Báo cáo cập nhật KQKD Q3/2026 – IMP

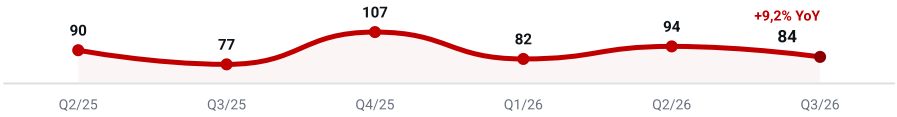
HOSE · Công ty CP Dược phẩm Imexpharm *(Imexpharm Corporation)*

DOANH THU THUẦN	LỢI NHUẬN SAU THUẾ	BIÊN LỢI NHUẬN GỘP	DÒNG TIỀN TỪ HĐKD	VỐN HÓA (21/10/2026)
544	84	41,0	97	5.484
tỷ đồng · -5,2% YoY	tỷ đồng · +9,2% YoY	% · +1,5 điểm % YoY	tỷ đồng · 1,15 lần LNST	tỷ đồng · giá 35.600đ

ĐÁNH GIÁ KQKD QUÝ 3

Q3/2026, IMP ghi nhận doanh thu thuần **544 tỷ đồng (-5,2% YoY)** nhưng LNST vẫn tăng lên **84 tỷ đồng (+9,2% YoY)** — quý thứ ba liên tiếp doanh thu giảm mà lợi nhuận đi lên. Nguyên nhân nằm ở kênh bán chứ không ở nhu cầu: trong thông cáo ngày 20/10/2026, IMP quy mức giảm cho **quy định mới về thuế hộ kinh doanh và quản lý thuốc kê đơn** cùng áp lực cạnh tranh. Hai quy định này đánh thẳng vào nhà thuốc lẻ — doanh thu nhóm này **giảm 25% YoY** — trong khi chuỗi nhà thuốc tăng 206% và nâng tỷ trọng trong doanh thu OTC lên 22% từ 14%. Chuỗi mua tập trung nên đòi chiết khấu cao hơn, đẩy **các khoản giảm trừ lên 18,3% doanh thu gộp** từ 15,3%, trong khi doanh thu gộp thực ra gần như đi ngang ở 665 tỷ đồng. Lợi nhuận vẫn tăng nhờ **biên gộp 41,0%** (+1,5 điểm % YoY) từ dây chuyền EU-GMP, chi phí hoạt động giữ nguyên mức tuyệt đối và thuế suất hiệu dụng giảm về 20,3%. **TCBS Research đánh giá chất lượng lợi nhuận tích cực nhưng doanh thu chưa tạo đáy**: điều kiện đảo chiều là kênh nhà thuốc lẻ ngừng thu hẹp, không phải giá trúng thầu cải thiện. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng **IMP chưa phải một cơ hội đầu tư hấp dẫn ở thời điểm hiện tại** — doanh thu thuần vẫn đang thu hẹp, trong khi định giá hiện tại không rẻ so với mặt bằng ngành.

Lợi nhuận sau thuế theo quý · *tỷ đồng*



% HOÀN THÀNH DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026 (TCBS)

Doanh thu thuần · 1.652 / 2.288 tỷ — 72,2%

LNST · 260 / 351 tỷ — 74,0%

LỢI NHUẬN SAU THUẾ 9 THÁNG

242 → 260 tỷ đồng

+7,6% YoY · biên gộp 9T lên 41,5% từ 39,7%

DÒNG TIỀN TỪ HĐKD 9 THÁNG

(108) → 226 tỷ đồng

đảo chiều +334 tỷ · CFO/LNST 0,87 lần · FCF 191 tỷ

ĐIỂM NHẤN

41,0% BIÊN GỘP — **Biên lợi nhuận bù đắp doanh thu giảm**
+1,5 điểm % YoY · biên LNST 15,4% từ 13,4%

+226 TỶ ĐỒNG — **Dòng tiền kinh doanh 9T đảo chiều**
Từ (108) tỷ đồng cùng kỳ · Q3 đạt 97 tỷ, gấp 1,15 lần LNST

311 TỶ ĐỒNG — **Bảng cân đối ở trạng thái tiền ròng**
Nợ vay 212 tỷ · nợ phải trả/tổng tài sản 18,1%

CẦN THEO DÕI

-5,2% YOY — **Doanh thu thuần giảm ba quý liên tiếp**
544 tỷ đồng · 9T/2026 giảm 8,2% YoY

18,3% DT GỘP — **Các khoản giảm trừ ở mức cao**
122 tỷ đồng (+17,8% YoY) · cao thứ hai trong sáu quý

195,7 NGÀY — **Vòng quay tồn kho kéo dài**
Tồn kho 688 tỷ đồng (+2,6% QoQ) · từ 187,3 ngày

