/cp, tôi cho rằng giá cổ phiếu IMP vẫn chưa phản ánh đầy đủ kỳ vọng về kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2014. **Trong dài hạn**, tôi rất kỳ vọng vào tiềm năng phát triển cũng như định hướng chiến lược đúng đắn mà IMP kiên trì theo đuổi. Kết quả định giá theo phương pháp FCFF nêu trên chưa bao gồm phần đánh giá lại giá trị lô đất 1.7ha trên đường 30/4 (trung tâm thành phố Cao Lãnh tỉnh Đồng Tháp). Đây đang là nơi tọa lạc của trụ sở chính và nhà máy Non-Betalactam của IMP. Trên sổ sách, giá trị của lô đất này đang được ghi nhận hơn 26 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo giá giao dịch tại thời điểm 25/02/2014, với đơn giá hợp lý khoảng 15 triệu/m<sup>2</sup>, tổng giá trị của lô đất này là khoảng 255 tỷ đồng. Trong trường hợp hạch toán thêm khoản giá trị thặng dư này vào tài sản cố định, giá tham khảo một cổ phiếu IMP là 89,500 đ/cp, ứng với giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu là 57,000 đ/cp.

**PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**
**Tỷ trọng doanh thu theo nhóm sản phẩm**

**Các dòng sản phẩm chủ lực**

IMP chọn chiến lược tập trung vào một nhóm 20 sản phẩm chủ lực, chiếm 80% doanh thu của công ty (phân bổ đều cho cả 3 nhóm chính là Cephalosporin, Penicillin và Non-Betalactam) đồng thời giảm sản xuất các dòng sản phẩm có giá trị thấp, biên lợi nhuận thấp hoặc sắp hết vòng đời. Phòng nghiên cứu và phát triển (R&D), ngoài công tác kiểm nghiệm, nghiên cứu ra các dạng bào chế và tá dược mới, cũng liên tục cập nhật và theo sát các loại thuốc tiềm năng sắp hết thời hạn bảo hộ độc quyền của các tập đoàn dược phẩm đa quốc gia để kịp thời ứng dụng và nghiên cứu tạo ra dòng sản phẩm generic tương đương tại thị trường Việt Nam.

Kết thúc năm 2013, nhóm thuốc Non-Betalactam (giảm đau, hạ sốt, tiểu đường, tim mạch, vitamin, khoáng chất...) chiếm tỷ trọng doanh thu cao nhất (40%) và 37% lợi nhuận gộp. Nhóm kháng sinh Penicillin tuy chỉ đóng góp 35% doanh thu nhưng lại chiếm tỷ trọng lợi nhuận gộp cao nhất (46%), tuy nhiên, nhóm này chỉ bao gồm 2 dạng bào chế là thuốc viên và gói bột uống do dây chuyền thuốc bột tiêm vẫn đang trong giai đoạn chạy thử nghiệm và chào hàng. Nhóm kháng sinh cephalosporin đóng góp 25% doanh thu và 17% lợi nhuận gộp, trong đó dòng sản phẩm bột tiêm chiếm khoảng 27% doanh thu và lợi nhuận của nhóm này.

**Tỷ trọng lợi nhuận gộp theo nhóm sản phẩm**


Nếu xét riêng từng dòng sản phẩm chuyên biệt, kháng sinh vẫn đang là mặt hàng chủ lực của IMP. Biên lãi gộp của dòng sản phẩm này tăng nhẹ từ mức 52.6% năm 2012 lên mức 56% năm 2013 và đóng góp 63% vào tổng lãi gộp cả năm. Nhóm dược phẩm đặc trị vẫn giữ biên lãi gộp ổn định ở mức 53% và đóng góp gần 22% vào tổng doanh thu. Đáng chú ý, biên lãi gộp của nhóm dược phẩm trị cảm sốt giảm mạnh từ 41.1% năm 2012 xuống 36.6% năm 2013 do tình hình cạnh tranh của dòng sản phẩm này ngày càng gay gắt.

Theo dự báo của tôi, rào cản trở ngại chính cho hai nhóm sản phẩm kháng sinh chủ lực Cephalosporin và Penicillin vẫn là thông tư 01. Hai dòng sản phẩm này thuộc nhóm thuốc kê toa (phải có đơn thuốc của bác sĩ), đặc biệt là dòng kháng sinh dạng bột tiêm chủ yếu phục vụ kênh điều trị, do đó nhu cầu tiêu thụ hoàn toàn phụ thuộc vào kết quả đầu thầu vào bệnh viện. Dự kiến, dòng sản phẩm bột tiêm chỉ có khả năng phát triển mạnh trở lại từ năm 2015, khi Luật đấu thầu sửa đổi, nền tảng của thông tư 01 với một chương xây dựng riêng cho đấu thầu thuốc, bắt đầu có hiệu lực. Đặc biệt, **khả năng nâng tiêu chuẩn sản xuất lên PIC/S-GMP từ năm 2015 là điểm mấu chốt** để IMP có thể giảm thiểu đáng kể ảnh hưởng tiêu cực của Thông tư 01 trong trường hợp thông tư này chưa có sự thay đổi tích

cực nào trong ngắn hạn. Việc nâng tiêu chuẩn kỹ thuật này sẽ giúp IMP được tham gia vào gói thầu thuốc chất lượng cao hơn (nhóm 2) với mức độ cạnh tranh thấp hơn và góp phần nâng cao uy tín của các dược phẩm do IMP sản xuất.



### Khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao

#### Nguồn cung ứng nguyên liệu của IMP

Stt	Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Quốc gia	
1	Amoxicillin trihydrate compacted	Sandoz	Tây Ban Nha	KHÁNG SINH
2	Amoxicillin powder	Sandoz	Tây Ban Nha	
3	Ampicillin trihydrate compacted	Sandoz	Tây Ban Nha	
4	Azithromycin dihydrate	Fyse	Tây Ban Nha	
5	Cephadroxil granules	Sandoz	Áo	
6	Cephalexin monohydrate compacted	ACS Dobfar SPA	Ý	
7	Cefaclor	ACS Dobfar SPA	Ý	
8	Cefuroxim axetil	ACS Dobfar SPA	Ý	
9	Codeine base	Macfarlan Smith, Ltd	Anh	HÀ SỐT
10	Paracetamol	Mallinckrodt INC	Mỹ	HO
11	Dextromethorphan HBr	F Hoffmann-La Roche, Ltd	Thụy Sĩ	
12	Dexamethason acetat	Pharmacia & Upjohn Company	Mỹ	DI ỨNG

**Về nguồn nguyên liệu sản xuất dược phẩm:** IMP là một trong số ít các doanh nghiệp dược chọn chiến lược phát triển trên nền tảng chất lượng sản phẩm. Các nguyên liệu chính yếu dùng trong sản xuất dược phẩm của IMP toàn bộ được nhập khẩu từ các nhà sản xuất lớn uy tín trên thế giới, đã được chứng nhận bởi các cơ quan kiểm tra hàng đầu như FDA (Cục Quản lý Thực Phẩm và Dược phẩm Hoa Kỳ), EMA (Cơ quan Quản lý Dược châu Âu)..., đảm bảo được độ tinh khiết và thân thiện với sức khỏe người bệnh. Vì vậy, giá thành dược phẩm của IMP thường cao hơn 30% - 40% các thuốc tương tự của các doanh nghiệp dược phẩm khác trong nước do giá thành nguyên liệu đầu vào khá cao.

Trao đổi với FPTS, ông Nguyễn Quốc Định, Chủ tịch HĐQT kiêm Phó Tổng giám đốc IMP chia sẻ chiến lược mua nguyên liệu của IMP tóm gọn như sau: Những nguyên liệu nào không thể mua được từ Châu Âu – Mỹ (do không sản xuất vì quy mô nhỏ) mới tính đến phương án mua tại các nước Châu Á. Việc thẩm định các nhà thầu nguyên liệu Châu Á của IMP được tiến hành rất nghiêm ngặt, nguyên liệu sản xuất của các nhà thầu này phải được các tổ chức uy tín của thế giới chứng nhận theo tiêu chuẩn Châu Âu. Sau đó, IMP sẽ tiến hành kiểm tra - thử mẫu khẩn (thường kéo dài khoảng 1 năm) trước khi quyết định nhập nguyên liệu, chấp nhận giá nguyên liệu cao, giá thành sản phẩm cao, doanh thu không tăng trưởng mạnh, nhưng chất lượng phải là mức tốt nhất có thể.

