

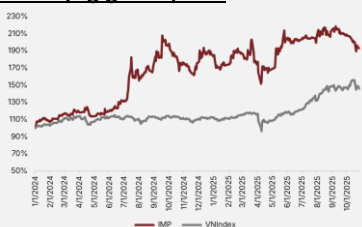
Công ty Cổ phần Dược phẩm IMEXPHARM (IMP: HOSE)

Ngày báo cáo: 28/10/2025
 Ngành: Y TẾ & DƯỢC PHẨM
 CVPT: Đặng Trần Minh
 Email: minhd1@ssi.com.vn

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**
 Giá mục tiêu 1Y: **55.000 VNĐ**
 Giá CP ngày 28/10/2025: 48.950 VNĐ
 % Tăng giá: **+12,4%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 286
 Giá trị vốn hoá (tỷ đồng): 7.539
 Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 154
 KLGD trung bình 3 tháng (Nghìn cp): 117,5
 Giá cao/thấp nhất 52T (VNĐ): 55,4/38,4
 GTGD trung bình 3 tháng (tỷ VNĐ): 6,2
 Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 51,4
 Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 22

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

IMP thành lập vào năm 1983, xuất phát là một doanh nghiệp nhà nước và được cổ phần hóa vào năm 2001. Công ty được niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2006. Công ty là một trong những doanh nghiệp có uy tín về chất lượng sản phẩm do áp dụng những tiêu chuẩn chất lượng rất khắt khe. Các sản phẩm chính là thuốc kháng sinh (cephalosporin và penicillin). Công ty có nhà máy ở Đồng Tháp (sản xuất nonbeta lactam và penicillin), Bình Dương (thành lập năm 2010, sản xuất cephalosporin và penicillin) và Thành Phố Hồ Chí Minh.

Lợi nhuận duy trì ổn định

Kết thúc Q3/2025, IMP ghi nhận doanh thu đạt 574 tỷ đồng, tăng trưởng +5% svck. Màng bệnh viện (ETC) tăng trưởng tốt 16%, giúp bù đắp cho sự suy giảm của kênh OTC (do nhà thuốc chủ động tăng tồn kho trong quý 2 và tác động từ chính sách thuế mới đối với các nhà thuốc nhỏ lẻ). Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 39,6% nhờ cơ cấu sản phẩm chuyển dịch sang thuốc có giá trị cao hơn và giá nguyên liệu đầu vào (API) giảm. Nhờ đó, lợi nhuận ròng tăng lên, đạt 77 tỷ đồng (+6% svck), mặc dù chi phí bán hàng, quản lý và chi phí tài chính đều tăng.

Về chiến lược, IMP đang mở rộng thị trường và ra mắt nhiều sản phẩm mới, đồng thời một dây chuyền mới của nhà máy IMP4 sẽ đi vào hoạt động trong Q4/2025. Chúng tôi cho rằng thị trường hiện đang đánh giá thấp tính bền vững của đà tăng trưởng từ kênh ETC và dư địa mở rộng sắp tới của IMP. Do đó, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng giá trong trung hạn là tích cực. Lũy kế 9T2025, IMP đã hoàn thành 68% kế hoạch doanh thu và 63% kế hoạch lợi nhuận năm 2025, do đó công ty cần có quý 4 xuất sắc để hoàn thành mục tiêu năm.

Chúng tôi dự báo LNST năm 2025 và 2026 lần lượt đạt 379 tỷ đồng (+18% svck) và 456 tỷ đồng (+20% svck). Cổ phiếu hiện đang giao dịch ở P/E dự phóng 2026 là 16,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm (18x) và mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (20x). Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 12 tháng là 55.000 đồng/cổ phiếu (tương ứng tiềm năng tăng giá là 12%).

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.644	1.994	2.205	2.553	2.844
Tăng trưởng doanh thu thuần	29,8%	21,3%	10,6%	15,8%	11,4%
Lợi nhuận gộp	697	811	856	1.038	1.162
Biên lợi nhuận gộp	42,4%	40,6%	38,8%	40,6%	40,9%
Thu nhập tài chính	24	25	13	14	34
Chi phí tài chính	-29	-31	-25	-38	-39
SG&A	-401	-429	-440	-542	-590
Thu nhập ròng khác	1	3	1	3	3
LNTT	291	377	404	474	570
Lợi nhuận ròng	224	300	321	379	456
Tăng trưởng LN ròng	18,2%	34,0%	7,1%	18,2%	20,2%
Biên LN ròng	13,6%	15,0%	14,6%	14,9%	16,0%
EPS (VNĐ)	3.351	4.277	2.083	2.463	2.960

