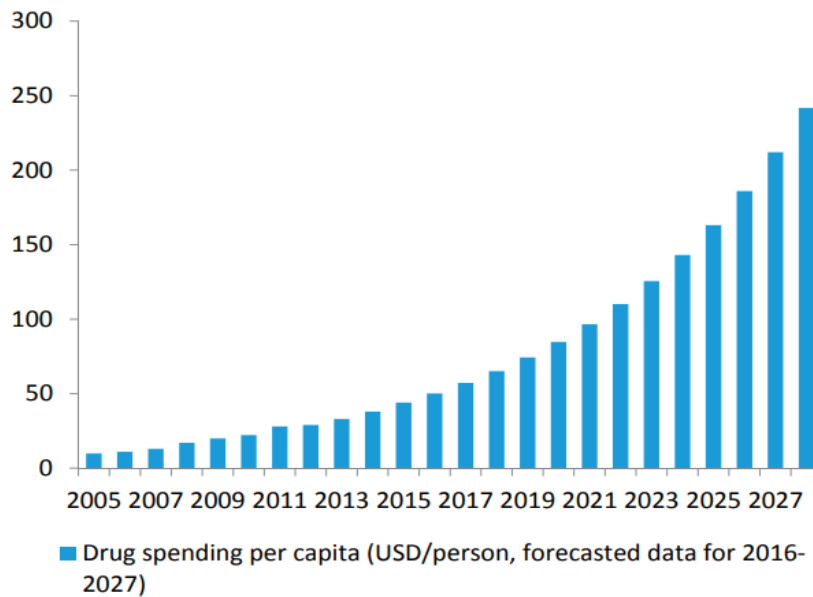


## CỔ PHIẾU NGÀNH DƯỢC 2019: CÓ PHẢI NƠI TRÁNH “BÃO” ?

### SƠ LƯỢC VỀ NGÀNH DƯỢC VIỆT NAM

**Tổng quan ngành dược Việt Nam:** Dân số Việt Nam hiện nay khoảng 95 triệu người, thu nhập bình quân đầu người hơn 2.300 USD, là một trong những nước trong khu vực có tốc độ tăng trưởng kinh tế mạnh nhất, đi cùng với đó là dân số Việt Nam già đi, thu nhập ngày càng tăng cao cùng với nhận thức ngày càng chú trọng vào các vấn đề về sức khỏe do đó mà chi tiêu cho các nhu cầu về sức khỏe cũng vì đó mà tăng theo. Năm 2005, chi tiêu cho thuốc bình quân đầu người là 9,85 USD, năm 2010 là 22,25 USD và đến năm 2015 là 37,97 USD. Mức tăng trưởng trung bình giai đoạn 2010 – 2015 là 14,6%. Duy trì mức tăng trưởng bình quân ít nhất 14% đến năm 2025, đạt mức 85 USD vào 2020 và 163 USD vào năm 2025.



Hình 1: Chi tiêu thuốc bình quân đầu người Việt Nam. (USD)

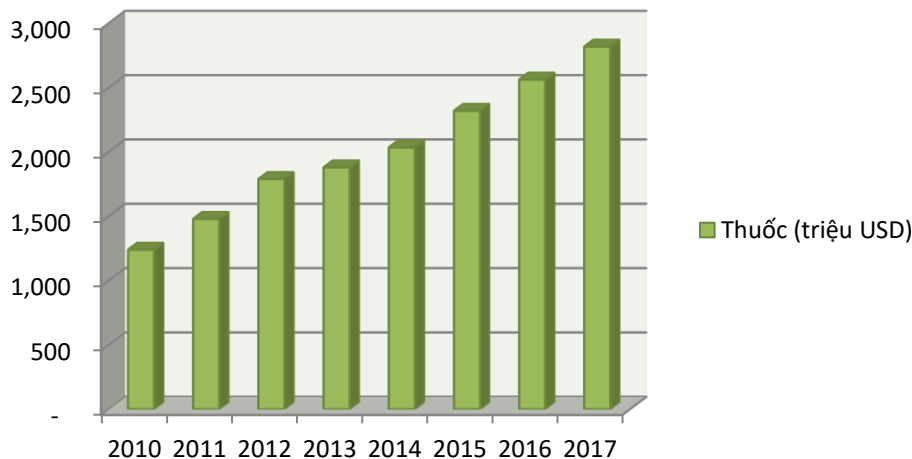
Nguồn: *International Journal of Environmental Research and Public Health; MDPI*

Thị trường Dược phẩm Việt Nam đứng thứ 13 trên thế giới về tốc độ tăng trưởng. Theo Business Monitor International (BMI), tính đến hết 2017 doanh thu thị trường dược phẩm đạt khoảng 5,2 tỷ USD (+10% so với 2016). BMI cũng đưa ra dự báo, mức chi tiêu dược phẩm bình quân đầu người vẫn tiếp tục ở mức cao, khoảng 14%/ năm. Theo IMS Health, Việt Nam được xếp vào nhóm Pharmerging Markets – là nhóm 17 nước có mức tăng trưởng ngành dược phẩm cao nhất thế giới. Trong nhóm Pharmerging Markets, dược chia làm 3 nhóm nhỏ, Việt Nam xếp vào nhóm thứ 3 gồm 12 quốc gia – với mức tăng trưởng 14%, Việt Nam chỉ xếp sau Argentina, Pakistan.

Phamergering Markets. Nguồn: IMS Health		
Nhóm 1	Nhóm 2	Nhóm 3
Trung Quốc	Brazil, Ấn Độ, Nga	Ba Lan, Argentina, Thổ Nhĩ Kỳ, Mexico, Venezuela, Romania, Saudi Arabia, Colombia, Việt Nam, Nam Phi, Algeria, Thái Lan, Indonesia, Pakistan, Nigeria, Ukraine và Ai Cập.

**9T/2018 tăng trưởng chậm lại của ngành Dược:** Điều này cho thấy ngành dược trong bối cảnh cạnh tranh cao với các **sản phẩm nhập khẩu**, doanh nghiệp dược trong nước phụ thuộc phần lớn nguyên liệu nhập khẩu - trong khi giá nguyên liệu nhập khẩu tăng cao góp phần giảm biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp, đặc biệt các doanh nghiệp sản xuất nhóm thuốc Generics như Dược Hậu Giang, Dược Bình Định, Dược Cửu Long, Domesco,... Mặt khác, hiện nay các doanh nghiệp Dược Việt Nam chưa thúc đẩy mạnh các sản phẩm mới, phân khúc chủ yếu vẫn là sản phẩm dược cho kênh OTC (thuốc không kê toa) do đó chi phí bán hàng tạo sức ép không nhỏ lên các doanh nghiệp.

**Nhập khẩu thuốc Việt Nam 2010 - 2017**



Hình 2. Nhập khẩu thuốc Việt Nam 2010 – 2017. Nguồn: Hải Quan Việt Nam, DAS tổng hợp.