13	Phenylpropanolamin HCL	Cheng Fong Chemical Co, Ltd	Đài Loan (*)	TAI MŨI HỒNG
14	Ascorbic acid	Roche (DSM)	Anh	
15	Ascorbic acid 90% granules	Roche	Mỹ	VITAMIN
16	Pyridoxin HCL	Roche	Đức	
17	Thiamin nitrate	Roche	Đức	

(\*) Nguyên liệu Phenylpropanolamin HCL dùng cho sản xuất các thuốc điều trị bệnh về mắt, tai – mũi – họng được sản xuất bởi tập đoàn Cheng Fong Chemical Co, Ltd (Đài Loan) từ năm 1988. Với 25 năm kinh nghiệm sản xuất dòng nguyên liệu này, Cheng Fong Chemical hiện là một trong số nhà sản xuất Phenylpropanolamin HCL uy tín và lớn nhất thế giới. Năm 2010, tập đoàn này đã vượt qua cuộc kiểm tra chứng nhận chất lượng khắt khe của FDA (Cục quản lý thực phẩm và dược phẩm Hoa Kỳ).

Hai nhà máy Cephalosporin và Penicillin của IMP chuyên sản xuất **các thuốc kháng sinh dưới dạng BỘT TIÊM**. Không như 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. Theo thống kê của chuyên viên phân tích, trong các doanh nghiệp được niêm yết, chỉ có duy nhất IMP có thể sản xuất dòng sản phẩm này. Đa số các doanh nghiệp trong nước không sản xuất dòng sản phẩm này do hạn chế về trình độ kỹ thuật, mức độ rủi ro cao nếu không được thực hiện bài bản, chi phí đầu tư ban đầu khá cao, thời gian quay vòng vốn và thu hồi vốn kéo dài.

**Về công thức thành phần tá dược:** IMP đang là một trong những nhà sản xuất liên doanh, nhượng quyền và gia công thuốc hàng đầu tại Việt Nam cho các tập đoàn dược phẩm lớn của nước ngoài như: Sandoz (Áo) nay là Novartis (Thụy Sĩ), DB Pharma (Pháp), Pharma Science (Canada), Sanofi – Aventis –VN, Robinson (Mỹ) ... Mục tiêu của các tập đoàn này là sản xuất các sản phẩm của họ tại Việt Nam với chất lượng và hiệu quả điều trị hoàn toàn tương tự như các sản phẩm được sản xuất tại mẫu. Các dược phẩm này có giá bán thấp hơn 30% - 40% nhằm phù hợp với mức thu nhập bình quân tại Việt Nam và gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường.

Để thực hiện chiến lược nêu trên, các tập đoàn dược phẩm nước ngoài **đã chuyển giao toàn bộ công nghệ sản xuất, công thức tá dược, quy trình bào chế...** cho IMP cũng như yêu cầu rất khắt khe về tiêu chuẩn chất lượng nhà máy, người lao động, quy trình quản lý của đơn vị được nhượng quyền. IMP cũng phải cam kết bảo mật tối đa các bí quyết được chuyển giao từ đối tác.

### Về quy trình sản xuất - công nghệ sản xuất:

- **Nhà máy Cephalosporin** với tổng giá trị đầu tư 113 tỷ đồng được đầu tư theo tiêu chuẩn và công nghệ Châu Âu, sản xuất các loại thuốc uống và thuốc tiêm bột thuộc nhóm Cephalosporin thế hệ mới. Hệ thống máy móc thiết bị chính được nhập hoàn toàn từ tập đoàn Bosch (Đức). Năm 2011, tập đoàn Novartis (Thụy Sĩ) đã đánh giá nhà máy Cephalosporin Bình Dương đạt các tiêu chuẩn sản xuất theo yêu cầu nghiêm ngặt để đáp ứng sản xuất nhượng quyền các sản phẩm của tập đoàn này, đảm bảo các sản phẩm do IMP sản xuất hoàn toàn giống 100% sản phẩm của Novartis sản xuất tại các nước khác cả về nguyên liệu, chất lượng, sinh khả dụng... nhưng giá thành rẻ hơn khoảng 30%. Hàng năm, các chuyên gia của các hãng dược phẩm nhượng quyền tại IMP đều tái thẩm định năng lực sản xuất, quy trình quản lý, sản xuất, bảo quản... theo các tiêu chuẩn khắt khe của các tập đoàn này.
- **Nhà máy thuốc tiêm Penicillin** đã hoàn thành xong khâu đầu tư xây dựng và mua sắm thiết bị trong quý II/2013 với tổng giá trị đầu tư hơn 50 tỷ đồng và đang chờ giấy phép sản xuất của Bộ Y tế. Đây là nhà máy được đầu tư theo tiêu chuẩn và công nghệ châu Âu, sản xuất các sản phẩm thuốc tiêm bột thuộc nhóm Penicillin. Dây chuyền máy móc chính của nhà máy này cũng được nhập toàn bộ từ Bosch (CHLB Đức).
- Với các yếu tố nền tảng sẵn có, IMP đang trong quá trình tự rà soát và điều chỉnh toàn bộ hệ thống theo các tiêu chí của tiêu chuẩn PIC/S – GMP trong năm 2014. Dự kiến trong năm 2015, toàn bộ hệ thống nhà máy sản xuất của IMP tại khu công nghiệp VSIP II (Bình Dương), bao gồm: Nhà máy

Cephalosporin và nhà máy Penicillin tiêm sẽ được nâng cấp lên tiêu chuẩn quốc tế PIC/S-GMP do các chuyên gia đầu ngành của các tổ chức uy tín trên thế giới đánh giá và chứng nhận. Nếu quá trình này diễn ra suông sẻ, IMP sẽ là doanh nghiệp dược niêm yết đầu tiên tại Việt Nam đạt được tiêu chuẩn quốc tế PIC/S-GMP về sản xuất thuốc.

### Sản lượng khai thác tiềm năng còn khá lớn

Nhà máy	Sản lượng	Công suất
Cephalosporin	10 triệu lọ	30%
Penicillin	10 triệu lọ	n/a
Non-betalactam	1.5 tỷ đvsp	50%

### Dự phóng sản lượng sản xuất



Công nghệ phân tích tại Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại vẫn chưa có khả năng bóc tách nguồn gốc xuất xứ của một hỗn hợp nguyên liệu cùng loại. Cụ thể: Nếu doanh nghiệp dược pha trộn nguyên liệu chất lượng cao và nguyên liệu chất lượng thấp với nhau, thì sau khi tạo ra sản phẩm cuối cùng, việc bóc tách nguồn gốc của thành phần nguyên liệu trong thuốc là không thể thực hiện. Việc trộn lẫn nguyên liệu này chỉ có thể nhận biết thông qua hiệu quả điều trị khi bệnh nhân sử dụng thuốc, thông thường, nếu sử dụng các loại thuốc này, hiệu quả điều trị sẽ khá thấp, thời gian điều trị kéo dài gây tốn kém và ảnh hưởng tiêu cực đến sức khỏe bệnh nhân.

Do đó, việc pha trộn nguyên liệu xảy ra khá phổ biến, đặc biệt trên các dòng thuốc phổ thông như giảm đau, hạ sốt, thuốc ho, kháng sinh... dạng uống do rất khó nhận biết. Các thuốc dạng tiêm thường ít gặp trường hợp này do tính rủi ro khá lớn mà doanh nghiệp dược phẩm phải đối mặt.

**Về năng lực sản xuất:** Công suất hiện tại của hai nhà máy Cephalosporin và Penicillin đủ đáp ứng nhu cầu sản xuất của IMP trong 10 năm sắp tới, tăng trưởng sản lượng ở hai nhà máy này đạt khoảng 5%/năm. Tăng trưởng sản lượng của nhà máy Non-Betalactam kỳ vọng đạt bình quân 5.94%. Tăng trưởng sản lượng chung của IMP trong giai đoạn 2014 – 2023 bình quân đạt 5.9%/năm và chạm ngưỡng công suất thiết kế 1.5 tỷ đơn vị sản phẩm vào năm 2017. Tuy nhiên, do đặc thù công nghệ trong quá trình sản xuất dược phẩm, sản lượng của IMP có thể đạt ngưỡng tối đa đến 2 tỷ đvsp mà không cần đầu tư xây dựng nhà máy mới. Tuy nhiên, khi sản lượng chạm ngưỡng 2 tỷ đvsp vào năm 2022, nhu cầu đầu tư xây dựng mở rộng nhà máy là rất cần thiết để tiếp tục gia tăng sản lượng sản xuất. Do đó, tôi giả định trong suốt giai đoạn 2014 – 2023, IMP sẽ không có khoản đầu tư nào lớn về tài sản cố định mà chỉ tập trung khai thác công suất còn rất lớn. Vào cuối giai đoạn này, để tiếp tục duy trì tăng trưởng, tôi giả định IMP sẽ tái đầu tư một dự án nhà máy Non-Betalactam mới với tổng giá trị khoảng 150 tỷ đồng.