ĐÁNH GIÁ TRIỂN VỌNG 2026

TCBS dự phóng năm 2026, IMP đạt doanh thu thuần **2.288 tỷ đồng (-6,3% YoY)** và LNST **351 tỷ đồng (+0,6% YoY)**, tương ứng EPS **2.279 đồng**, EBITDA **556 tỷ đồng** và ROE **14,6%**. Kịch bản này đòi hỏi Q4/2026 đạt doanh thu thuần **636 tỷ đồng (+16,9% QoQ)** và LNST **91 tỷ đồng** — quý cao nhất kể từ Q4/2025, phù hợp mùa vụ cuối năm của ngành dược nhưng là giả định cần theo dõi khi doanh thu đã giảm YoY ba quý liên tiếp. Dự phóng capex 2026 đã hạ về **64,9 tỷ đồng** từ 262 tỷ đồng đưa ra đầu năm, sau khi 9T chỉ thực hiện 34,9 tỷ đồng — dòng tiền tự do cải thiện nhưng mở rộng công suất cho giai đoạn sau 2027 chậm lại. Tại ngày 21/10/2026, IMP giao dịch ở **P/E dự phóng 15,6 lần** và **P/B 2,18 lần**, cao hơn bình quân nhóm dược niêm yết lần lượt 11,3 lần và 2,0 lần.

DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2026

DOANH THU THUẦN	LỢI NHUẬN SAU THUẾ	EPS	P/E DỰ PHÓNG	P/B DỰ PHÓNG
2.288	351	2.279	15,6	2,18
tỷ đồng · -6,3% YoY	tỷ đồng · +0,6% YoY	đồng/cp · 2026F	lần · 2026F	lần · 2026F

1. Đánh giá của TCBS

TCBS Research đánh giá KQKD Q3/2026 của IMP tiếp tục xu hướng "doanh thu giảm – lợi nhuận tăng". Doanh thu thuần đạt **543,6 tỷ đồng (-5,2% YoY, -3,3% QoQ)**, LNTT đạt **105,4 tỷ đồng (+4,5% YoY)** và LNST đạt **84,0 tỷ đồng (+9,2% YoY, -10,6% QoQ)**. Nguồn gốc mức giảm cần tách rõ: doanh thu gộp trước giảm trừ đạt **665,4 tỷ đồng**, gần như đi ngang so với 666,2 tỷ đồng của Q2/2026 và chỉ giảm 1,7% YoY, trong khi các khoản giảm trừ tăng lên **121,7 tỷ đồng (+17,8% YoY, +17,1% QoQ)**, tương đương **18,3% doanh thu gộp**. Trong thông cáo KQKD ngày 20/10/2026, IMP quy nguyên nhân cho quy định mới về thuế hộ kinh doanh, quản lý thuốc kê đơn và áp lực cạnh tranh gia tăng — tức sức ép đến từ kênh bán lẻ: nhà thuốc lẻ giảm 25% YoY còn chuỗi tăng 206%, đẩy tỷ trọng OTC trong doanh thu gộp lên 43,2% từ 33,4%. Biên lợi nhuận gộp đạt **41,0%** (+1,5 điểm % YoY) nên lợi nhuận gộp 223,1 tỷ đồng chỉ giảm 1,7% YoY; biên LNST mở rộng lên **15,4%** từ 13,4%. Lũy kế 9T/2026, doanh thu thuần đạt **1.652,1 tỷ đồng (-8,2% YoY)** nhưng LNST đạt **259,9 tỷ đồng (+7,6% YoY)**, hoàn thành **74,0%** dự phóng cả năm 2026 của TCBS. Bảng cân đối duy trì vị thế **tiền ròng 311,0 tỷ đồng** (tiền và đầu tư giữ đến đáo hạn 522,6 tỷ đồng, nợ vay 211,6 tỷ đồng), vốn chủ sở hữu tăng 3,6% QoQ lên 2.425,0 tỷ đồng và nợ phải trả 534,3 tỷ đồng, bằng 18,1% tổng tài sản. Dòng tiền từ HĐKD Q3/2026 đạt 96,8 tỷ đồng, gấp 1,15 lần LNST; lũy kế 9T đạt **225,9 tỷ đồng**, đảo chiều so với mức âm 108,3 tỷ đồng cùng kỳ.