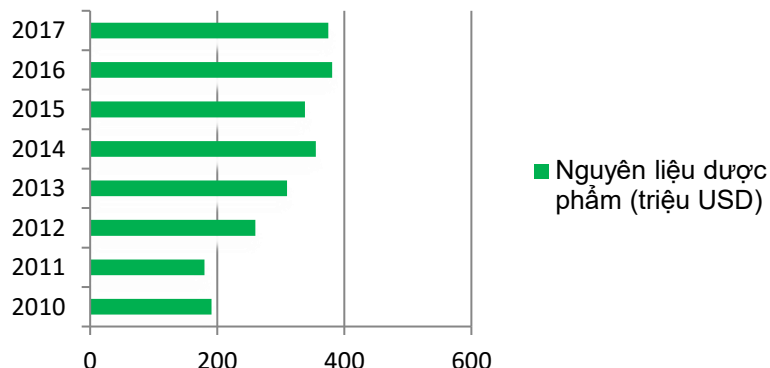
**Phân loại nhóm thuốc Tân Dược:**

- **Imexpharm, Pymepharco:** Các công ty sở hữu nhà máy chuẩn EU – GMP, lợi thế về công nghệ hiện đại, cổ đông chiến lược nước ngoài, sản xuất nhóm thuốc kháng sinh - đặc trị tham gia vào đấu thầu thuốc nhóm 1 & 2, cạnh tranh với các thuốc nhập khẩu chất lượng cao.
- **Dược Hậu Giang, Dược Bình Định, Mekorpar, Domesco:** Là các công ty sở hữu nhà máy đạt chuẩn WHO-GMP hoặc PIC-S tham gia đấu thầu thuốc nhóm 3, 4, 5 tuy nhiên tập trung vào thị trường thuốc không kê toa OTC là chủ yếu.
- **Dược Bến Tre, Dược Cửu Long, Dược Hà Tây,....:** Là các doanh nghiệp đạt chuẩn WHO – GMP do Việt Nam cấp nên khó xuất khẩu, vì vậy các doanh nghiệp này tham gia kênh OTC và ETC ở các tỉnh là chủ yếu.

**Các doanh nghiệp Đông Dược:** Trapharco, dược phẩm OPC,...

**Nguyên liệu phụ thuộc vào nhập khẩu:** Hiện nay, ngành công nghiệp hóa chất cơ bản, công nghiệp hóa dầu nước ta chưa phát triển mạnh, vì vậy khoảng 90% nguyên liệu để sản xuất thuốc đến từ nhập khẩu, các khoản chi phí nhập khẩu, biến động về tỷ giá và giá cả sẽ khó kiểm soát, ảnh hưởng đến lợi nhuận của các doanh nghiệp dược phẩm.

**Nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm 2010 - 2017**



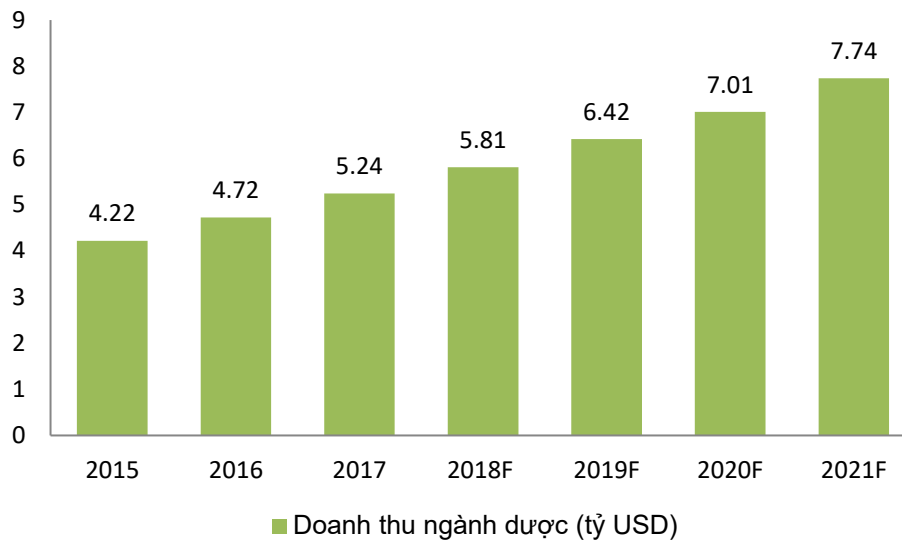
Hình 3. Nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm 2010 – 2017. Nguồn: Hải Quan Việt Nam, DAS tổng hợp

**Thị trường đầu ra cạnh tranh gay gắt:**

- Kênh ETC (đấu thầu thuốc bán cho bệnh viện):** Chiếm khoảng 70% thị trường thuốc, đây là thị trường mà các nhà sản xuất thuốc hướng đến vì nếu thành công, các doanh nghiệp sẽ tiết kiệm được các chi phí bán hàng và chi phí quản lý. Kênh phân phối ETC chủ yếu tập trung ở các thành phố lớn như Tp.Hà Nội, Tp.Hồ Chí Minh là những khu vực có nhiều bệnh viện với nhu cầu thuốc men cao. Tuy nhiên, thị phần ở kênh này chủ yếu vẫn đến từ thuốc nhập khẩu, để được đấu thầu vào kênh ETC, các doanh nghiệp dược Việt Nam phải có các nhà máy sản xuất tiêu chuẩn EU – GMP hoặc PIC-S. Chúng tôi cho rằng, trong thời gian tới các doanh nghiệp dược phẩm cần đẩy mạnh hơn việc sản xuất các sản phẩm chất lượng cao, nâng cao công tác nghiên cứu phát triển để ra nhiều sản phẩm hơn. Đây là thị trường tiềm năng và còn nhiều dư địa, giá cả các sản phẩm thuốc sản xuất trong nước có chất lượng tương đương thuốc nhập khẩu nhưng giá thấp hơn sẽ góp phần gia tăng thị phần của các doanh nghiệp nội ở kênh ETC hơn.

Thị trường ngành dược Việt Nam				
Doanh số năm 2017: 5,2 tỷ USD				
Kênh đấu thầu thuốc: 70%			Kênh thuốc không kê toa: 30%	
Phần lớn thuốc nhập khẩu	Phần còn lại là các doanh nghiệp trong nước			Hiện có 57 000 cửa hiệu thuốc phân bố khắp cả nước, trong đó có rất nhiều thuốc nhập khẩu đến từ các nước trong khu vực. Cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp trong nước và thuốc nhập khẩu với đủ loại chất lượng, và cả tình trạng thuốc giả nhái đang diễn ra.
	Nhóm 1 và 2	Nhóm 3, 4, 5	Nhóm còn lại	
	Là các doanh nghiệp sản xuất dòng thuốc kháng sinh, đặc trị: - Sở hữu dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP. - Có thể xuất khẩu thuốc sang các nước Châu Âu, nguyên liệu nhập khẩu từ các nước Nhật, Châu Âu,...	Là các doanh nghiệp sản xuất generics đạt tiêu chuẩn cao: - Dây chuyền tiêu chuẩn PIC-S (PIC-S của các nước có tiêu chuẩn thấp sẽ khó đấu thầu vào nhóm 1 & 2) và WHO - GMP. - Mục tiêu của nhóm này là nâng cấp dây chuyền để đấu thầu vào nhóm 2, 3. Tuy nhiên, doanh thu hiện nay vẫn tập trung vào OTC là chủ yếu.	Là các doanh nghiệp sản xuất các loại generics với các tiêu chuẩn thấp hơn, tiêu chuẩn nhà máy ở mức WHO - GMP do Việt Nam cấp. - Thị trường chủ yếu của nhóm này là các cơ sở y tế, cửa hiệu thuốc ở địa phương hoặc các tỉnh lân cận.	
Hai doanh nghiệp dẫn đầu nhóm này là Imexpharm, Pymepharco	Dược Bình Định, Dược Hậu Giang, Domesco, Mekorphar	Dược Cửu Long, Dược Bến Tre	Các doanh nghiệp có hệ thống phân phối và mạng lưới liên kết đến các cửa hiệu thuốc tốt hơn sẽ có phần lợi thế hơn: Dược Hậu Giang, Domesco,...	