**Về chiến lược, triết lý kinh doanh:** Theo nguyên tắc, khi sản xuất một loại thuốc bất kỳ, các doanh nghiệp dược phẩm lớn thường hạn chế đến mức tối đa việc pha trộn nhiều nguồn nguyên liệu khác nhau (ví dụ: pha trộn nguyên liệu có xuất xứ từ Châu Âu và nguyên liệu xuất xứ từ Trung Quốc, Ấn Độ), nếu có thì việc pha trộn phải được thử nghiệm hết sức cẩn trọng và kiểm nghiệm trong một thời gian dài để đảm bảo tính ổn định của hoạt chất chính. Tuy nhiên, trên thực tế, một số doanh nghiệp dược phẩm vì mục tiêu lợi nhuận nên đã tiến hành pha trộn các nguyên liệu theo tỷ lệ có lợi nhất về mặt giá thành theo từng phân khúc khách hàng và xem nhẹ khâu kiểm nghiệm chất lượng – tính ổn định của hoạt chất chính. Trên cơ sở này, xác định chất lượng sản phẩm là chiến lược cốt lõi của doanh nghiệp, các dược phẩm của IMP được sản xuất với chất lượng đồng nhất, nguồn gốc xuất xứ nguyên liệu sử dụng được công khai minh bạch trên hồ sơ đăng ký, bao bì sản phẩm... để đảm bảo triết lý nền tảng: **“Thuốc của IMP chỉ 1 chất lượng, và là chất lượng tốt nhất có thể”**.

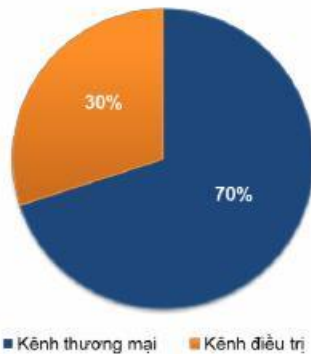
Tôi đánh giá đây là chiến lược mang tính dài hạn và bền vững, phù hợp với đạo đức kinh doanh ngành dược cả ở Việt Nam và thế giới. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chiến lược này sẽ gây trở ngại đáng kể cho kế hoạch gia tăng doanh thu, mở rộng thị phần của IMP do kiến thức tiêu dùng thuốc của đại bộ phận người dân Việt Nam vẫn ở mức thấp, chủng loại, chất lượng và hiệu quả sử dụng thuốc vẫn hoàn



toàn phụ thuộc vào y đức trách nhiệm và trình độ chuyên môn của bác sĩ và các nhà thuốc.

### Kênh bán hàng, mạng lưới phân phối và chiến lược bán hàng

Doanh thu theo kênh bán hàng giai đoạn 2014-2023



**Kênh bán hàng:** tỷ trọng doanh thu từ kênh điều trị (ETC) và kênh thương mại (OTC) đã và đang được IMP điều chỉnh từ mức 60% (ETC) - 40% (OTC) trước đây sang mức 30% (ETC) – 70% (OTC) trong các năm sắp tới nhằm thích nghi với cơ chế quản lý hiện tại và giảm thiểu rủi ro chính sách từ phía cơ quan quản lý (Bộ Y tế và Cục quản lý dược). Mặc dù kênh ETC dự kiến sẽ suy giảm cả về tỷ trọng lẫn giá trị nhưng đây vẫn là kênh ưu tiên hàng đầu của IMP trong việc đạt được sự công nhận của giới chuyên môn, các bác sĩ...đổi với chất lượng và hiệu quả điều trị của các dược phẩm do IMP sản xuất, làm nền tảng cơ sở vững chắc để thuyết phục và chiếm được lòng tin của người tiêu dùng trong kênh OTC.

Tôi cho rằng quá trình chuyển đổi này sẽ gặp không ít khó khăn, do sản phẩm của IMP dù có chất lượng cao hơn các sản phẩm cùng loại khác của các doanh nghiệp trong nước nhưng giá bán cao tương ứng tiếp tục là một trở ngại lớn khi giá thuốc vẫn đang là ưu tiên hàng đầu của người tiêu dùng. Mạng lưới hệ thống bán hàng cũng không phải là thế mạnh của IMP do mức độ bao phủ còn khá mỏng. Vì vậy, hiệu quả của kế hoạch thay đổi tỷ trọng kênh bán hàng nêu trên cần được kiểm chứng thêm thông qua doanh thu từ kênh OTC trong thời gian sắp tới. Bên cạnh đó, tôi vẫn đánh giá cao triển vọng của kênh ETC khi các chính sách được bổ sung sửa đổi theo hướng có lợi cho IMP bắt đầu từ năm 2015, cụ thể là thông tư 01, Luật đấu thầu sửa đổi và chiến lược khuyến khích ưu tiên sử dụng dược phẩm nội địa của chính phủ. Cũng từ năm 2015, khi IMP nhiều khả năng sẽ chính thức nâng tiêu chuẩn kỹ thuật lên PIC/S-GMP (tiêu chuẩn sản xuất được nhiều quốc gia như Mỹ, các nước châu Âu... công nhận), mức độ cạnh tranh khi đấu thầu vào kênh ETC sẽ giảm đáng kể, triển vọng từ kênh xuất khẩu nhờ đó cũng được mở rộng.

Mạng lưới hệ thống phân phối



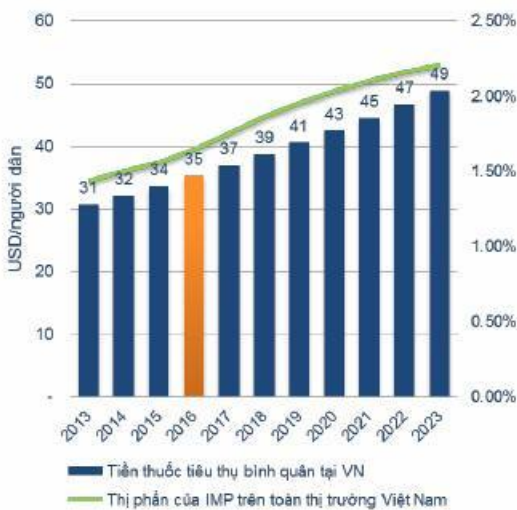
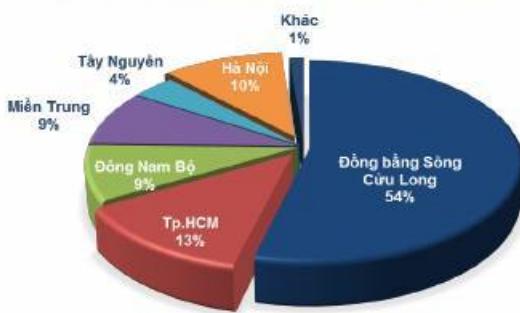
**Về mạng lưới bán hàng:** Tại thời điểm cuối năm 2013, IMP đã bao phủ hơn 10.000 khách hàng trên cả nước là các bệnh viện, nhà thuốc, đại lý với hệ thống 20 chi nhánh. Để thích nghi với chiến lược gia tăng tỷ trọng kênh thương mại nêu trên, IMP hiện đang duy trì song song hai hệ thống chính bao gồm:

- **Hệ thống 23 chi nhánh tại các tỉnh:** trực tiếp phân phối sỉ/lẻ các dược phẩm của IMP đến hệ thống các nhà thuốc, đại lý và người tiêu dùng. Đây là kênh chủ lực mà IMP đang đầu tư xây dựng mạnh trong giai đoạn hiện nay, chủ yếu về nâng cấp cơ sở hạ tầng của các chi nhánh cũ, đầu tư mua đất và xây dựng các chi nhánh mới, xây dựng đội ngũ hơn 300 trình dược viên được đào tạo và huấn luyện bài bản về các kỹ năng bán hàng, kiến thức chuyên môn về sản

phẩm... Bình quân 1 trình dược viên IMP hiện nay đang phục vụ hơn 300.000 dân Việt Nam, tỷ lệ này khá mỏng nếu so sánh với các đối thủ cạnh tranh khác. Theo kế hoạch, IMP dự kiến sẽ đầu tư xây dựng mỗi năm 1-2 chi nhánh, đồng thời tăng số lượng trình dược viên đã qua đào tạo mỗi năm 10% nhằm đáp ứng yêu cầu phổ biến các dược phẩm mang thương hiệu Imexpharm ra khắp cả nước.

- **Hệ thống các nhà phân phối độc quyền** của Imexpharm tại các địa phương đáp ứng được các yêu cầu về uy tín, mạng lưới phân phối có sẵn, năng lực của trình dược viên, năng lực tài chính... bao gồm các công ty dược tại các tỉnh thành. Đây vốn dĩ là hệ thống phân phối khá quan trọng của IMP, tuy nhiên, sau khi chuyển mục tiêu trọng tâm sang kênh OTC, hệ thống này trong thời gian sắp tới chỉ đóng vai trò hỗ trợ cho các chi nhánh của IMP.