ĐIỂM CHÍNH

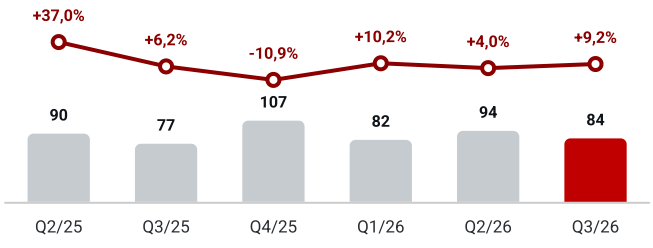
01 **Biên lợi nhuận bù đắp doanh thu giảm** — Biên gộp Q3/2026 đạt 41,0% so với 39,6% cùng kỳ, biên LNTT 19,4% từ 17,6% và biên LNST 15,4% từ 13,4% (thuế suất hiệu dụng giảm về 20,3% từ 23,8%). Nhờ đó LNST tăng 9,2% YoY dù doanh thu thuần giảm 5,2%. Biên gộp 9T/2026 đạt 41,5% từ 39,7%.

02 **Giảm trừ tăng vì cơ cấu kênh đổi, không vì mất thầu** — Doanh thu gộp đi ngang so với quý trước và chỉ giảm 1,7% YoY, trong khi giảm trừ chiếm 18,3% doanh thu gộp (Q3/2025: 15,3%). Thông cáo KQKD ngày 20/10/2026 của IMP cho thấy cơ chế: doanh thu nhà thuốc lẻ giảm 25% YoY còn doanh thu chuỗi tăng 206% YoY, đưa tỷ trọng chuỗi trong doanh thu OTC lên 22% từ 14% của năm 2025. Chuỗi mua tập trung nên đi kèm chiết khấu cao hơn.

03 **Dòng tiền đảo chiều, capex giãn tiến độ** — CFO 9T/2026 đạt 225,9 tỷ đồng so với âm 108,3 tỷ đồng cùng kỳ (CFO/LNST 0,87 lần). Chi mua sắm TSCĐ 9T chỉ 34,9 tỷ đồng, bằng 13,3% mức dự phóng 262,5 tỷ đồng mà TCBS đưa ra đầu năm; dự phóng capex 2026 đã hạ về 64,9 tỷ đồng, đưa dòng tiền tự do 9T lên 191,0 tỷ đồng.

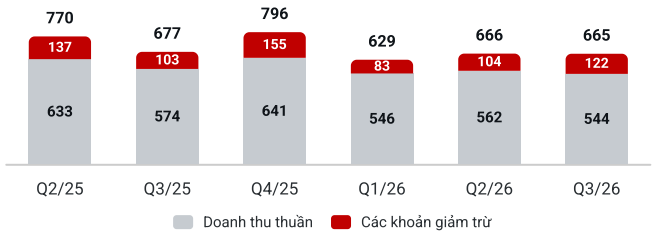
04 **Vòng quay vốn lưu động: áp lực nằm ở nửa đầu năm** — Số ngày tồn kho lên 195,7 ngày và số ngày phải thu 76,2 ngày. Riêng Q3/2026, phải thu **giảm** 1,9 tỷ đồng và tồn kho tăng 17,6 tỷ đồng; hai tỷ số tăng chủ yếu vì doanh thu quý thấp hơn, không phải do số dư tăng lên. Phải thu đã tăng 128,0 tỷ đồng từ đầu năm đến cuối Q2/2026.

Lợi nhuận sau thuế theo quý
Tỷ đồng · đường = tăng trưởng YoY (%)



Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

Doanh thu gộp & các khoản giảm trừ
Tỷ đồng · cột xếp lớp, nhãn trên = doanh thu gộp



Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

2. Vĩ mô, thị trường & ngành dược phẩm Q3/2026

2.1. Vĩ mô: giá dầu tăng, lãi suất tạo đỉnh rồi đảo chiều

Giá năng lượng biến động mạnh khiến lạm phát toàn cầu tăng và buộc nhiều NHTW lớn thắt chặt trở lại trong tháng 9/2026: Fed tăng 0,25 điểm % lên 3,75%–4,00%, ECB nâng lãi suất tiền gửi lên 2,50%. Dầu Brent đóng cửa 30/09/2026 ở **98,03 USD/thùng** và lên **109,86 USD/thùng** ngày 16/10/2026. Trong nước, GDP Q3/2026 tăng **9,95% YoY** đưa 9T/2026 lên **9,01%**; CPI bình quân Q3 tăng 4,80% YoY. Lãi suất huy động trên 12 tháng bình quân tháng 08/2026 ở **6,85%/năm**, nhưng NHNN đã định hướng đảo chiều qua Công văn 9736/NHNN-CSTT ngày 21/10/2026.

- **Kênh tác động tới ngành dược là chi phí đầu vào** — Dược generic chịu ảnh hưởng chủ yếu qua giá nguyên liệu dược (API) nhập khẩu và chi phí vận tải nhạy với giá dầu; chênh lệch lãi suất USD–VND thu hẹp gây áp lực tỷ giá, làm tăng giá trị quy đổi VND của nguyên liệu — biến số chính với biên gộp các quý tới.
- **Riêng với IMP, lãi suất cao lại có lợi** — Với vị thế tiền ròng 311,0 tỷ đồng và nợ vay chỉ 211,6 tỷ đồng, doanh thu hoạt động tài chính Q3/2026 tăng 97,6% YoY trong khi chi phí tài chính giảm 27,0% YoY. Mặt bằng tiền gửi giảm sẽ thu hẹp nguồn thu này, dù tài chính ròng chỉ bằng 2,1% LNTT quý.