- Kênh OTC (thuốc không kê toa – phân phối qua các hiệu thuốc):** 30% thị trường thuốc, tương đương khoảng 1,6 tỷ USD chia cho số cửa hiệu bán thuốc là 57.000, mật độ số nhà thuốc ở Việt Nam thuộc vào một trong những nước có mật độ nhà thuốc cao nhất trên thế giới, tuy nhiên tỷ trọng doanh thu từ kênh OTC chỉ mới 30% đến đến từ nhiều yếu tố: Số lượng sử dụng Bảo hiểm y tế gia tăng – khám chữa bệnh các cơ sở bệnh viện công lập nhiều hơn, số dược sĩ/dân số thấp do đó hiệu suất kinh doanh chưa cao mặc dù số lượng cửa hiệu rất lớn. Đối với các chuỗi kinh doanh thuốc hiện nay như Phano (67 nhà thuốc), Pharmacity (69 nhà thuốc), ECO Pharma (10 nhà thuốc),...sau nhiều năm hoạt động số cửa hàng vẫn còn rất thấp. Tuy nhiên, cơ hội cho các hoạt động bán lẻ, phân phối thuốc sẽ chuyển biến theo hướng hiện đại hơn khi các hoạt động M&A diễn ra, các quy định kiểm soát về kinh doanh dược phẩm, sự khắt khe của người tiêu dùng khi mua thuốc sẽ giúp cho kênh OTC phát triển tích cực hơn.



Hình 4. Doanh thu ngành dược 2015 – 2021. Nguồn: *Business Monitor International - BMI*

**Triển vọng ngành dược và quan điểm:**

- Dân số ngày càng già, tăng trưởng của nền kinh tế, người tiêu dùng chi tiêu cho các vấn đề về sức khỏe ngày càng tăng mở ra một thị trường tiềm năng với các doanh nghiệp dược phẩm, BMI đưa ra dự báo tăng trưởng kép – CAGR giai đoạn 2012 – 2021 khoảng 10,6%, chi tiêu thuốc bình quân đầu người tiếp tục giữ vững ở mức 14%.
- Các doanh nghiệp dược Việt Nam có được sự chú ý rất cao đến từ các nhà đầu tư nước ngoài như: Taisho Pharmaceutical (Nhật Bản) đầu tư vào Dược Hậu Giang, Abbott Laboratories (Chile) Holdco SpA - Công ty con của Tập đoàn Abbott Mỹ đầu tư vào DOMESCO, Stada Service Holding B.V (Hà Lan) – một công ty con của hãng dược phẩm Stada (Đức) đầu tư vào Pymepharco,...các doanh nghiệp nước ngoài hỗ trợ các doanh nghiệp trong nước trong việc quản lý, nâng cao chất lượng sản xuất thuốc.
- Xu hướng đầu tư mở rộng các nhà máy từ chuẩn WHO – GMP lên chuẩn EU – GMP để được đấu thầu thuốc (ETC) giúp các doanh nghiệp cạnh tranh hơn vào kênh ETC (chiếm 70% thị trường thuốc). Tuy nhiên, sẽ mất một khoảng thời gian ít nhất 3 năm, để đầu tư và nghiên cứu phát triển, xây dựng nhà máy để sản xuất các sản phẩm thuốc chất lượng cao.
- Theo thông tư 11/2016/TT-BYT, “đối với thuốc thuộc Danh Mục thuốc sản xuất trong nước đáp ứng yêu cầu về Điều trị, giá thuốc và khả năng cung cấp do Bộ Y tế công bố thuộc tiêu chí kỹ thuật của nhóm thuốc nào thì trong hồ sơ mời thầu, hồ sơ yêu cầu phải quy định nhà thầu không được chào thuốc nhập khẩu thuộc nhóm đó”, như vậy với các doanh nghiệp trong nước đáp ứng đủ yêu cầu của Bộ Y tế sẽ gia tăng được thị phần từ kênh đấu thầu thuốc (ETC), tuy nhiên đến nay thông tư này chưa mang lại hiệu quả nhiều và Bộ Y tế đang đang sửa đổi thông tư này.
- Định giá ngành dược còn tương đối rẻ so với các nước trong khu vực, P/E ngành dược ở Việt Nam hiện nay khoảng 13,7 trong khi đó ngành dược Trung Quốc có P/E 32,8, Thái Lan có P/E 35 hay Malaysia có P/E 18.

Tiềm năng ngành dược trong triển vọng **dài hạn** là rất khả thi, tuy nhiên những dự án mở rộng, tăng công suất vẫn còn chưa nhiều, cần có những hoạt động R&D, các chiến lược nhận diện thương hiệu thuốc và sản phẩm thuốc hiện nay còn tương đối ít. Mặt khác, tình trạng cạnh tranh gay gắt với thuốc nhập khẩu và phụ thuộc vào các chính sách, dẫn đến đầu ra vẫn luôn là bài toán của các doanh nghiệp dược hiện nay. Theo chúng tôi, các chính sách về đấu thầu thuốc cần được thực thi nhanh hơn nữa về đấu thầu thuốc, nhập khẩu thuốc, giá thuốc, đây chính là một trong những “mấu chốt” giải quyết đầu ra cho ngành dược hiện nay.