**Tỷ trọng doanh thu theo vùng miền**



Theo ước tính của tôi, tốc độ tăng dân số Việt Nam khoảng 2%/năm, tăng trưởng của tổng tiền sử dụng thuốc tại Việt Nam khoảng 7%/năm → Thị phần của IMP (tính theo tổng tiền thuốc sử dụng tại Việt Nam) ước đạt khoảng 2,21% vào năm 2023, so với mức dự kiến 1,44% vào năm 2013 nhờ tốc độ tăng trưởng doanh thu của IMP bình quân trọng cả giai đoạn 2014 – 2023 đạt 11,6%. Đây là mức ước tính khá thấp nếu so sánh với kỳ vọng 4% - 5% thị phần do chính IMP đặt ra vào năm 2020.

**Thị trường chủ lực** của IMP đang là khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long (54% doanh thu). Nếu loại trừ thị trường chiến lược này, dư địa phát triển kênh thương mại tại các thị trường khác đang còn rất lớn, đặc biệt là tại Tp.HCM và Hà Nội nơi tập trung hầu hết các bệnh viện hàng đầu của Việt Nam với lượng khách hàng tiềm năng khổng lồ. Phương án thu tóm các doanh nghiệp dược địa phương nhằm tận dụng mạng lưới phân phối và các mối quan hệ có sẵn đã được ban lãnh đạo của IMP tính đến, tuy nhiên, hiệu quả của phương án này không được đánh giá cao nếu so sánh với phương án đầu tư xây dựng chi nhánh với tính đồng bộ cao. Do đó, chiến lược đầu tư mới mạng lưới vẫn là mũi nhọn chủ lực trong các năm tiếp theo.

**Về chiến lược bán hàng:** Xác định kênh OTC là trọng tâm chính trong giai đoạn sắp tới, các chương trình giới thiệu sản phẩm, hội thảo chuyên ngành của IMP không còn bó hẹp trong phạm vi đối tượng là giới chuyên môn mà đang mở rộng ra các nhóm các đối tượng là các nhà thuốc và các phòng mạch với chủ đề xuyên suốt “Imexpharm dẫn đầu chất lượng thuốc generic”. IMP là doanh nghiệp đi sau các đơn vị khác trong việc phát triển mạng lưới bán hàng qua kênh thương mại, do đó, để tạo ra sự khác biệt nhằm thâm nhập vào phân khúc thị trường này, trọng tâm chiến lược bán hàng của IMP sẽ nhấn mạnh tầm quan trọng của chất lượng thuốc đối với sức khỏe, hiệu quả điều trị và các tác động đến sức khỏe. Xác định rõ trình độ tiêu dùng thuốc của đại bộ phận người dân Việt Nam vẫn đang ở mức thấp, mức độ nhận biết về thương hiệu – công dụng của thuốc chưa cao và thường sử dụng theo hướng dẫn của bác sĩ, **đối tượng bán hàng mà IMP chủ yếu nhắm tới là các bác sĩ - dược sĩ nhà thuốc - bác sĩ phòng mạch**, những người có mức độ am hiểu cao về dược phẩm và trực tiếp kê đơn thuốc, tư vấn sử dụng thuốc cho bệnh nhân. Ngoài ra, lãnh đạo của IMP cho biết doanh nghiệp cũng đang xây dựng lại quy chế tiền lương, chính sách

khuyến khích bán hàng hợp lý hơn cho đội ngũ trình dược viên nhằm tạo động lực để gia tăng doanh số.

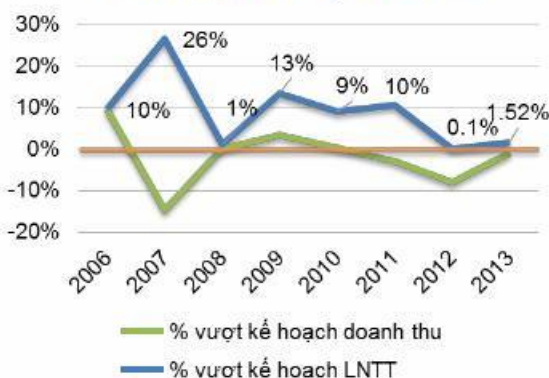
Tôi đánh giá chiến lược xây dựng thương hiệu và bán hàng này về trung và dài hạn khá phù hợp với xu hướng phát triển chung của ngành dược Việt Nam nói riêng và ngành dược thế giới nói chung. Chất lượng thuốc được các bác sĩ công nhận và tin tưởng kê toa là một cách làm marketing hiệu quả và có mức độ lan tỏa mạnh nhất. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, việc thay đổi thói quen, nhận thức về sử dụng thuốc của người dân, sự tin tưởng của bác sĩ kê đơn và các dược sĩ nhà thuốc là một thách thức khá lớn, đòi hỏi các chương trình marketing được đầu tư với kinh phí lớn và thực hiện một cách bài bản, do đó, kinh phí cho quảng cáo, marketing, khuyến mại... sẽ chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu chi phí của IMP từ năm 2014 trở về sau, trong bối cảnh chi phí quảng cáo vẫn bị giới hạn ở ngưỡng 15% tổng chi phí. Vì vậy, cân đối giữa mục đích quảng bá thương hiệu và quản lý chi phí trong định mức đang và sẽ là vấn đề lớn mà ban lãnh đạo IMP đang phải đối mặt.

### Chất lượng quản trị tốt - nguồn nhân lực chất lượng cao

**Chất lượng quản trị:** IMP đang duy trì chiến lược quản trị theo chiều dọc, chỉ bổ nhiệm các nhân sự quản lý chủ chốt được bồi dưỡng, thử thách qua các vị trí từ thấp lên cao nhằm thấu hiểu và thấm nhuần triết lý kinh doanh của doanh nghiệp, đồng thời hạn chế được tác động tiêu cực từ biến động nhân sự cấp cao. IMP cũng là một trong các doanh nghiệp dược phẩm đầu tiên áp dụng hình thức quản lý thẻ điểm cân bằng (Balance Score Card - BSC) thông qua hợp tác với tổ chức đào tạo Top-pion để khai thác tối ưu hóa hệ thống SAP-ERP mà IMP đã đầu tư (đây cũng là đơn vị đào tạo BSC cho Pymepharco do tập đoàn dược phẩm hàng đầu của Đức là Stada hậu thuẫn) nhằm chuẩn hóa quy trình quản lý, đánh giá hiệu quả công việc khách quan và đáp ứng các yêu cầu ngày càng cao của các đối tác nhượng quyền. **Nhờ đó, hoạt động quản trị kinh doanh, sản xuất của IMP luôn được vận hành trôi chảy và nhất quán dù trong thời gian vừa qua có sự biến động lớn ở một số vị trí lãnh đạo chủ chốt.**

**Nguồn nhân lực chất lượng cao:** Trình độ chuyên môn cao của đội ngũ công nhân trực tiếp vận hành các dây chuyền sản xuất cũng như các quy trình khác trong chuỗi hoạt động là một trong các yêu cầu bắt buộc của các đối tác ngoại nhượng quyền cho IMP. Việc IMP liên tục trong nhiều năm vẫn là đơn vị được lựa chọn để sản xuất nhượng quyền cho các hãng dược lớn với các tiêu chuẩn, yêu cầu kỹ thuật và trình độ liên tục được cập nhật hàng năm cho thấy doanh nghiệp đang sở hữu một đội ngũ người lao động rất chất lượng, thích nghi nhanh với các yêu cầu về chuyên môn ngày càng cao hơn. Đây

**Khả năng lập kế hoạch và mức độ hoàn thành kế hoạch của IMP**



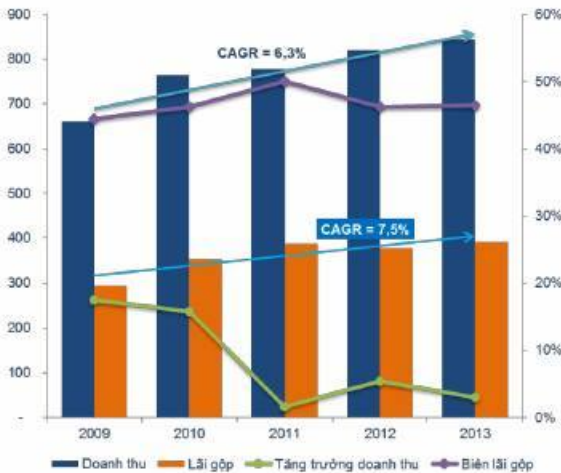
là tài sản vô hình rất quan trọng và đòi hỏi doanh nghiệp phải đầu tư xây dựng trong suốt một thời gian dài.