2.2. Thị trường cổ phiếu: VN-Index điều chỉnh, thanh khoản thấp nhất sáu quý

VN-Index giảm trong Q3/2026, thanh khoản về mức thấp nhất sáu quý nhưng đang dần cải thiện. VN-Index đóng cửa ngày 30/09/2026 tại **1.768,62 điểm**, giảm **4,9%** so với cuối Q2/2026; giá trị giao dịch bình quân phiên trên ba sàn đạt **18.626 tỷ đồng**, giảm 22,7% QoQ và 57,7% YoY. Khối ngoại bán ròng 18.066 tỷ đồng trên HOSE, thấp hơn mức 48.452 tỷ đồng của Q2/2026. Từ 21/09/2026, Việt Nam chính thức thuộc nhóm thị trường mới nổi thứ cấp của FTSE Russell.

Diễn biến VN-Index
Điểm · giá đóng cửa ngày, 01/04/2025–21/10/2026



Nguồn: HOSE, TCBS tổng hợp

2.3. Ngành dược phẩm: cú sốc kênh nhà thuốc lẻ là biến số chính

Biến số lớn nhất của ngành năm 2026 không nằm ở sản lượng mà ở chỗ thuốc được bán qua đâu. Hai quy định mới cùng siết vào nhà thuốc lẻ độc lập — thuế với hộ kinh doanh và quản lý thuốc kê đơn — trong khi chuỗi nhà thuốc hiện đại mở rộng nhanh. Đây cũng là những nguyên nhân IMP nêu trong thông cáo KQKD ngày 20/10/2026, bên cạnh áp lực cạnh tranh gia tăng.

- **Dịch chuyển sang chuỗi làm tăng chi phí giữ hàng trên kệ** — Chuỗi mua tập trung và có sức mặc cả lớn hơn nhà thuốc lẻ, nên cùng một lượng hàng bán ra sẽ kèm chiết khấu cao hơn. Với IMP, doanh thu chuỗi Q3/2026 tăng 206% YoY còn nhà thuốc lẻ giảm 25% YoY — đây là cơ chế đẩy tỷ lệ giảm trừ lên 18,3% doanh thu gộp, một áp lực cấu trúc lên biên lợi nhuận chứ không phải biến động một quý.
- **Thông tư 40/2025/TT-BYT giữ nguyên lợi thế của dây chuyền EU-GMP** — Gói thầu thuốc generic chia thành 5 nhóm kỹ thuật, Nhóm 1 dành cho thuốc sản xuất toàn bộ trên dây chuyền EU-GMP, nơi số đối thủ ít hơn và giá trúng thầu được bảo vệ tốt hơn — nền tảng cho biên gộp trên 41% của IMP.

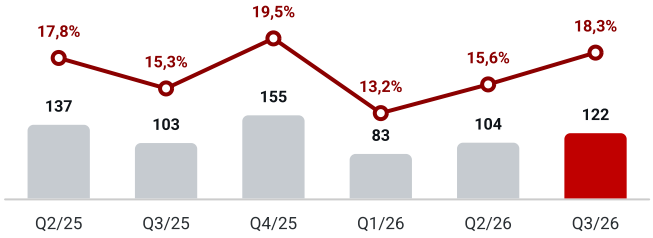
3. Phân tích các chỉ số tài chính

3.1. Doanh thu, các khoản giảm trừ & lợi nhuận gộp

Doanh thu gộp đi ngang; toàn bộ mức giảm của doanh thu thuần nằm ở các khoản giảm trừ. Doanh thu gộp Q3/2026 đạt **665,4 tỷ đồng**, đi ngang QoQ (-1,7% YoY), nhưng giảm trừ tăng lên **121,7 tỷ đồng** (+17,8% YoY), nâng tỷ lệ lên **18,3% doanh thu gộp** từ 15,3% cùng kỳ, nên doanh thu thuần còn **543,6 tỷ đồng (-5,2% YoY)**. Lợi nhuận gộp 223,1 tỷ đồng, gần như không đổi nhờ biên gộp **41,0%** so với 39,6%. Thuyết minh bán niên cho thấy giảm trừ của IMP gần như toàn bộ là chiết khấu thương mại, hàng bán bị trả lại chỉ 0,4 tỷ đồng — tức nhượng giá tại điểm bán, không phải vấn đề chất lượng.