Bảng 1: So sánh một số doanh nghiệp ngành Dược Phẩm. Nguồn: BCTC các công ty, DAS tổng hợp

<b>Chỉ số tài chính một số doanh nghiệp dược phẩm 9T/2018</b>						
	DHG	TRA	DMC	PME	IMP	DBD
Doanh thu	2,669,676	1,265,628	973,778	1,231,399	810,148	1,010,827
Lợi nhuận gộp	1,195,805	649,669	355,543	590,138	333,051	327,117
<b>% biên LN gộp</b>	<b>45%</b>	<b>51%</b>	<b>37%</b>	<b>48%</b>	<b>41%</b>	<b>32%</b>
Chi phí bán hàng	491,801	352,193	100,358	282,270	157,114	128,559
Chi phí quản lý	200,019	162,565	67,149	38,919	49,659	52,382
LNST	448,572	103,723	162,912	228,017	99,286	127,510
<b>% Biên lãi ròng</b>	<b>17%</b>	<b>8%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
Vốn chủ sở hữu	2,941,644	1,143,428	1,063,648	1,704,169	1,479,216	957,289
Tổng tài sản	4,091,401	1,515,003	1,336,076	2,055,294	1,685,577	1,402,941
EPS 4 quý gần nhất	4,554	4,016	6,124	4,368	2,842	3,288
ROE 4 quý gần nhất	20.2%	16.2%	20.0%	17.6%	8.6%	18.0%
ROA 4 quý gần nhất	14.5%	12.2%	15.9%	14.6%	7.6%	12.3%
P/E	17,3	17,4	12,3	14,5	21,4	12,2

**1. CTCP Dược - Trang thiết bị Y tế Bình Định - BIDIPHAR (HOSE: DBD)***a. Kết quả kinh doanh:*

Lũy kế 9T/2018, doanh thu đạt 1.010,8 tỷ đồng (+1,2% so với cùng kỳ), LNST đạt 127,5 tỷ đồng (+6% so với cùng kỳ). Với mục tiêu Lợi nhuận trước thuế đạt 210 tỷ, công ty đã hoàn thành 74,5% kế hoạch cả năm khi lũy kế 9T/2018 DBD đạt 156,6 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế. Biên lợi nhuận gộp 9T/2018 đạt mức 32,4%, so với biên lãi gộp cùng kỳ 9T/2017 là 37% thì biên lãi gộp năm nay thấp hơn, chủ yếu đến từ chi phí giá vốn Vật tư thiết bị y tế tăng mạnh, tuy nhiên công ty có sự kiểm soát tốt về chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp, chẳng hạn với chi phí bán hàng công ty tiết giảm bằng cách giao hàng trên 1 tuyến đường nên biên LNST 9T/2018 đạt 12,6% (so với cùng kỳ 9T/2017 là 12%).

Bidiphar là một trong các doanh nghiệp đầu ngành dược Việt nam về các sản phẩm chủ lực gồm thuốc kháng sinh, các loại thuốc điều trị ung thư, nhóm thuốc viên Non-Betalactam, nhóm thuốc viên nang mềm và nhóm thuốc dung dịch thẩm phân máu đóng góp 40% – 45% doanh thu của công ty. Hiện nay, doanh nghiệp có 1 nhà máy tại trụ sở chính với 7 xưởng sản xuất gồm 12 dây chuyền hiện đại theo tiêu chuẩn GMP-WHO. Cơ cấu doanh thu của Bidiphar bình quân khoảng 90% đến từ mảng dược phẩm, trong đó 70% đến từ bán sỉ và 30% bán lẻ, đối với hoạt động bán sỉ - công ty phân phối qua qua hình thức đấu thầu ở các Sở Y tế và bệnh viện các tỉnh miền Trung như Bình Định, Nghệ An, Thanh Hóa, Huế, Đà Nẵng...

*b. Triển vọng:*

Lợi nhuận hợp nhất của Bidiphar xấp xỉ lợi nhuận công ty mẹ là bởi vì 3 công ty con của Bidiphar đang trong giai đoạn đầu tư ban đầu nên chưa có lợi nhuận. Cụ thể:

- Dự án nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar công nghệ cao (thuộc Công ty TNHH Bidiphar Công nghệ cao – vốn điều lệ 120 tỷ đồng, do Bidiphar đầu tư 100% vốn).
- Dự án nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar Non – Betalactam (thuộc Công ty TNHH Bidiphar Non – Betalactam – vốn điều lệ 80 tỷ đồng, do Bidiphar đầu tư 100% vốn),
- Dự án nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar Betalactam (thuộc Công ty TNHH Bidiphar Betalactam – vốn điều lệ 40 tỷ đồng, do Bidiphar đầu tư 100% vốn) nhằm nâng cao chất lượng, công nghệ sản xuất cũng như tăng sản lượng, đáp ứng nhu cầu tiêu dùng trong nước.

Ngoài ra, Bidiphar còn có 1 công ty liên kết là CTCP Cao su Bidiphar có vốn điều lệ 212,8 tỷ đồng, tỷ lệ sở hữu của Bidiphar tại công ty này là 33,58% với 71,45 tỷ đồng.

Theo Bidiphar, hiện nay công ty đã lên kế hoạch chi tiết cho “Dự án Nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar công nghệ cao” với số vốn đầu tư là 530 tỷ đồng. Dự án sẽ sản xuất 2 loại sản phẩm là nhóm sản phẩm thuốc điều trị ung thư với công suất 27 triệu sản phẩm/năm và nhóm sản phẩm thuốc uống dạng rắn Non Betalactam công suất 1,3 tỷ sản phẩm/năm. Trong đó, nhóm sản phẩm điều trị ung thư được đầu tư đạt chuẩn EU – GMP để cạnh tranh đấu thầu thuốc nhóm 1 & 2. Dự kiến hoàn thành giai đoạn sản xuất thuốc điều trị ung thư vào Q4/2019 và giai đoạn sản xuất thuốc dạng rắn Non Betalactam vào Q4/2020. Đây là Dự án mang lại tiềm năng lớn cho công ty trong thời gian tới khi có thể tham gia đấu thầu thuốc ở các bệnh viện, sở y tế lớn.

*c. Quan điểm đầu tư*

Chúng tôi cho rằng, Bidiphar là một công ty có nhiều tiềm năng dài hạn, đặc biệt khi các dự án hoàn thành góp phần vào tăng trưởng lợi nhuận. Mặt khác, Bidiphar cũng cho thấy khả năng quản lý tốt chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp, tuy là một doanh nghiệp nhỏ ở miền Trung nhưng mức tỷ suất hiệu quả hoạt động tương đối tốt khi so sánh với quy mô về tài sản và vốn điều lệ. Chúng tôi đánh giá **Khả quan** trong triển vọng của Bidiphar trong năm 2019 – 2020.

Bảng 2: Thông tin về các dự án của CTCP Dược Phẩm Bình Định – Bidiphar. Nguồn: Báo cáo thường niên Bidiphar 2018.