### Chính sách quản lý đang ngày càng thuận lợi

**Luật số 43/2013/QH13 của Quốc hội: Luật đấu thầu** đã được quốc hội khóa XIII thông qua ngày 26/11/2013, có hiệu lực thi hành từ ngày 1/7/2014. Kể từ ngày luật mới này có hiệu lực, luật đấu thầu năm 2005 sẽ hết hiệu lực thi hành (*nguồn:baodientu.chinhphu.vn*). **Trong đó, mục 3 Chương V của luật này được dành riêng cho đấu thầu thuốc và vật tư y tế** nhằm tránh đánh đồng mặt hàng đặc thù được phẩm với các sản phẩm tiêu dùng khác. Đặc biệt, điều 50 mục 3 chương V của luật này quy định rõ **“Đối với thuốc trong nước được Bộ Y tế công bố đáp ứng yêu cầu về điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp thì trong hồ sơ mời thầu, hồ sơ yêu cầu phải quy định nhà thầu không được chào thuốc nhập khẩu”** nhằm giảm thiểu ảnh hưởng tiêu cực từ thuốc giá rẻ của Trung Quốc và Ấn Độ trong đấu thầu. Các thông tư và nghị định hướng dẫn thực hiện Luật đấu thầu mới này đang được xây dựng và rất nhiều khả năng sẽ góp phần khai thông kênh ETC của IMP.

Ngoài ra, **Thông tư liên tịch 01/2012/TTLT-BYT-BTC, rào cản lớn nhất của IMP**, đã và đang gây nhiều khó khăn cho doanh nghiệp khi chưa chú trọng đến chất lượng thuốc (vốn là sản phẩm tiêu dùng đặc thù) mà chỉ ưu tiên về giá cả. Do đó, trước áp lực từ dư luận, thị trường, các công ty dược phẩm trong nước, liên Bộ Y tế -Tài chính đã ban hành Thông tư liên tịch số 36/2013/TTLT-BYT-BTC ngày 11/11/2013 sửa đổi, bổ sung một số điều của Thông tư liên tịch số 01/2012/TTLT-BYT-BTC ngày 19/01/2012 hướng dẫn đấu thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế và Thông tư số 37/2013/TT-BYT ngày 11/11/2013 của Bộ Y tế hướng dẫn lập Hồ sơ mời thầu mua thuốc trong các cơ sở y tế thay thế cho Thông tư số 11/2012/TT-BYT ngày 28/6/2012. Theo quan điểm của tôi, dù chưa giải quyết triệt để vấn đề về chất lượng thuốc nhưng Bộ Y tế và Bộ Tài chính đã có các bước đi theo hướng tích cực hơn thông qua bổ sung nhiều điểm cộng cho các thuốc có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng và có chất lượng cao từ các quốc gia phát triển. Tôi cho rằng đây là những tín hiệu tích cực đầu tiên cho thấy yếu tố chất lượng thuốc bắt đầu được quan tâm một cách nghiêm túc, định hướng mà IMP đã và đang theo đuổi về lâu dài sẽ là hướng đi chủ đạo của ngành dược Việt Nam.

**Luật thuế TNDN sửa đổi, có hiệu lực từ 1/1/2014, cũng nâng mức giới hạn chi phí quảng cáo của doanh nghiệp từ 10% lên 15%**, từ đó tạo điều kiện giúp các doanh nghiệp dược phẩm trong nước có thể cạnh tranh công bằng và duy trì ổn định tỷ trọng kênh điều trị trong cơ cấu doanh thu, đặc biệt là các doanh nghiệp thuộc phân khúc thuốc chất lượng cao như Imexpharm, Stada...

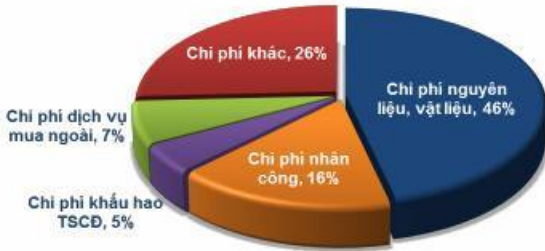
**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÒNG GIAI ĐOẠN 2014 – 2023**
**Doanh thu và lãi gộp giai đoạn 2009 – 2013**

**Dự phóng doanh thu và lãi gộp giai đoạn 2014 – 2023**

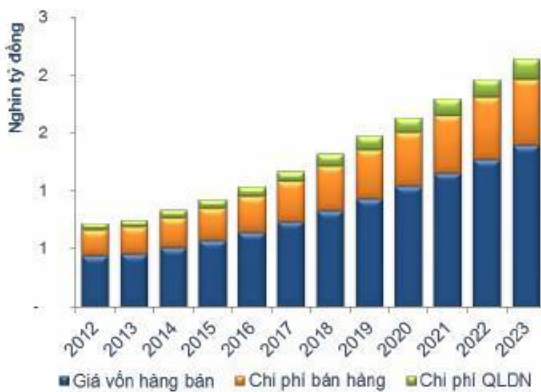
**Doanh thu và lợi nhuận gộp**

Trong giai đoạn 2009 – 2013, doanh thu thuần của IMP đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 6.3%/năm, khá thấp so với mức bình quân chung 15% của ngành do giai đoạn này IMP chủ yếu tập trung vào kênh điều trị tại bệnh viện (ETC). Tăng trưởng lợi nhuận gộp trong suốt giai đoạn này cũng đạt mức khá khiêm tốn 7.5%/năm.

Dự phóng cho giai đoạn 2014 – 2023, tôi đưa ra các giả định sau:

- Theo dự báo của BMI, tăng trưởng doanh thu của ngành dược giai đoạn 2012 – 2013 khoảng 18.2%, sau đó giảm dần về mức 14,7% vào năm 2017 và tiếp tục giảm nhẹ trong các năm kế tiếp, nhưng vẫn duy trì mức tăng trưởng “hai con số” cho đến năm 2022. Là một doanh nghiệp có chiến lược phát triển khác biệt và mới hoàn thành xong giai đoạn đầu tư “dài hơi”, IMP được kỳ vọng sẽ là một trong số ít các doanh nghiệp tăng trưởng ngược với xu hướng chung của ngành trong giai đoạn 2014 – 2017 nhờ ưu thế về chất lượng và hiệu quả điều trị của dược phẩm ngày càng được đánh giá cao. Tăng trưởng đỉnh điểm của IMP sẽ rơi vào năm 2017 (14.2%), sau đó giảm dần đều về mức tăng trưởng dài hạn 5% với giả định dòng thuốc kháng sinh vẫn giữ vai trò chủ lực của IMP.
- Nhóm dược phẩm tự sản xuất** đang chiếm hơn 84% tổng doanh thu và đóng góp gần 92% lợi nhuận gộp của IMP, vì vậy, biến động nhóm sản phẩm này ảnh hưởng tuyệt đối đến kết quả hoạt động kinh doanh chung của IMP. Tôi ước tính nhóm sản phẩm này sẽ tăng trưởng khoảng 10% trong năm 2014, tiếp tục tăng dần đến mức 14.7% vào năm 2017 (trong đó nhóm thuốc kháng sinh giữ vai trò chủ lực, tăng dần lên mức 70% doanh thu, nhóm đặc trị có xu hướng giảm dần tỷ trọng về mức 10%, nhóm cảm sốt/sinh tố giảm về mức 4-5% doanh thu), sau đó giảm đều về mức 9.2% vào năm 2023.
- Nhóm dược phẩm sản xuất nhượng quyền và nhóm hàng xuất khẩu** dự kiến tăng trưởng lần lượt 7% và 26%/năm do tiềm năng phát triển của hai nhóm này vẫn còn khá lớn. Đặc biệt, nhóm dược phẩm xuất khẩu là lĩnh vực có rất nhiều tiềm năng phát triển khi IMP được nâng lên chuẩn quốc tế PIC/S – GMP. Trên cơ sở này, tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu chung của IMP trong giai đoạn này dự kiến sẽ ở mức bình quân 12%/năm.
- Biên lãi gộp của nhóm hàng tự sản xuất năm 2014 ước đạt 50% so với mức bình quân 53% của giai đoạn 2009 – 2013. Tuy nhiên, tôi tự báo biên lãi gộp của nhóm sản phẩm này sẽ giảm dần về mức 48% vào năm 2023, phù hợp với mức lãi gộp giảm

**DỰ PHÓNG CƠ CẤU CHI PHÍ THEO YẾU TỐ**

**CƠ CẤU CHI PHÍ 2014-2023**

**Dự phóng giá vốn hàng bán và các chi phí giai đoạn 2014 – 2023**


dẫn của dòng thuốc kháng sinh và dòng giảm đau do tính cạnh tranh ngày càng cao. Biên lãi gộp của dòng sản xuất nhượng quyền và hàng xuất khẩu được giữ ổn định lần lượt ở mức 23% và 49% trong suốt giai đoạn 2014 – 2023.

Doanh thu tài chính chủ yếu đến từ tiền gửi ngắn hạn tại ngân hàng được duy trì ổn định ở mức bình quân 1.53% doanh thu thuần qua các năm. Vì IMP không có chiến lược đầu tư ngoài ngành nên tôi giữ nguyên tỷ lệ này cho giai đoạn 2014 – 2023.