Nguồn: IMP, SSI Research

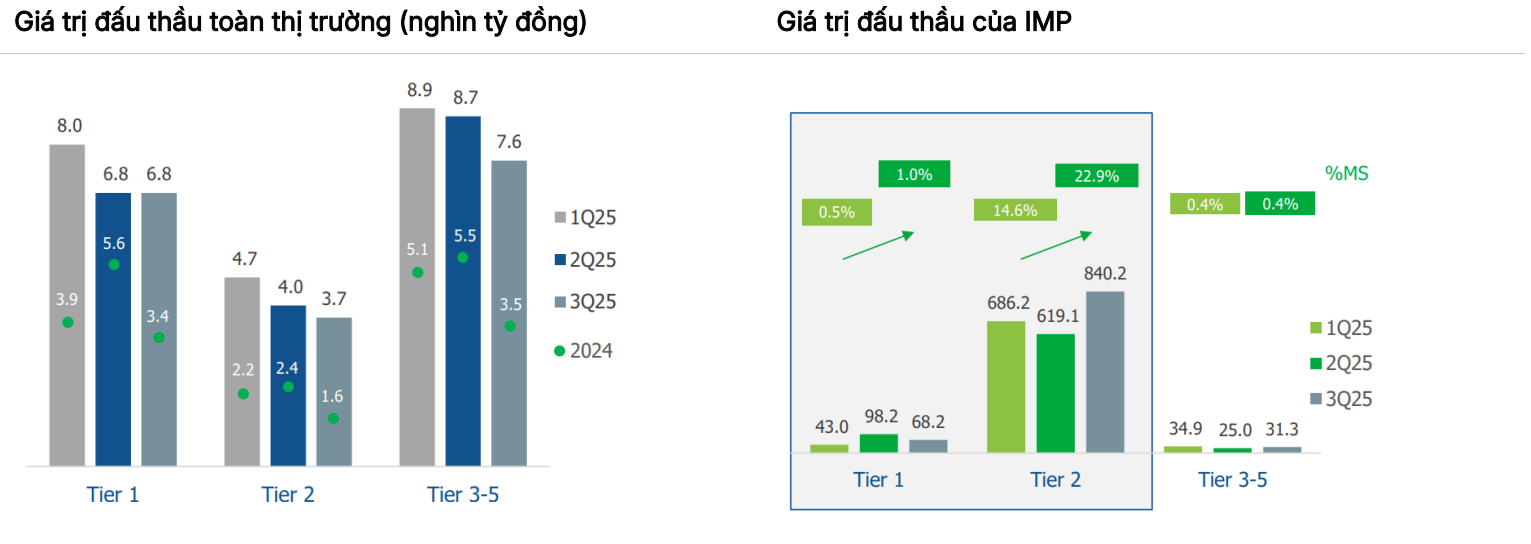
Tỷ đồng	3Q25	3Q24	YoY	2Q25	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Biên lợi nhuận			
							3Q25	3Q24	2Q25	2024
Doanh thu thuần	574	545	5,3%	633	-9,3%	68%				
Lợi nhuận gộp	227	209	8,7%	254	-10,6%		39,6%	38,3%	40,1%	38,8%
Lợi nhuận hoạt động	107	92	16,4%	120	-10,9%		18,6%	16,8%	18,9%	18,1%
EBIT	106	92	15,0%	121	-12,6%		18,5%	16,9%	19,1%	18,5%
EBITDA	132	118	11,5%	147	-10,4%		23,0%	21,7%	23,3%	23,3%
LNTT	101	91	10,8%	115	-12,2%	63%	17,6%	16,7%	18,2%	18,3%
LN ròng	77	72	6,2%	90	-14,8%		13,4%	13,3%	14,3%	14,6%
LN ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	77	72	6,2%	90	-14,8%		13,4%	13,3%	14,3%	14,6%

Nguồn: IMP, SSI Research

Tăng trưởng ETC bù đắp sự thu hẹp của mảng OTC. Doanh thu Q3/2025 của IMP đạt 574 tỷ đồng (+5% svck). Mảng bệnh viện (ETC) tăng 16% nhờ hoạt động đấu thầu tại các bệnh viện công sở động hơn sau khi Luật đấu thầu được sửa đổi. Trong khi đó, doanh số OTC giảm 6,5% svck do các nhà thuốc đã tăng tồn kho trong Q2 trước đợt điều chỉnh tăng giá bán 5-10% vào tháng 7, đồng thời các nhà thuốc nhỏ lẻ trên toàn quốc còn gặp khó khăn trong việc tuân thủ chính sách thuế mới.