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư	Quy mô dự án	Tiến độ	Tình trạng
1	Dự án Nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar Công nghệ Cao tại Công ty TNHH Bidiphar Công nghệ Cao, bao gồm các dự án: i) Nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư ii) Nhà máy sản xuất thuốc uống dạng rắn không chứa nhóm Betalactam.	530 tỷ đồng, trong đó vốn tự có 40%, vốn vay các ngân hàng thương mại 60%.	i) Nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư - Thuốc tiêm: công suất 25 triệu sản phẩm/năm ii) Nhà máy sản xuất thuốc uống dạng rắn không chứa nhóm Betalactam: công suất 1,3 tỷ sản phẩm/năm.	i) Nhà máy sản xuất thuốc điều trị ung thư: bắt đầu thực hiện từ <b>Quý I/2018</b> và sẽ hoàn thành đưa vào sản xuất từ <b>Quý IV/2019</b> . ii) Nhà máy sản xuất thuốc uống dạng rắn không chứa nhóm Betalactam: bắt đầu thực hiện từ <b>Quý II/2018</b> và sẽ hoàn thành đưa vào sản xuất từ <b>Quý IV/2020</b> .	Dự án đã nhận được Quyết định chấp thuận đầu tư dự án số 2115/QĐ-BQL ngày 21/10/2016 của Ban Quản lý Khu Kinh tế UBND tỉnh Bình Định. Ngày 05/04/2018, HĐQT CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định đã họp và điều chỉnh nội dung đầu tư căn cứ theo Nghị quyết HĐQT số 573/NQ HĐQT.  Việc điều chỉnh tổng mức vốn đầu tư cho các dự án nhà máy sản xuất tại Công ty TNHH Bidiphar Công nghệ Cao lên 530 tỷ đã được ĐHCĐ thường niên năm 2018 thông qua căn cứ theo Nghị quyết ĐHCĐ thường niên năm 2018 số 623/NQ-ĐHCĐ2018 ngày 14/04/2018.
2	Dự án Nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar Non - Betalactam tại Công ty TNHH Bidiphar Non - Betalactam	350 tỷ đồng trong đó vốn tự có 34,3%, vốn vay các ngân hàng thương mại 65,7 %.	400 triệu sản phẩm/năm	Bắt đầu thực hiện xây dựng từ Quý I năm 2021. Dự kiến hoàn thành vận hành nhà máy sản xuất vào Quý III năm 2022.	Dự án đã nhận được Quyết định chấp thuận đầu tư dự án số 2354/QĐ-BQL ngày 21/11/2016 của Ban Quản lý Khu Kinh tế UBND tỉnh Bình Định.
3	Dự án nhà máy sản xuất dược phẩm Bidiphar Betalactam tại Công ty TNHH Bidiphar Betalactam	255 tỷ đồng, trong đó vốn tự có 43,1%, vốn vay các ngân hàng thương mại 56,9%.	62 triệu lọ/năm (tương đương 19 tấn/năm)	Bắt đầu thực hiện xây dựng từ năm 2020. Dự kiến hoàn thành vận hành nhà máy sản xuất vào Quý I năm 2027.	Dự án đã nhận được Quyết định chấp thuận đầu tư dự án số 2353/QĐ-BQL ngày 21/11/2016 của Ban Quản lý Khu Kinh tế UBND tỉnh Bình Định. Ngày 13/04/2018, HĐQT CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định đã họp và điều chỉnh tiến độ thực hiện dự án căn cứ theo Nghị quyết HĐQT số 619/NQ-HĐQT.

**2. Công ty Cổ phần Dược Hậu Giang: (HOSE: DHG)***a. Tổng quan về hoạt động:*

Dược Hậu Giang (HOSE: DHG) là một doanh nghiệp sản xuất và phân phối Dược phẩm hàng đầu Việt Nam với bề dày hoạt động hơn 40 năm. Công ty hiện vận hành 2 nhà máy sản xuất dược, 1 nhà máy bao bì, và đang sở hữu 5% thị phần toàn ngành dược – 14% thị phần thuốc sản xuất trong nước, cùng với hệ thống mạng lưới phân phối thuốc hơn 25.000 điểm bán giúp cho DHG là một trong 5 doanh nghiệp mạnh nhất trong ngành dược Việt Nam. 9T/2018 công ty đạt mức doanh thu 2.669,6 tỷ đồng (giảm 1,5% so với cùng kỳ), mặc dù công ty đã kiểm soát tương đối tốt các khoản chi phí tuy nhiên do cách hoạch toán về thuế TNDN theo mức điều chỉnh năm 2016 vào quý 3 năm nay, do đó 9T/2018 DHG có LNST đạt 498 tỷ đồng (giảm 9,9% so với cùng kỳ), 9T/2018 hoàn thành 65% kế hoạch LNST.

*b. Triển vọng:*

Công suất thiết kế của nhà máy lớn nhất Việt Nam (7,5 tỷ đơn vị sản phẩm/năm). Tuy nhiên hiện nay chỉ mới hoạt động ở mức 60% công suất, dư địa cho tăng công suất vẫn còn sẽ giúp DHG tăng trưởng trong trung dài hạn. Ngoài sản xuất tự doanh, tăng trưởng sản lượng từ thị trường sẵn có; Công ty có thể nhận gia công tạm thời, hướng đến xuất khẩu, đấu thầu tập trung.

Cơ cấu doanh thu của DHG xét trên kênh phân phối tính đến thời điểm 2016 là kênh OTC (chiếm 86% doanh thu) và kênh ETC (chiếm 14% doanh thu), cơ cấu này có sự chuyển dịch từ gia tăng tỷ trọng kênh ETC và giảm tỷ trọng kênh OTC. Tính đến hết năm 2017, quy mô thị trường tiêu thụ dược phẩm của Việt Nam hiện nay ở mức 91.000 tỷ đồng, trong đó tiêu thụ qua kênh ETC (ETC là kênh đấu thầu thuốc vào sở, bệnh viện, người bệnh mua theo đơn bác sĩ) khoảng 59,78%, kênh OTC (kênh bán thuốc ở các cửa hiệu bán thuốc, mua thuốc không cần toa thuốc của bác sĩ) ở mức 26,2%, và số còn lại. Theo ước tính đến từ IMS Health, tiêu thụ thuốc theo kênh ETC tăng nhanh hơn so với kênh OTC, hướng đến năm 2021 tỷ trọng kênh ETC là 65% và OTC là 35%. Trong bối cảnh các bệnh viên nâng cấp và mở rộng, sự gia tăng nhanh chóng của khối bệnh viên tư nhân đã thúc đẩy thị trường thuốc qua kênh ETC được dự báo tăng trưởng 2 con số trong những năm tới. Mặt khác, khi thu nhập và mức sống nâng cao, nhu cầu chi tiêu cho sức khỏe và khám chữa bệnh cũng vì đó mà tăng theo – không đứng ngoài những cơ hội đó, DHG đã đầu tư dây chuyền sản xuất thuốc gói sủi bột chuẩn PIC-S (Cục QL Dược Malaysia cấp phép) trị giá 150 tỷ. Tuy nhiên, tiêu chuẩn PIC-S của DHG chỉ được cấp phép bởi Malaysia, trong khi đó để có thể đấu thầu thuốc cấp cao vào kênh ETC cần đạt những chuẩn cao hơn như EU – GMP hoặc PIC-S được cấp bởi các quốc gia lớn như Hoa Kỳ, Nhật Bản, Châu Âu,..Hiện nay, dự án chỉ mới giải ngân 16% kế hoạch. Đối với thị trường bán thuốc không kê toa OTC, đây là thị trường khốc liệt, chi phí bán hàng cho việc duy trì thị phần trong thị trường này tiếp tục tăng cao đến từ các chi phí như quảng cáo. DHG cũng đã tích cực thực hiện nhiều kế hoạch nhằm duy doanh thu ở thị trường này, tuy nhiên hiệu quả mạng lại chưa cao do vẫn còn ở mức độ ban đầu, trong thời gian tới chi phí cho các hoạt động bán hàng ước tính sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến DHG.