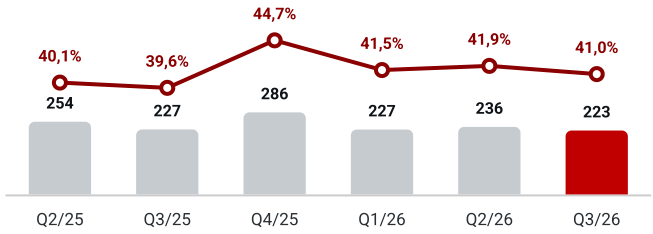
- **Áp lực nằm ở cơ cấu kênh, không ở giá trúng thầu** — Mức giảm YoY thu hẹp từ 11,1% của Q2/2026 về 5,2%, biên gộp 9T lên 41,5% từ 39,7%. Tỷ trọng kênh OTC trong doanh thu gộp tăng lên 43,2% từ 33,4% cùng kỳ, trong đó chuỗi chiếm 22% so với 14% năm 2025 — cơ cấu dịch về phía người mua có sức mặc cả lớn hơn, nên doanh thu gộp đi ngang mà tỷ lệ giảm trừ vẫn tăng.

Các khoản giảm trừ doanh thu
Cột: tỷ đồng · đường: % doanh thu gộp



Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

Lợi nhuận gộp & biên lợi nhuận gộp
Cột: tỷ đồng · đường: % doanh thu thuần



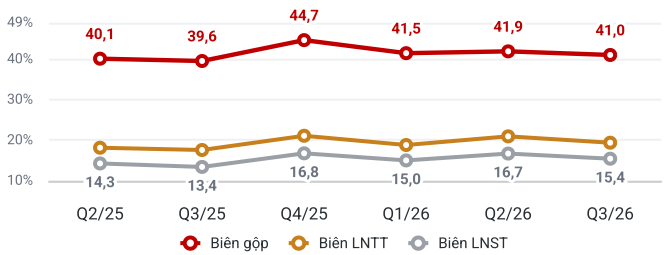
Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

3.2. Biên lợi nhuận & chi phí hoạt động

Cả ba cấp biên lợi nhuận đều cao hơn cùng kỳ, nhưng tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu cũng tăng. Biên gộp, biên LNTT và biên LNST Q3/2026 lần lượt đạt **41,0%**, **19,4%** và **15,4%**, so với 39,6%, 17,6% và 13,4% trong Q3/2025.

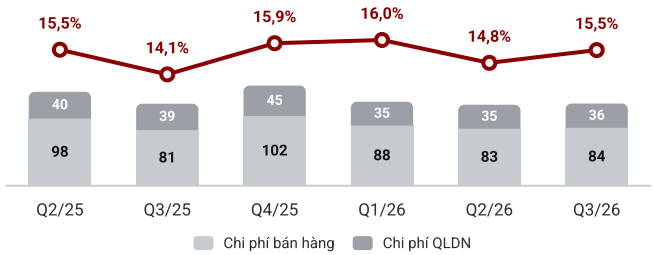
- **Chi phí hoạt động chiếm tỷ trọng cao hơn do doanh thu giảm** — Tổng chi phí bán hàng và quản lý 120,3 tỷ đồng, ngang mức 120,0 tỷ đồng cùng kỳ, nhưng tỷ lệ trên doanh thu thuần tăng lên 22,1% từ 20,9% — 1,2 điểm % này triệt tiêu phần lớn cải thiện 1,5 điểm % của biên gộp. IMP giữ được nền chi phí tuyệt đối, khác với DHG cùng quý.
- **Thuế suất hiệu dụng hỗ trợ biên LNST** — Thuế TNDN Q3/2026 là 21,4 tỷ đồng trên LNTT 105,4 tỷ đồng, tương ứng thuế suất hiệu dụng 20,3% so với 23,8% của Q3/2025. Nhờ đó LNST tăng 9,2% YoY, nhanh hơn mức 4,5% của LNTT; thuế suất 9T/2026 sát với giả định trong dự phóng của TCBS.

Ba tầng biên lợi nhuận theo quý
% doanh thu thuần · biên gộp, biên LNTT, biên LNST



Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp
Cột xếp lớp: tỷ đồng · đường: CPBH/doanh thu thuần (%)



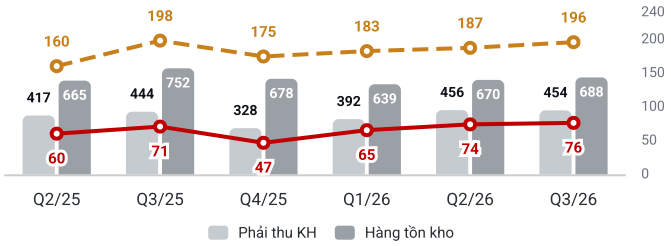
Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

3.3. Vốn lưu động & dòng tiền

Dòng tiền kinh doanh đảo chiều mạnh; Q3/2026 là quý thứ ba liên tiếp có CFO dương. CFO Q3/2026 đạt **96,8 tỷ đồng**, gấp 1,15 lần LNST; 9T đạt **225,9 tỷ đồng** so với âm 108,3 tỷ đồng cùng kỳ. Với capex 9T chỉ 34,9 tỷ đồng, FCF 9T đạt **191,0 tỷ đồng**; TCBS đã hạ dự phóng capex 2026 về **64,9 tỷ đồng** từ 262,5 tỷ đồng.