Sản phẩm mới và chi phí đầu vào giúp cải thiện lợi nhuận. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 39,6% (+190 điểm cơ bản svck) nhờ tăng tỷ trọng các sản phẩm thuốc với biên lợi nhuận cao hơn và giá nguyên liệu đầu vào (API) giảm. Công ty cũng tối ưu hóa hàng tồn kho, quy trình sản xuất và chi phí bảo trì, giúp bù đắp phần tăng chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) liên quan đến hoạt động marketing khu vực miền Bắc và dự án chuyển đổi số. Nhờ đó, lợi nhuận hoạt động tăng 16% svck, vượt tốc độ tăng doanh thu, trong khi lợi nhuận ròng tăng 6% svck lên 77 tỷ đồng. Biên lợi nhuận duy trì ổn định, với biên lợi nhuận ròng đạt 13,4% và biên EBITDA đạt 23,2%, phản ánh việc kiểm soát chi phí tốt dù chi phí tài chính tăng tạm thời do phải trả tiền đất cho dự án IMP5. Lũy kế 9T2025, IMP ghi nhận LNST đạt 241 tỷ đồng (+21% svck) với biên lợi nhuận ròng đạt 13,4%.

Mở rộng kênh ETC củng cố triển vọng tăng trưởng. Thế mạnh của IMP ở kênh ETC tiếp tục mang lại kết quả tích cực, mặc dù hoạt động tại một số bệnh viện công chậm lại do quá trình sáp nhập hành chính cấp tỉnh. IMP hiện chiếm 1% thị phần ở thầu nhóm 1 (tăng từ 0,5% năm 2024) và duy trì vị thế dẫn đầu ở nhóm 2 với 23% thị phần, cao hơn đáng kể so với các đối thủ (<10%). Khu vực miền Bắc tiếp tục tăng trưởng vượt trội, với doanh thu OTC chiếm 10% doanh thu OTC (so với mức 7% vào cuối năm 2024). Công ty cũng hỗ trợ cho các nhà thuốc nhỏ gặp khó khăn trong thời gian hiện tại, điều này làm tăng mức giảm trừ doanh thu trong ngắn hạn.



Nguồn: IMP

Triển vọng Q4/2025 và năm 2026

Ban lãnh đạo kỳ vọng tăng trưởng của mảng OTC sẽ trở lại trong Q4/2025, khi các nhà thuốc thường tăng cường nhập hàng vào cuối năm. Doanh thu cũng được hỗ trợ bởi việc ra mắt 20 sản phẩm mới trong năm. Tháng 9 ghi nhận sự phục hồi mạnh với doanh thu tăng 25% so với tháng trước và lợi nhuận trước thuế tăng 101%. Dây chuyền mới của nhà máy IMP4 đi vào vận hành trong Q4/2025 sẽ góp thêm tăng trưởng trung hạn, trong khi tiến độ dự án IMP5 đang ở khâu phê duyệt, nhưng vẫn được kỳ vọng khởi công vào cuối Q4/2025 hoặc đầu Q1/2026. Chúng tôi dự báo mảng ETC sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng nhờ mở rộng danh mục sản phẩm (thuốc mới và thuốc generic đầu tiên), cùng với các yếu tố chính sách thuận lợi (trong đó nổi bật là chương trình của Chính phủ cho phép toàn dân được khám sức khỏe miễn phí một lần mỗi năm bắt đầu từ năm 2026).

Liên quan đến giao dịch giữa cổ đông lớn SK (Hàn Quốc) và đối tác mua tiềm năng Livzhon Pharmaceutical (Trung Quốc), quá trình đàm phán vẫn đang được tiến hành.

Định giá và Luận điểm đầu tư

Chúng tôi cho rằng IMP có thể duy trì tăng trưởng trung hạn nhờ mở rộng danh mục sản phẩm và cải thiện biên lợi nhuận thông qua tối ưu cơ cấu sản phẩm và nâng cao hiệu suất vận hành nhà máy. Tuy nhiên, năm 2025 là một năm không thuận lợi khi công ty mới chỉ hoàn thành 68% kế hoạch doanh thu và 63% kế hoạch lợi nhuận năm, do đó cần sự bứt tốc trong quý 4. Chúng tôi điều chỉnh giảm khoảng 5% dự báo lợi nhuận năm 2025 để phản ánh chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) cao hơn và tốc độ phục hồi OTC chậm hơn dự kiến, tương ứng doanh thu ước đạt 2.500 tỷ đồng (+16% svck) và lợi nhuận sau thuế 379 tỷ đồng (+18% svck). Sang năm 2026, chúng tôi ước doanh thu và lợi nhuận đạt lần lượt 2.844 tỷ đồng (+11% svck) và 456 tỷ đồng (+20% svck).

Tại mức giá 48.950 đồng/cổ phiếu, IMP đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 2026 là 16,5x, thấp hơn mức trung bình 5 năm là 18x và mức trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực là 20x. Dựa trên phương pháp định giá kết hợp DCF và P/E (với P/E mục tiêu 18x), chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu 12 tháng xuống **55.000 đồng/cổ phiếu** (từ 58.000 đồng), tương ứng tiềm năng tăng giá là 12%. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu IMP.