*c. Quan điểm đầu tư:*

Vì một số kế hoạch mà DHG đang thực hiện ở giai đoạn đầu, đi cùng với chi phí gia tăng, và giá thuốc dược kiểm soát không cho tăng giá cao, do vậy đã tác động đến biên lợi nhuận của DHG, tuy nhiên đứng dưới góc độ trung và dài hạn chúng tôi cho rằng với thị trường dược phẩm Việt Nam tăng trưởng 2 con số trong những năm tới, cùng với mức độ chi tiêu cho nhu cầu sức khỏe gia tăng sẽ giúp cho DHG – một doanh nghiệp **đầu ngành** dược phẩm Việt Nam lấy lại được những bước tăng trưởng mạnh mẽ. Quan điểm đánh giá **Trung lập**.



### 3. Công ty Cổ phần Dược phẩm Imexpharm (HOSE: IMP)

#### a. Tình hình hoạt động:

Imexpharm là một trong những doanh nghiệp có dây chuyền sản xuất thuốc hiện đại, sở hữu các dây chuyền sản xuất thuốc đạt chuẩn EU – GMP với định hướng đấu thầu kênh ETC nhóm 1 & 2. Hiện nay, chỉ có 2 doanh nghiệp sản xuất nhóm thuốc kháng sinh và đặc trị đạt những tiêu chuẩn cao EU – GMP là Imexpharm và Pymepharco. 9T/2018 Imexpharm đạt doanh thu 810,1 tỷ đồng (+7,9% so với cùng kỳ), LNST đạt 99,3 tỷ đồng (+11,7%), so với kế hoạch 2018 mức độ hoàn kế hoạch doanh thu và Lợi nhuận trước thuế là 56,3% và 65,4%. Công ty kiểm soát chi phí tương đối tốt khi biên lãi gộp ở mức 41,1% thấp hơn so với cùng kỳ đạt được 41,8%, tuy nhiên LNST/Doanh thu trong năm 2018 đạt mức 12,3% so với con số cùng kỳ là 11,8%.

#### b. Triển vọng kinh doanh:

Hiện tại Imexpharm có 4 nhà máy đang hoạt động: 2 nhà máy đạt chuẩn EU – GMP, 2 nhà máy đạt chuẩn WHO – GMP và 2 nhà máy được đầu tư công nghệ chuẩn EU – GMP dự kiến đưa vào hoạt động vào cuối năm 2019 và năm 2020. 2 nhà máy mới của Imexpharm ước tính sản lượng bình quân **300 triệu đơn vị/năm** (+20% so với công suất hiện tại). Dựa trên công suất có thể thấy Imexpharm là một trong những doanh nghiệp sản xuất thuốc kháng sinh – đặc trị lớn nhất cả nước.

Chúng tôi cho rằng, với phân khúc thuốc kháng sinh và đặc trị các dự án nhà máy sắp sửa hoàn thành sẽ mang lại cho IMP những lợi thế nhất định trong 5 năm tới đối với các đối thủ khác, nhất là phân khúc tiếp cận kênh thuốc đấu thầu ETC, những đối thủ lớn của Imexpharm như Dược Hậu Giang có các dự án tuy nhiên đều chỉ ở giai đoạn chưa xây dựng. Trong bối cảnh các doanh nghiệp khác có sự thu hẹp về lợi nhuận cạnh tranh và giá nguyên liệu sản xuất thuốc tăng cao thì Imexpharm cho thấy hiệu quả kinh doanh tương đối ổn định hơn, tuy rằng so với các doanh nghiệp khác biên lợi nhuận chưa cao. Nguyên nhân của việc này là vào giai đoạn 2012 – 2013, Bộ Y tế thay đổi các tiêu chí và kỹ thuật đấu thầu thuốc theo chiều hướng đơn giản hơn về mặt chất lượng nhằm giảm giá thành thuốc cho các đơn vị như bệnh viện, trong khi đó Imexpharm là doanh nghiệp sản xuất thuốc chất lượng cao do đó giá thành không thể cạnh tranh được, vì vậy mà doanh thu từ kênh ETC sụt giảm. Imexpharm chuyển hướng sang bán các sản phẩm của mình trên kênh OTC (như hiệu thuốc, các phòng khám) vì vậy mà biên lợi nhuận sụt giảm hơn so với các đối thủ khác.

Tuy nhiên, trong thời gian tới với số vốn thu được từ phát hành, Imexpharm dùng để nâng cấp các chương trình quản lý doanh nghiệp và nâng cấp các nhà máy WHO – GMP ở Bình Dương lên chuẩn EU – GMP sẽ giúp Imexpharm nâng cao năng suất, cải thiện được biên lợi nhuận trong thời gian tới.

#### c. Quan điểm đầu tư:

Imexpharm sở hữu nhà máy sản xuất hiện đại, phân khúc thuốc đặc trị, kiểm soát tốt các chi phí với cơ cấu tài chính lành mạnh, là những lợi thế rất lớn khi so với các đối thủ khác. Trong thời gian tới khi các nhà máy đạt chuẩn EU – GMP đi vào vận hành giúp Imexpharm trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu về sản xuất dược phẩm thuốc kháng sinh, đặc trị. Chúng tôi đưa ra đánh giá **Khả quan** đối với Imexpharm.

Bảng 3: Thông tin công suất các nhà máy hiện tại và các dự án xây dựng nhà máy của Imexpharm. *Nguồn: Imexpharm.*