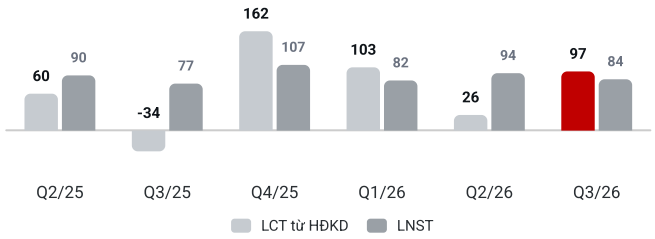
- **Hai tỷ số vốn lưu động dài ra vì mẫu số, không vì số dư** — Phải thu giảm nhẹ về 453,9 tỷ đồng và tồn kho chỉ tăng 2,6% QoQ lên 687,6 tỷ đồng, nhưng số ngày phải thu vẫn lên 76,2 ngày và số ngày tồn kho lên 195,7 ngày, do doanh thu quý thấp hơn 3,3% QoQ. Đáng chú ý, tồn kho nguyên vật liệu của IMP đi ngang từ đầu năm — khác hẳn mức tăng 57% ở DHG — cho thấy IMP không tích trữ nguyên liệu trước giá.

Phải thu, tồn kho & số ngày luân chuyển
Cột: tỷ đồng · đường: DSO và DIO (ngày)



Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

Dòng tiền từ HĐKD so với LNST
Tỷ đồng · theo quý



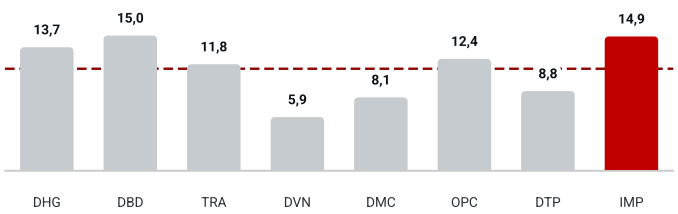
Nguồn: Imexpharm, TCBS tổng hợp và tính toán

3.4. Cấu trúc vốn & định giá

Tài chính ròng chuyển sang dương nhờ vị thế tiền ròng của bảng cân đối, nhưng định giá đang cao hơn bình quân nhóm dược phẩm niêm yết trên cả P/E và P/B. Doanh thu hoạt động tài chính Q3/2026 đạt **9,6 tỷ đồng (+97,6% YoY)** trong khi chi phí tài chính giảm còn **7,3 tỷ đồng (-27,0% YoY)**, đưa tài chính ròng lên **+2,2 tỷ đồng**, mức dương cao nhất sáu quý. Nợ vay 211,6 tỷ đồng chỉ bằng 8,7% vốn chủ sở hữu **2.425,0 tỷ đồng**.

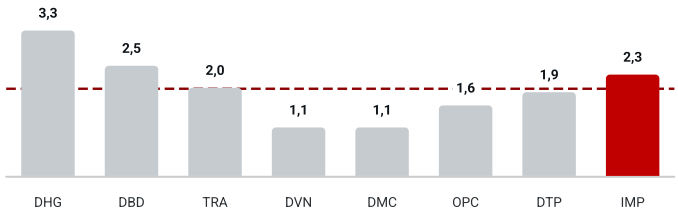
- **Phần bù định giá có cơ sở từ chất lượng tài sản, nhưng P/E dự phóng cao hơn P/E trượt** — Tại giá 35.600 đồng/cp ngày 21/10/2026 (vốn hóa 5.484 tỷ đồng), IMP giao dịch ở P/E trượt 14,9 lần và P/B 2,3 lần, so với bình quân nhóm 11,3 lần và 2,0 lần, ROE trượt 15,9%. Phần bù phản ánh biên gộp trên 41% và tiền ròng 311,0 tỷ đồng — đổi lại, doanh thu đã giảm YoY ba quý liên tiếp. EPS dự phóng 2026 là 2.279 đồng, thấp hơn EPS trượt 2.385 đồng, nên P/E dự phóng 15,6 lần còn cao hơn P/E trượt; EPS mô hình chưa trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi nên cao hơn EPS doanh nghiệp công bố.
- **Chất xúc tác nằm ở công suất mới, chưa nằm ở kết quả** — ĐHĐCĐ ngày 22/04/2026 đặt kế hoạch doanh thu gộp 3.200 tỷ đồng và LNTT 502 tỷ đồng; 9T mới hoàn thành 65% mục tiêu lợi nhuận. Tổ hợp Cát Khánh tại Đồng Tháp (1.495 tỷ đồng, chuẩn WHO-GMP/EU-GMP, công suất 1,4 tỷ đơn vị/năm) là nguồn tăng trưởng dài hạn nhưng chưa đóng góp trong giai đoạn dự phóng. Chúng tôi đánh giá điều kiện để doanh thu tạo đáy là kênh nhà thuốc lẻ ngừng thu hẹp, chứ không phải giá trúng thầu cải thiện.