**Giá vốn hàng bán và cơ cấu chi phí**

**Giá vốn hàng bán** trong giai đoạn 2009 – 2013 chiếm bình quân 61% tổng chi phí của IMP. **Chi phí bán hàng và chi phí QLDN** trong giai đoạn này lần lượt chiếm 32.1% và 6.8%. Nếu phân loại theo từng yếu tố, chi phí nguyên vật liệu (bình quân trên 46% tổng chi phí), chi phí nhân công (16%) và chi phí khác (26%, bao gồm: tổ chức hội nghị khách hàng, các chiến dịch quảng bá sản phẩm...) là 3 nhân tố chính chiếm hơn 88% tổng chi phí hàng năm của IMP. Do đó, để dự phóng các khoản mục chi phí trong giai đoạn 2014 – 2023, tôi đưa ra một số giả định trọng yếu sau:

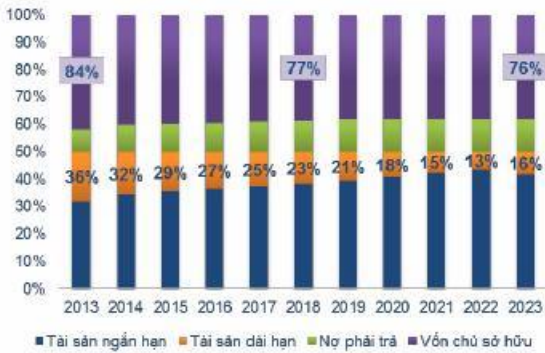
- *Giá vốn hàng bán được neo theo biên lợi nhuận gộp và doanh thu của từng dòng sản phẩm. Đối với các dược phẩm tự sản xuất (bao gồm cả dòng sản phẩm xuất khẩu), biên lãi gộp dự kiến xoay quanh mức 50% và sẽ giảm dần về mức ổn định 48% như đã được trình bày ở phần trên.*
- *Giá vốn hàng bán của hoạt động sản xuất nhượng quyền được neo theo biên lãi gộp (được duy trì ổn định ở mức 23%), giá vốn hàng bán của mảng hàng nhập khẩu và dịch vụ khác được neo theo biên lãi gộp ổn định lần lượt ở mức 5% và 3%.*
- *Chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong giai đoạn 2009 – 2013 lần lượt chiếm khoảng 27.3% và 6.9% doanh thu thuần. Trong giai đoạn 2014 – 2023, tôi giả định chi phí QLDN sẽ được duy trì ổn định ở bình quân như trên và chi phí bán hàng có xu hướng giảm nhẹ qua các năm, hướng đến tỷ lệ 22.8% doanh thu thuần vào năm 2023. Tổng mức chi phí QLDN và chi phí bán hàng của IMP trong suốt giai đoạn này (bình quân khoảng 32%) cao hơn mức bình quân 24% của các doanh nghiệp generic hàng đầu thế giới, nhưng phù hợp với quá trình đầu tư mở rộng mạng lưới bán hàng và xây dựng thương hiệu của một doanh nghiệp chỉ mới có lịch sử hoạt động hơn 22 năm như IMP.*
- *Chi phí tài chính không đáng kể do IMP không vay nợ ngân hàng mà chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có. Chi phí này dự kiến sẽ duy trì ở mức ổn định 1% doanh thu thuần, chủ yếu phát sinh từ các khoản chiết khấu thanh toán của IMP.*

**CƠ CẤU TÀI SẢN - NGUỒN VỐN  
GIAI ĐOẠN 2014 - 2023**

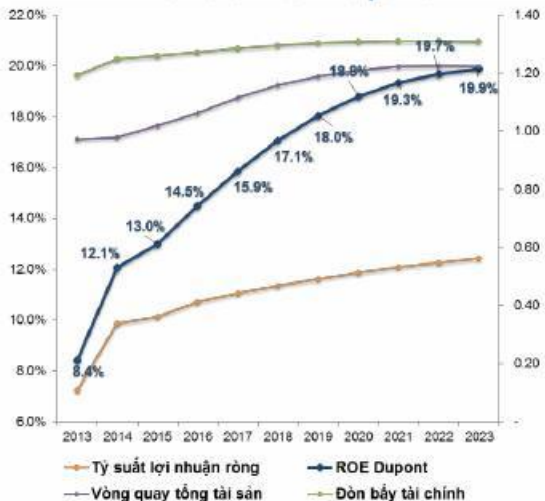

- Mức thuế TNDN áp dụng từ năm 2014 là 22%, năm 2015: 22% và ổn định ở mức 20% từ năm 2016. Giới hạn định mức chi phí quảng cáo được điều chỉnh tăng lên 15% tổng chi phí nên khả năng điều chỉnh tăng thu nhập chịu thuế như trong năm 2013 là khá thấp.

**Cơ cấu tài sản và nguồn vốn**

**Tổng tài sản** của IMP tính đến hết 31/12/2013 là 867 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn chiếm 64,1%. Dự kiến trong giai đoạn 2014 – 2023, tổng tài sản của IMP tăng bình quân hơn 9%/năm, trong đó tài sản ngắn hạn tăng 11%/năm. Tổng tài sản của IMP năm 2023 ước đạt 2,057 tỷ đồng, tăng 137% so với năm 2013. Đáng chú ý, tỷ trọng tài sản dài hạn của IMP có xu hướng giảm dần qua các năm, từ mức 36% năm 2013 xuống mức 13% năm 2022 do trong giai đoạn này IMP không có khoản đầu tư tài sản cố định nào lớn, giá trị tài sản cố định giảm dần qua các năm. Tuy nhiên, để duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, trong năm 2023, giả định IMP sẽ tái đầu tư gần 150 tỷ đồng vào TSCĐ và nâng tỷ trọng tài sản dài hạn lên mức 16% tổng tài sản.

**Cơ cấu Tài sản - Nguồn vốn**


**Cơ cấu nguồn vốn** của IMP đang có xu hướng thiên về Vốn chủ sở hữu với tỷ trọng ổn định ở mức 78%. IMP cũng chủ trương không vay nợ ngân hàng mà chủ yếu sử dụng nguồn vốn tự có của doanh nghiệp nhằm giảm thiểu các chi phí tài chính phát sinh và hạn chế rủi ro biến động lãi suất. Lượng tiền mặt khá lớn tích lũy qua mỗi năm giúp IMP hoàn toàn chủ động trong các kế hoạch nâng cấp nhà máy và đầu tư mở rộng hệ thống các chi nhánh.

**Phân tích ROE Dupont**


**Phân tích ROE theo Dupont:** Đòn bẩy tài chính dự báo sẽ ổn định trong suốt giai đoạn 2014 – 2023 do IMP kiên trì theo đuổi chính sách không vay nợ, toàn bộ các kế hoạch đầu tư đều sử dụng nguồn vốn tự có hoặc thông qua phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu – cổ đông chiến lược. Nhờ tỷ suất lợi nhuận ròng của IMP dự báo sẽ tăng dần lên mức 12.4% vào năm 2023 vì doanh nghiệp bắt đầu bước vào giai đoạn tăng trưởng và vòng quay tổng tài sản được dự báo sẽ cải thiện đáng kể (+2%/năm) nhờ cải thiện vòng quay hàng tồn kho, khoản phải thu, khoản phải trả... nên ROE của IMP trong suốt giai đoạn 2014 – 2023 dự báo sẽ tăng đều hàng năm (+9%/năm) và đạt mức đỉnh 20% vào năm 2023, sau đó giảm dần về mức ứng với tốc độ tăng trưởng ổn định dài hạn 5%.