STT	Tên nhà máy	Địa điểm	Thông tin	Công suất
1	Nhà máy Non-Betalactam	Tp. Cao Lãnh, Đồng Tháp	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản xuất thuốc viên/gói</li> <li>- Được cấp chứng nhận ASEAN-GMP đầu tiên của Việt Nam từ năm 1997.</li> <li>- Năm 2006 nâng cấp thành nhà máy đầu tiên của Việt Nam đạt WHO-GMP.</li> </ul>	- Công suất 1.200 triệu đơn vị/ năm
2	Nhà máy Penicillin		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản xuất thuốc viên/gói</li> <li>- Được cấp chứng nhận ASEAN-GMP năm 1998</li> <li>- Năm 2006 được nâng cấp cùng với nhà máy Non, là một trong những nhà máy được cấp chứng nhận WHO-GMP sớm nhất của Việt Nam</li> </ul>	Công suất 300 triệu viên/ năm.
3	Nhà máy Cephalosporin	Khu công nghiệp VSIP II, Bình Dương	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản xuất thuốc bột pha tiêm và thuốc viên.</li> <li>- Ban đầu được xây dựng theo công nghệ châu Âu để sản xuất các sản phẩm Cephalosporin thế hệ mới, vốn đầu tư 113 tỷ đồng.</li> <li>- Đạt chứng nhận WHO-GMP năm 2010</li> <li>- Năm 2014 nâng cấp theo tiêu chuẩn EU-GMP</li> <li>- Tháng 9/2016 được Bộ Y tế Tây Ban Nha cấp chứng nhận <b>EU-GMP</b>, Bộ Y tế Việt Nam công bố đầu tháng 11/2016.</li> </ul>	Công suất đạt 12 triệu lọ và 500 triệu viên/ năm
4	Nhà máy Penicillin		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Sản xuất thuốc bột pha tiêm</li> <li>- Được xây dựng theo công nghệ châu Âu, đạt chứng nhận WHO-GMP vào năm 2013, với vốn đầu tư 50 tỷ đồng.</li> <li>- Năm 2014 tiếp tục nâng cấp theo tiêu chuẩn EU-GMP.</li> <li>- Tháng 9/2016 được Bộ Y tế Tây Ban Nha cấp chứng nhận <b>EU-GMP</b>, Bộ Y tế Việt Nam công bố đầu tháng 11/2016.</li> </ul>	Công suất nhà máy đạt 10 triệu lọ/năm
5	Nhà máy Dược Công nghệ cao Bình Dương		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Đầu tư xây dựng theo tiêu chuẩn <b>EU-GMP</b>, sản xuất thuốc đặc trị với các dạng bào chế đặc biệt.</li> <li>- Tổng vốn đầu tư 470 tỷ đồng.</li> <li>- Dự kiến hoàn thành được cấp chứng nhận cuối năm 2019, và đưa vào hoạt động đầu năm 2020.</li> <li>- Đây có thể nói là nhà máy với quy mô công nghệ và vốn đầu tư lớn nhất của Imexpharm.</li> </ul>	Công suất thiết kế 59,3 triệu đơn vị/ năm
6	Nhà máy Kháng sinh Công nghệ cao Vĩnh Lộc		<ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhà máy chuẩn bị xét duyệt <b>EU-GMP</b>, dự kiến được cấp giấy chứng nhận cuối năm 2018 để đưa vào vận hành đầu năm 2019.</li> <li>- Tổng vốn đầu tư 180 tỷ đồng</li> </ul>	Công suất thiết kế 250 triệu đơn vị/ năm.

**4. Công ty Cổ phần Pymepharco (HOSE: PME)**

*a. Tình hình hoạt động:*

Doanh thu thuần 9T/2018 đạt 1.231,4 tỷ đồng (+3% so với cùng kỳ) và lợi nhuận sau thuế đạt 228 tỷ đồng (+6% so với cùng kỳ). Hoàn thành 69% kế hoạch doanh thu và 72,2% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Biên lợi nhuận sau thuế của năm 9T/2018 là 18,5% so với con số 18% của năm 9T/2017. Nhà máy của Pymepharco hiện nay gồm 2 nhà máy có công suất thuốc viên 900 triệu viên/năm và công suất thuốc tiêm 37 triệu sản phẩm/năm, nhà máy hiện nay vận hành khoảng 70% công suất. Tháng 1/2018, Nhà máy **thuốc tiêm Betalactam – xưởng thuốc bột pha tiêm dòng kháng sinh Cephalosporin** chính thức đạt tiêu chuẩn EU – GMP, như vậy cùng với xưởng Beta lactam viên (thuộc Nhà máy sản xuất thuốc viên) là 2 xưởng sản xuất đạt chuẩn EU – GMP, đây là tiêu chuẩn dùng để đấu thầu thuốc nhóm 1 và nhóm 2. Tỷ lệ trúng thầu của các công ty dược trong nước ở nhóm 1 chỉ là 3% và nhóm 2 là 25%, trong khi kênh ETC chiếm 70% thị trường dược phẩm vì vậy việc nâng cấp, đầu tư các dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU – GMP giúp Pymepharco cạnh tranh ngang hàng với các thương hiệu thuốc nhập khẩu.

Ngoài ra, Pymeharco cũng đã khởi công nhà máy Non Betalactam với vốn đầu tư 700 tỷ, ước tính dự kiến hoàn thành vào tháng 7/2019. Nhà máy mới có công suất 1,2 tỷ viên Non-Betalactam với tiêu chuẩn EU – GMP cùng với 2 dây chuyền sản xuất thuốc tiêm và thuốc bột Betalactam sẽ giúp cho Pymepharco trở thành một trong những doanh nghiệp dược phẩm hàng đầu Việt Nam sở hữu nhà máy với công nghệ hiện đại nhất.

*b. Triển vọng kinh doanh:*

**Công suất các nhà máy Pymepharco. Nguồn: BCTN Pymepharco**

Nhà máy SX thuốc viên	- Xưởng Non Beta Lactam 1 & 2 - Xưởng Beta Lactam viên ( <b>EU - GMP</b> ) - Xưởng nang mềm	900 triệu viên/năm
Nhà máy SX thuốc tiêm	- Xưởng dung dịch tiêm - Xưởng thuốc tiêm đông khô - Xưởng thuốc bột pha tiêm dòng kháng sinh Cephalosporin ( <b>EU - GMP</b> ) - Xưởng thuốc nhỏ mắt	37 triệu sản phẩm/năm

Cơ cấu cổ đông của Pymepharco có Stada Service Holding B.V (Hà Lan) – một công ty con của hãng dược phẩm Stada (Đức) sở hữu 62% cổ phần của Pymepharco và vào ngày 19/10/2018 Đại hội Cổ Đông Bất Thường đã chính thức thông qua nâng tỷ lệ sở hữu cho Stada lên 72% mà không cần chào mua công khai. Theo chúng tôi, với cổ đông nước ngoài lớn mạnh, giàu kinh nghiệm tại thị trường Châu Âu sẽ giúp cho Pymepharco trong nhiều hoạt động kinh doanh, quản lí, xây dựng nhà máy, công nghệ, nhất là trong thị trường cạnh tranh cao giữa các doanh nghiệp trong nước và dược phẩm nhập khẩu.

Nhà máy mới có công suất 1,2 tỷ viên Non-Betalactam với tiêu chuẩn **EU – GMP** (dự kiến tháng 7/2019 vận hành)

Nhà máy với số vốn đầu tư 700 tỷ đồng, đạt tiêu chuẩn EU - GMP khi đi vào hoạt động sẽ góp phần gia tăng sức cạnh tranh trong thị trường dược phẩm đấu thầu thuốc nhóm 1 và 2. Hiện nay, ngoài Imexpharm thì Pymepharco là đơn vị còn lại của Việt Nam đủ sức tham gia đấu thầu nhóm thuốc 1 và 2.

Rủi ro của Pymepharco cũng như các doanh nghiệp dược phẩm tân dược hiện nay là nguồn nguyên liệu đầu vào phải nhập khẩu, đối với các công ty Đông Dược vấn đề này được hạn chế hơn do nguồn cung trong nước bù đắp được, tại Pymepharco có đến 80% nguyên liệu phải nhập khẩu do đó các biến động về tỷ giá, giá cả là điều cần theo dõi chặt chẽ.