P/E so sánh nhóm dược phẩm niêm yết
Lần · P/E trượt 12 tháng tại 21/10/2026



Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán

P/B so sánh nhóm dược phẩm niêm yết
Lần · theo BCTC Q3/2026 và giá 21/10/2026



Nguồn: HOSE, HNX, TCBS tổng hợp và tính toán

4. Phụ lục — Số liệu BCTC Q3/2026

Trích lược bảng cân đối kế toán & kết quả kinh doanh sáu quý gần nhất · đơn vị: tỷ đồng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Tiền & tương đương tiền	262	174	189	76	157	133
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	282	222	212	386	347	389
Phải thu khách hàng	417	444	328	392	456	454
Hàng tồn kho (ròng)	665	752	678	639	670	688
TÀI SẢN NGẮN HẠN	**1.701**	**1.660**	**1.507**	**1.541**	**1.684**	**1.721**
Tài sản cố định (ròng)	820	805	781	761	751	732
Xây dựng cơ bản dở dang	28	34	37	40	43	42
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	67	67	67	97	97	97
Tài sản dài hạn khác	407	399	389	381	371	365
TÀI SẢN DÀI HẠN	**1.324**	**1.307**	**1.275**	**1.279**	**1.263**	**1.238**
TỔNG TÀI SẢN	**3.025**	**2.967**	**2.783**	**2.821**	**2.947**	**2.959**
Vay & nợ ngắn hạn	155	203	113	100	95	112
Phải trả người bán	170	154	81	90	91	94
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	43	43	43	6	44	44
NỢ NGẮN HẠN	**646**	**591**	**372**	**339**	**502**	**431**
Vay & nợ dài hạn	250	170	100	100	100	100
NỢ PHẢI TRẢ	**903**	**768**	**476**	**442**	**606**	**534**
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**2.122**	**2.199**	**2.307**	**2.379**	**2.341**	**2.425**
LNST chưa phân phối	260	342	449	521	484	568

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26
Doanh thu bán hàng (gộp)	770	677	796	629	666	665
Các khoản giảm trừ doanh thu	(137)	(103)	(155)	(83)	(104)	(122)
DOANH THU THUẦN	**633**	**574**	**641**	**546**	**562**	**544**
Giá vốn hàng bán	(379)	(347)	(354)	(320)	(326)	(321)
LỢI NHUẬN GỘP	**254**	**227**	**286**	**227**	**236**	**223**
Doanh thu hoạt động tài chính	10	5	4	5	8	10
Chi phí tài chính	(13)	(10)	(9)	(7)	(8)	(7)
trong đó: chi phí lãi vay	6	5	3	2	3	3
Chi phí bán hàng	(98)	(81)	(102)	(88)	(83)	(84)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(40)	(39)	(45)	(35)	(35)	(36)
Lợi nhuận khác	1	(1)	1	1	1	0
LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ	**115**	**101**	**135**	**103**	**118**	**105**
Chi phí thuế TNDN	(25)	(24)	(28)	(21)	(24)	(21)
LỢI NHUẬN SAU THUẾ	**90**	**77**	**107**	**82**	**94**	**84**
EBITDA	**147**	**132**	**164**	**131**	**147**	**134**
LCT thuần từ hoạt động kinh doanh	60	(34)	162	103	26	97
Khấu hao tài sản cố định	26	26	26	26	26	26
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ (*)	5	(9)	(3)	(8)	(17)	(10)
Cổ tức đã trả cho chủ sở hữu	0	(77)	0	0	0	(92)

(*) Dòng "Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ" được giữ nguyên theo số liệu công bố; riêng Q2/2025 số liệu mang dấu dương (+4,7 tỷ đồng) nên cũng để nguyên, không đảo dấu. Số âm trong ngoặc đơn.