## PHỤ LỤC: THUỐC GENERIC CHẤT LƯỢNG CAO VÀ TÁC ĐỘNG ĐẾN SỨC KHỎE

### Thế nào là thuốc chất lượng cao? Thuốc chất lượng thấp tác động thế nào đến sức khỏe?

#### Chất lượng thuốc và ảnh hưởng đến sức khỏe người tiêu dùng

*Để có thể sản xuất được thuốc giá rẻ, nhiều doanh nghiệp dược phẩm chấp nhận sử dụng các nguồn nguyên liệu chất lượng thấp với giá thành rẻ nhằm cạnh tranh chủ yếu về giá và hoạt động marketing, cho dù hiệu quả điều trị của các thuốc này là không cao. Người bệnh sử dụng các loại thuốc này phải kéo dài thời gian điều trị và ảnh hưởng tiêu cực đến sức khỏe, đặc biệt là trường hợp uống kháng sinh trong một thời gian dài sẽ gây ra hiện tượng kháng kháng sinh (lòn thuốc).*

Đặc thù ngành dược Việt Nam chỉ mới sản xuất được các thuốc Generic (các thuốc phát minh đã hết hạn bảo hộ bản quyền). Các thuốc này có chi phí và giá thành sản xuất thấp hơn so với thuốc phát minh (patent drug) nhiều lần do không tốn chi phí nghiên cứu ban đầu và khá phù hợp với mặt bằng thu nhập tại Việt Nam. Tuy nhiên, **chất lượng các thuốc generic này không hoàn toàn giống nhau** mà phụ thuộc vào trình độ công nghệ và định hướng kinh doanh của từng doanh nghiệp dược phẩm, từ đó ảnh hưởng rất lớn đến tính hiệu quả của thuốc và sức khỏe của người sử dụng thuốc. Cụ thể:

- **Về hoạt chất chính trong thuốc** (active ingredients – thành phần chính có công dụng chữa bệnh): Nguyên liệu càng tinh khiết thì hiệu quả càng cao. Đối với một số kháng sinh, các nhà sản xuất lớn, uy tín ở Châu Âu và Mỹ sử dụng công nghệ nuôi cấy lên men hoặc tổng hợp theo hướng tự nhiên, tạo ra các hoạt chất “sạch” thân thiện với môi trường và ít gây tác dụng phụ. Các nhà sản xuất tại Trung Quốc, Ấn Độ... lại chọn hướng sản xuất công nghiệp bằng phương pháp tổng hợp hóa học, tốn ít thời gian hơn - giá thành giảm đáng kể và đem lại lợi nhuận cao hơn nhiều lần so với phương pháp tổng hợp tự nhiên. Bên cạnh đó, các nguyên liệu được tổng hợp hóa học từ nhiều loại hóa chất đặc thù, khi chưa đạt độ tinh khiết cao thì sẽ luôn tồn tại một lượng tồn dư các hóa chất này trong nguyên liệu thành phẩm, **người bệnh khi sử dụng thuốc tổng hợp từ các nguyên liệu này sẽ gặp một số tác dụng phụ không mong muốn** (nổi mụn, tiêu chảy, chóng mặt, nhức đầu, dị ứng...). Một số các chất tồn dư độc hại có thể tích tụ một thời gian dài trong cơ thể và nhiều khả năng gây ra các bệnh nghiêm trọng như ung thư, các bệnh liên quan đến di truyền...

*Các doanh nghiệp sản xuất thuốc Generic chỉ có thể sản xuất ra loại thuốc gần giống với thuốc phát minh về hoạt chất chính. Còn **thành phần công thức tá dược phải tự đầu tư nghiên cứu** để có thể đạt tính sinh khả dụng (khả năng hấp thụ vào máu) và tương đương sinh học gần giống nhất với thuốc phát minh. Đây là nguyên nhân giải thích vì sao các thuốc sản xuất trong nước rất khó có thể đạt được hiệu quả điều trị như thuốc phát minh của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài.*

**Về tá dược** (excipients): Đây là thành phần không có tác dụng chữa bệnh, nhưng lại là nhân tố vô cùng quan trọng quyết định hiệu quả của thuốc. Các tá dược này là các chất “dẫn đường” và “điều tiết” để viên thuốc có thể đến đúng bộ phận cần điều trị và giúp **hoạt chất chính** được phóng thích và hấp thụ một cách nhanh nhất, hiệu quả nhất vào máu. **Công thức tá dược được xem là bí quyết công nghệ tuyệt mật của các tập đoàn dược phẩm và là yếu tố then chốt quyết định hiệu quả điều trị của một loại thuốc.**





**PHỤ LỤC: TỔNG QUAN NGÀNH VÀ VỊ THẾ CỦA IMP TRONG NGÀNH**
**Thông kê giá trị nhập khẩu dược phẩm theo quốc gia đến hết năm 2013**
*Đvt: USD*

Quốc gia	Thuốc thành phẩm	%
Pháp	250,863,510	14.0%
Ấn Độ	247,831,913	13.9%
Hàn Quốc	159,343,952	8.9%
Đức	147,459,877	8.3%
Thụy Sĩ	115,325,649	6.5%
Italia	97,457,255	5.5%
Anh	78,719,010	4.4%
Bỉ	71,667,394	4.0%
Mỹ	70,012,422	3.9%
Thái Lan	61,118,611	3.4%
Ireland	58,274,769	3.3%
Australia	42,067,675	2.4%
Trung Quốc	40,136,681	2.2%
Tây Ban Nha	39,442,395	2.2%
Thụy Điển	32,932,450	1.8%
Áo	32,243,756	1.8%
15 quốc gia khác	241,377,783	13.5%

**Thông kê giá trị nhập khẩu nguyên liệu sản xuất thuốc theo quốc gia đến hết năm 2013**
*Đvt: USD*

Quốc gia	Nguyên liệu	%
Trung Quốc	769,983,904	51.4%
Ấn Độ	44,729,428	18.3%
Áo	17,524,558	7.0%
Tây Ban Nha	12,352,539	5.1%
Thái Lan	10,596,380	4.3%
Đức	8,394,987	3.2%
Pháp	6,026,452	2.4%
Italia	5,689,962	2.3%
Thụy Sĩ	3,972,446	1.6%
Hàn Quốc	3,833,040	1.5%
Singapore	3,241,627	1.3%
Anh	3,022,051	1.2%
Nhật Bản	861,313	0.3%

**Tổng quan ngành dược**

- Ngành dược Việt Nam chỉ mới phát triển đến giai đoạn thứ 3: Tự sản xuất được các thuốc generic, chưa phát triển được công nghiệp hóa dược. Thuốc sản xuất trong nước chủ yếu là thuốc thông thường, năng lực sản xuất các thuốc chuyên khoa, đặc trị còn rất hạn chế.
- Theo cục quản lý dược, tính đến hết năm 2013, tại Việt Nam có khoảng 121 nhà máy sản xuất thuốc nội địa đạt tiêu chuẩn GMP (WHO, EU, PIC/S), đáp ứng được 48% nhu cầu của thị trường.
- Việc kiểm soát giá thuốc gặp nhiều khó khăn do sản xuất và cung ứng thuốc tại Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào kênh nhập khẩu (90% nguyên liệu và 50% thành phẩm).
- Giá thuốc nội và thuốc ngoại có sự chênh lệch lớn (50% đến hàng chục lần) do nhiều yếu tố chi phối (bản quyền, quảng cáo, hoa hồng...). Việt Nam cũng chưa có chính sách thuốc gốc nhằm tăng cường khả năng tiếp cận các thuốc thay thế cho thuốc biệt dược phát minh.
- Theo “*Báo cáo chung tổng quan ngành y tế năm 2012*” của Bộ Y tế, tình trạng bán thuốc không có đơn đối với thuốc được quy định phải kê đơn vẫn phổ biến (40%). Tình trạng quảng cáo, tiếp thị tràn lan thực phẩm chức năng, gây hiểu nhầm là thuốc rất phổ biến, ảnh hưởng đến quyền lợi của người tiêu dùng.
- Thuốc tân dược nhập thành phẩm tại Việt Nam hầu hết chủ yếu từ Pháp, Ấn Độ, Hàn Quốc, Đức... (top 10 chiếm đến 72%, trong đó thuốc nhập khẩu chất lượng cao từ Pháp chiếm 14% và 13.9% từ Ấn Độ với ưu thế giá rẻ).
- Gần 100% nguyên liệu tân dược đang phải nhập khẩu, trong đó 51.4% từ Trung Quốc và 18.3% từ Ấn Độ (giá rẻ),** một phần nhỏ từ Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc... Phân khúc thị trường ngành dược khá rõ rệt khi hầu hết các doanh nghiệp nội địa chủ yếu tập trung vào nhóm có thu nhập trung bình thấp (DHG, DMC, DLC, PMC, PPP, DHT...) và một số ít doanh nghiệp nhắm đến phân khúc thị trường yêu cầu chất lượng cao (Imexpharm, Stada).
- Trên thực tế, giá thuốc nhập ngoại tại Việt Nam do 2 nhà phân phối nước ngoài lớn nhất chi phối, bao gồm: Diethelm Keller Siber Hegner (Thụy Sĩ – chi phối kênh điều trị) và Zuellig Pharma (Singapore – chi phối kênh thương mại). Theo tìm hiểu của chuyên viên phân tích, hai doanh nghiệp này đang thực sự nắm giữ thị trường phân phối cả nước thông qua hợp tác với



các đơn vị phân phối nội địa (còn gọi là đơn vị nhập khẩu ủy thác) nhằm phù hợp với Quyết định 10/2007/QĐ-BTM và là lực lượng gây ảnh hưởng nhiều nhất đến giá thuốc tại Việt Nam. Hai đơn vị này có thể đáp ứng đầy đủ mọi loại yêu cầu của các tập đoàn dược phẩm nước ngoài từ khâu tiếp thị, phân phối, bao tiêu... đến tận đơn vị nhà thuốc cấp thành phố với đội ngũ trình dược viên hùng hậu. Các doanh nghiệp trong nước hỗ trợ cho hai tập đoàn này có thể kể đến Vimedimex, Phytopharma (CTCP Dược liệu Trung ương II) với doanh thu hàng năm lên đến hàng ngàn tỉ đồng nhưng tỷ suất sinh lời lại rất thấp.