*c. Quan điểm đầu tư:*

Chúng tôi đánh giá Pymepharco là một trong những doanh nghiệp dược phẩm có cơ cấu tài chính tốt khi công ty không có các khoản vay trong 4 năm liền. Xét về doanh thu, lợi nhuận, biên lãi luôn nằm trong nhóm top 3 các doanh nghiệp dược phẩm Việt Nam cùng với Dược Hậu Giang và Traphaco. Khi các vấn đề về luật đấu thầu được rõ ràng hơn, Pymepharco sẽ được lợi thế rất lớn nhờ vào nhà máy mới có công suất 1,2 tỷ viên/năm, mặt khác với sự tư vấn từ cổ đông chiên lược là Stada chúng tôi đưa ra đánh giá **Khả Quan** với triển vọng trung dài hạn của công ty.

**5. Công ty Cổ phần TRAPHACO (HOSE: TRA)***a. Tình hình hoạt động:*

Kết quả kinh doanh 9T/2018 có sự sụt giảm sau 4 năm tăng trưởng liên tục của Traphaco. Cụ thể, 9 tháng đầu năm 2018 doanh thu đạt 1.265,6 tỷ đồng (giảm 3% so với cùng kỳ), LNST 9T/2018 đạt 103,7 tỷ đồng (giảm 42% so với cùng kỳ). Với kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh, ước tính Traphaco khó hoàn thành mục tiêu kế hoạch đề ra đầu năm là doanh thu 2.400 tỷ đồng và LNST 300 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp 9T/2018 đạt mức 51,3% (so với con số cùng kỳ là 55,3%), biên lãi ròng là 8,2% giảm mạnh so với con số cùng kỳ là 13,6%.

Chúng tôi cho rằng, giảm sút về doanh thu đến từ 2 sản phẩm nổi bật chiếm khoảng 50% doanh thu do Traphaco tự sản xuất là Hoạt huyết dưỡng não và Boganic (sản phẩm tăng chức năng gan). Chiếm tỷ trọng lớn nên mức độ ảnh hưởng của 2 sản phẩm này là rất lớn do đó mà doanh thu giảm, mặc dù các sản phẩm khác của Traphaco tăng trưởng mạnh như Cebraton, Tottri, Methorphan, thuốc nhỏ mắt,...tăng trưởng mạnh.

Trong năm 2018 nhà máy sản xuất thuốc tân dược với công suất 1,2 tỷ đơn vị sản phẩm/năm đi vào hoạt động tuy nhiên cũng kéo theo các chi phí về khấu hao gia tăng mạnh đã tác động không nhỏ đến biên lợi nhuận gộp, mặt khác với mảng kinh doanh thuốc tân dược tập trung vào thị trường OTC kết hợp mạng lưới các cửa hiệu phân phối thuốc sẵn có cũng mang theo các chi phí về bán hàng và quản lý tăng cao. Biên lãi ròng sau thuế 9T/2018 chỉ đạt 8,2%, rất thấp so với con số 13,6%. Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận sẽ khó cải thiện khi mảng tân dược bước đầu hoạt động, giá nguyên liệu tăng cùng với các chi phí phát sinh cho nhà máy mới sẽ tác động đến biên lợi nhuận chung, nhất là khi với mảng tân dược phân phối qua kênh OTC là mảng biên lợi nhuận tương đối thấp.

*b. Triển vọng kinh doanh:*

Nhà máy sản xuất thuốc tân dược của Traphaco hiện nay đang xin phép để được cấp tiêu chuẩn EU – GMP để có thể tham gia đấu thầu thuốc. Khi xét đến triển vọng trung dài hạn, chúng tôi cho rằng gánh nặng về khấu hao và chi phí cho bán hàng giảm dần sẽ giúp biên lợi nhuận của Traphaco được cải thiện. Mặt khác, vì nhà máy đầu tư lên đến 477 tỷ đồng, theo mô hình EU – GMP do đó khi luật đấu thầu được sớm công khai, sẽ giúp Traphaco có thể thâm nhập thị trường đấu thầu thuốc (ETC) giúp thúc đẩy biên lợi nhuận tốt hơn.

Đối với mảng Đông dược, Traphaco là công ty hàng đầu với sản phẩm chủ lực chiếm 50% doanh thu, là Hoạt huyết dưỡng não và Boganic. Thời gian tới, đây vẫn là nguồn thu chính của Traphaco. Mặt khác, Traphaco cũng là một trong số ít các doanh nghiệp có mức chi tiêu cho các hoạt động nghiên cứu và phát triển ở mức 3 – 5% so với con số trung bình ngành khoảng 1%. Điều này tạo lợi thế lớn khi Traphaco cho ra các sản phẩm dược phẩm mới khi mà thị trường dược phẩm có nhiều sản phẩm trùng lặp.

Hiện nay, Traphaco gần như kín room khối ngoại, chỉ riêng 2 cổ đông nước ngoài là Magbi Fund Ltd tại Hồng Kông và Super Delta Pte Ltd tại Singapore đã sở hữu đến 40% cổ phần và SCIC đang sở hữu 35%, vì vậy trong thời gian tới những vấn đề như nói room hoặc SCIC thoái vốn cũng cần xem xét kĩ.

Rủi ro của Traphaco chính là nằm ở mảng tân dược, với việc tham gia cạnh tranh vào thị trường OTC ở mảng này, những vấn đề như quản trị, nhân sự cho mảng này có thể làm “xao nhãng” đến mảng Đông dược. Ở thị trường thuốc tân dược, nguyên liệu đầu vào hầu hết đều phải nhập khẩu, biến động tỷ giá và phụ thuộc nguồn nguyên liệu sẽ cần được xem xét thận trọng hơn khi mà Traphaco chỉ mới bước đầu gia nhập thị trường này.

*c. Quan điểm đầu tư:*

Traphaco là doanh nghiệp sản xuất dược phẩm Đông dược lớn nhất Việt Nam, có các sản phẩm nổi bật và thương hiệu được diện tốt trên thị trường. Mặt khác, nhà máy sản mới sản xuất thuốc tân dược sẽ đóng vai trò chủ đạo trong tăng trưởng trung và dài hạn của Traphaco đi cùng với bài toán về đầu ra cho thị trường OTC cạnh tranh. Chúng tôi cho rằng, Traphaco sẽ có lợi thế nhờ mạng lưới phân phối và sự nhận diện thương hiệu tương đối tốt từ người tiêu dùng sẽ giúp cho Traphaco sớm lấy lại được đà tăng trưởng, quan điểm đánh giá của chúng tôi đưa ra cho Traphaco là **Trung Lập**.

## **TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO**

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: Môi giới, Tự doanh, Tư vấn tài chính và Tư vấn đầu tư, Lưu ký chứng khoán.

### **Hệ thống chi nhánh**

#### **❖ Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (+84) 28 3833 6333

Fax: (+84) 28 3833 3891

#### **❖ Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: (+84) 28 3821 8666

Fax: (+84) 28 3821.4891

#### **❖ Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 3944 5175

Fax: (+84) 24 3944 5178 - 3944 5176

### **KHUYẾN CÁO**

*Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.*

*Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.*

*Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.*

*Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.*