Nguồn: Imexpharm — BCTC quý đã công bố, TCBS tổng hợp và tính toán

Phụ lục — Mô hình tài chính & dự phóng theo năm

Đơn vị: tỷ đồng (trừ các dòng tỷ lệ, lần, %, đồng/cp) · 2021–2025 thực hiện, 2026–2030 dự phóng của TCBS

	THỰC HIỆN					DỰ PHÓNG · TCBS				
Chỉ tiêu	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**
P/E (lần)	**25,5**	**17,1**	**12,8**	**22,0**	**22,8**	**15,6**	**14,0**	**12,9**	**11,8**	**10,9**
EPS (đồng/cp)	1.228	1.451	1.945	2.083	2.267	2.279	2.536	2.758	3.009	3.263
P/B (lần)	**2,69**	**2,01**	**1,83**	**3,24**	**3,46**	**2,18**	**1,99**	**1,82**	**1,67**	**1,53**
BVPS (đồng/cp)	11.649	12.298	13.532	14.172	14.973	16.339	17.858	19.510	21.312	23.267
ROE	**10,7%**	**12,1%**	**15,1%**	**15,0%**	**15,6%**	**14,6%**	**14,8%**	**14,8%**	**14,7%**	**14,6%**
Biên lợi nhuận gộp	38,5%	42,4%	40,6%	38,8%	41,0%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%	41,2%
Biên lợi nhuận hoạt động	18,5%	18,0%	19,1%	18,8%	18,9%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%
Biên lợi nhuận ròng	14,9%	13,6%	15,0%	14,6%	14,3%	15,3%	16,0%	16,2%	16,5%	16,8%
Tổng vay / Vốn chủ sở hữu	0,15	0,05	0,02	0,04	0,09	0,14	0,13	0,12	0,11	0,10
(Tổng vay − Tiền) / Vốn chủ sở hữu	0,00	(0,04)	(0,03)	(0,03)	0,01	(0,06)	(0,11)	(0,15)	(0,19)	(0,23)
LNTT / Chi phí lãi vay (lần)	43,5	76,8	62,5	115,8	27,0	34,2	22,6	24,6	26,8	29,1
Doanh thu thuần	**1.267**	**1.644**	**1.994**	**2.205**	**2.441**	**2.288**	**2.448**	**2.619**	**2.803**	**2.999**
Tăng trưởng doanh thu	(7,5)%	29,8%	21,3%	10,6%	10,7%	(6,3)%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Giá vốn hàng bán	(779)	(946)	(1.184)	(1.350)	(1.440)	(1.345)	(1.439)	(1.540)	(1.648)	(1.763)
Lợi nhuận gộp	**488**	**697**	**811**	**856**	**1.002**	**943**	**1.009**	**1.079**	**1.155**	**1.236**
Chi phí bán hàng	(181)	(269)	(310)	(312)	(378)	(355)	(380)	(406)	(435)	(465)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(73)	(132)	(120)	(128)	(161)	(150)	(160)	(171)	(183)	(196)
Lợi nhuận trước thuế	**239**	**291**	**377**	**404**	**446**	**441**	**494**	**538**	**585**	**635**
Lợi nhuận sau thuế	**189**	**224**	**300**	**321**	**349**	**351**	**391**	**425**	**463**	**503**
Tăng trưởng LNST	(9,8)%	18,2%	34,0%	7,1%	8,8%	0,6%	11,3%	8,8%	9,1%	8,5%
EBITDA	**305**	**356**	**466**	**513**	**567**	**556**	**624**	**676**	**732**	**792**
Chi đầu tư TSCĐ (capex)	(53)	(99)	(64)	(97)	(27)	(65)	(122)	(131)	(140)	(150)
Tiền & tương đương tiền	271	179	106	162	189	514	663	822	997	1.189
Tổng tài sản	2.295	2.277	2.393	2.505	2.783	3.123	3.380	3.653	3.951	4.273
Vốn chủ sở hữu	**1.794**	**1.894**	**2.085**	**2.183**	**2.307**	**2.517**	**2.751**	**3.005**	**3.283**	**3.584**

P/E, P/B các năm thực hiện theo giá đóng cửa cuối năm đã điều chỉnh pha loãng; các năm dự phóng theo giá 35.600 đồng/cp ngày 21/10/2026. EPS, BVPS mọi năm quy về 154,0 triệu cổ phiếu hiện hành để so sánh theo thời gian; EPS chưa trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi nên cao hơn EPS doanh nghiệp công bố. Giai đoạn 2027–2030 giả định doanh thu thuần tăng 7,0%/năm và capex quay lại mặt bằng 122–150 tỷ đồng/năm sau khi 2026 bị hoãn. Số âm trong ngoặc đơn.

Nguồn: Imexpharm — BCTC kiểm toán 2021–2025, giá lịch sử HOSE, dự phóng của TCBS Research

© **Techcom Securities** | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội | Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

*Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.*

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.