### Triển vọng phát triển

- Theo IMS, mức chi tiêu cho dược phẩm toàn cầu từ nay đến năm 2016 tăng trưởng từ 3-6%/năm, tại các nước đang phát triển là 12 – 15%/năm.
- Tiềm năng phát triển ngành dược còn rất lớn với tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân 15 – 20%/năm. Chi tiêu cho thuốc trên đầu người tại Việt Nam còn thấp (năm 2012: 29USD, năm 2013: 34 USD). Dự kiến tổng tiền thuốc sử dụng bình quân tăng 6.9%/năm, tốc độ tăng dân số Việt Nam 2%/năm. Chi tiêu cho thuốc trên đầu người tăng 4.8%/năm.
- Theo dự báo của IMS Health, vào năm 2016, mức chi tiêu cho dược phẩm của một người dân tại các nước phát triển là 609USD, tại các nước đang phát triển là 91 USD và tại Việt Nam là 35.3 USD (theo dự phóng của chuyên viên phân tích).

### Vị thế của IMP trong ngành

IMP là doanh nghiệp dược phẩm đầu tiên cổ phần hóa vào năm 2001 và cũng là doanh nghiệp dược phẩm đầu tiên niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2006. IMP đồng thời là doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam đầu tiên sản xuất nhượng quyền cho một tập đoàn dược phẩm nước ngoài (Biochemie - Áo - nay thuộc Novartis Thụy Sĩ), về sau IMP mở rộng hợp tác sản xuất nhượng quyền cho các tập đoàn dược phẩm lớn khác của thế giới như Pharma Science (Canada – hợp tác liên doanh), DP Pharma – Innotech (Pháp), Robinson (Mỹ), Sanofi-Aventis Vietnam.

Khác với các doanh nghiệp nội địa ngành dược khác, IMP chọn hướng đi riêng bằng cách tập trung vào chất lượng sản phẩm với nguồn nguyên liệu chất lượng cao được nhập hầu hết từ các nước Châu Âu - Bắc Mỹ kết hợp đầu tư lớn cho dây chuyền sản xuất theo công nghệ Châu Âu (chủ yếu nhập từ Đức), chấp nhận giá bán cao hơn các đối thủ cạnh tranh do không dùng các nguyên liệu giá rẻ từ các nước như Trung Quốc, Ấn Độ, Pakistan..., từ đó đảm bảo tính sinh khả dụng cao (hiệu quả của thuốc sau khi uống) và hạn chế tối đa các tác dụng phụ lên cơ thể bệnh nhân.

**Bảng số liệu tài chính giai đoạn 2013 – 2023**

KQKD	2013	2014	2017	2019	2021	2023	CDKT	2013	2014	2017	2019	2021	2023
<b>Doanh thu thuần</b>	842	939	1,342	1,704	2,097	2,514	<b>Tài sản</b>						
- Giá vốn hàng bán	-451	-504	-725	-925	-1,147	-1,389	+ Tiền và tương đương	194	238	371	465	630	726
<b>Lợi nhuận gộp</b>	391	435	618	779	950	1,124	+ Đầu tư TC ngắn hạn	3	3	3	3	3	3
- Chi phí bán hàng	-232	-257	-347	-423	-500	-574	+ Các khoản phải thu	156	198	221	280	345	413
- Chi phí quản lí DN	-60	-65	-93	-118	-145	-174	+ Hàng tồn kho	196	211	298	380	471	571
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	100	113	178	238	305	376	+ Tài sản ngắn hạn khác	7	7	7	7	7	7
+ Lợi nhuận tài chính	(0)	5	8	10	12	14	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>556</b>	<b>657</b>	<b>899</b>	<b>1,135</b>	<b>1,456</b>	<b>1,720</b>
+ Lợi nhuận khác	(3)	-	-	-	-	-	+ TSCĐ	258	249	251	245	207	284
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	96	119	185	248	317	390	+ Khấu hao lũy kế	-185	-220	-338	-435	-545	-642
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	34	34	34	34	34	34
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	96	119	185	248	317	390	+ Tài sản dài hạn khác	18	18	18	18	18	18
- Thuế TNDN	-35	-26	-37	-50	-63	-78	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>311</b>	<b>302</b>	<b>303</b>	<b>298</b>	<b>260</b>	<b>336</b>
<b>LNST</b>	61	92	148	198	253	312	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>867</b>	<b>959</b>	<b>1,203</b>	<b>1,432</b>	<b>1,716</b>	<b>2,056</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	61	92	148	198	253	312							
<b>EPS (đ)</b>	3,653	5,536	8,881	11,862	15,159	18,699	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>
<b>EBITDA</b>	129	154	228	298	373	441	+ Phải trả ngắn hạn	116	167	243	310	382	460
<b>Khấu hao</b>	33	35	42	50	57	50	+ Vay và nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	3%	11%	14%	12%	11%	9%	+ Phải trả ngắn hạn khác	116	167	243	310	382	460
<b>Tăng trưởng LN HĐKD</b>	-21%	52%	18%	15%	12%	11%	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>141</b>	<b>192</b>	<b>268</b>	<b>334</b>	<b>406</b>	<b>484</b>
<b>Tăng trưởng EBIT</b>	-	14%	18%	15%	13%	11%	+ Vay và nợ dài hạn	24.30	24.30	24.30	24.30	24.30	24.30
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-27%	52%	18%	15%	12%	11%	+ 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>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>Tổng nợ</b>	<b>141</b>	<b>192</b>	<b>268</b>	<b>334</b>	<b>406</b>	<b>484</b>
Tỷ suất lợi nhuận gộp	46%	46%	46%	46%	45%	45%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	7%	10%	11%	12%	12%	12%	+ Thặng dư	315	315	315	315	315	315
ROE DuPont	8%	12%	16%	18%	19%	20%	+ Vốn điều lệ	167	167	167	167	167	167
ROA DuPont	7%	10%	12%	14%	15%	15%	+ LN chưa phân phối	40	68	182	293	437	615
Tỷ suất EBIT	11%	13%	14%	15%	15%	16%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST / LNNT	64%	78%	80%	80%	80%	80%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>726</b>	<b>767</b>	<b>935</b>	<b>1,098</b>	<b>1,309</b>	<b>1,572</b>
LNNT / EBIT	96%	105%	104%	104%	104%	104%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>867</b>	<b>959</b>	<b>1,203</b>	<b>1,432</b>	<b>1,716</b>	<b>2,056</b>
Vòng quay tổng tài sản	0.97x	0.98x	1.12x	1.19x	1.22x	1.22x							
Đòn bẩy tài chính	1.19x	1.25x	1.29x	1.30x	1.31x	1.31x	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>
ROIC	8%	12%	16%	18%	19%	20%	Tiền đầu năm	122	194	434	577	811	1,138
							Lợi nhuận sau thuế	96	119	185	248	317	390
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	+ Khấu hao lũy kế	33	35	42	50	57	50
Số ngày phải thu	78	77	60	60	60	60	+ Điều chỉnh	-1	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	164	153	150	150	150	150	+ Thay đổi vốn lưu động	9	-7	-35	-41	-45	-49
Số ngày phải trả	63	60	60	60	60	60	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>128</b>	<b>154</b>	<b>228</b>	<b>298</b>	<b>373</b>	<b>441</b>
Thời gian luân chuyển tiền	178	165	138	139	140	141	+ Thanh lý tài sản cố định	2	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	2.30	2.39	2.43	2.43	2.43	2.43	+ Chi mua sắm TSCĐ	-44	-26	-49	-43	-33	-147
							+ Tăng (giảm) đầu tư	5	0	0	0	0	0
<b>Chỉ số TK/Đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2017</b>	<b>2019</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	+ Các hoạt động đầu tư khác	5	0	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	4.8	3.9	3.7	3.7	3.8	3.7	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-32</b>	<b>-26</b>	<b>-49</b>	<b>-43</b>	<b>-33</b>	<b>-147</b>
CS thanh toán nhanh	3.1	2.7	2.5	2.4	2.6	2.5	+ Cổ tức đã trả	-33	-51	-82	-109	-139	-172
CS thanh toán tiền mặt	1.7	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	-	-	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	1	4	6	8	10
Nợ / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-33</b>	<b>-51</b>	<b>-82</b>	<b>-109</b>	<b>-139</b>	<b>-172</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	-	-	-	-	-	-	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>72</b>	<b>69</b>	<b>62</b>	<b>105</b>	<b>156</b>	<b>74</b>
							Tiền cuối năm	122	194	434	577	811	1,138

**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 kì 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 17 cổ phiếu IMP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu 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 <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**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 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