Rủi ro

- Đà phục hồi nhu cầu thấp hơn kỳ vọng
- Chi phí bán hàng ở kênh OTC tăng cao.

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research. Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	106	162	534	489
+ Đầu tư ngắn hạn	93	142	142	142
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	297	384	412	477
+ Hàng tồn kho	699	705	754	837
+ Tài sản ngắn hạn khác	12	17	17	20
Tổng tài sản ngắn hạn	1.207	1.410	1.858	1.965
+ Các khoản phải thu dài hạn	2	2	3	3
+ GTCL Tài sản cố định	936	859	830	974
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	47	44	44	44
+ Đầu tư dài hạn	71	67	67	67
+ Tài sản dài hạn khác	129	124	152	161
Tổng tài sản dài hạn	1.185	1.095	1.096	1.249
Tổng tài sản	2.393	2.505	2.954	3.214
+ Nợ ngắn hạn	308	322	394	419
Trong đó: vay ngắn hạn	49	86	97	107
+ Nợ dài hạn	0	0	152	84
Trong đó: vay dài hạn	0	0	152	84
Tổng nợ phải trả	308	322	546	503
+ Vốn góp	700	1.540	1.540	1.540
+ Thặng dư vốn cổ phần	507	187	187	187
+ Lợi nhuận chưa phân phối	440	321	546	848
+ Quỹ khác	437	135	135	135
Vốn chủ sở hữu	2.085	2.183	2.408	2.710
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	2.393	2.505	2.954	3.214
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-30	214	424	426
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	70	-125	-60	-260
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-112	-33	8	-211
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-73	56	372	-44
Tiền đầu kỳ	179	106	162	534
Tiền cuối kỳ	106	162	534	489
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	3,92	4,38	4,71	4,69
Hệ số thanh toán nhanh	1,61	2,14	2,76	2,64
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,65	0,95	1,71	1,51
Nợ ròng / EBITDA	-0,15	-0,13	-0,31	-0,42
Khả năng thanh toán lãi vay	63,5	116,84	32,85	43,54
Ngày phải thu	44,7	49,3	50	50
Ngày phải trả	24,1	20	19,9	20,1
Ngày tồn kho	175,1	189,9	175,8	172,6
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,87	0,87	0,82	0,84
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,13	0,13	0,18	0,16
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,15	0,23	0,19
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,04	0,1	0,07
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,04	0,04	0,04

Nguồn: IMP, SSI ước tính

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	1.994	2.205	2.553	2.844
Giá vốn hàng bán	-1.184	-1.350	-1.515	-1.681
Lợi nhuận gộp	811	856	1.038	1.162
Doanh thu hoạt động tài chính	25	13	14	34
Chi phí tài chính	-31	-25	-38	-39
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-310	-312	-377	-419
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-120	-128	-166	-171
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	374	403	472	567
Thu nhập khác	3	1	3	3
Lợi nhuận trước thuế	377	404	474	570
Lợi nhuận ròng	300	321	379	456
Lợi nhuận chia cho cổ đông	300	321	379	456
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)				
Giá trị sổ sách (VND)	29.763	14.172	15.635	17.595
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.000	1.000	1.000	1.000
EBIT	383	408	489	583
EBITDA	466	513	578	700
Tăng trưởng				
Doanh thu	21,3%	10,6%	15,8%	11,4%
EBITDA	31,0%	10,2%	12,5%	21,1%
EBIT	29,8%	6,4%	20,0%	19,2%
Lợi nhuận ròng	34,0%	7,1%	18,2%	20,2%
Vốn chủ sở hữu	10,0%	4,7%	10,3%	12,5%
Vốn điều lệ	5,0%	119,9%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	5,1%	4,7%	18,0%	8,8%
Định giá				
P/E	13,2	27,2	19,9	16,5
P/B	1,9	4	3,1	2,8
Giá/Doanh thu	1,9	2,9	3	2,7
Tỷ suất cổ tức	1,8%	1,8%	2,0%	2,0%
EV/EBITDA	8,2	16,6	12,8	10,6
EV/Doanh thu	1,9	3,9	2,9	2,6
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	40,6%	38,8%	40,6%	40,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	18,2%	18,1%	18,7%	19,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	15,0%	14,6%	14,9%	16,0%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	15,5%	14,2%	14,8%	14,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	6,0%	5,8%	6,5%	6,0%
ROE	15,1%	15,0%	16,5%	17,8%
ROA	12,8%	13,1%	13,9%	14,8%
ROIC	14,8%	14,7%	15,9%	16,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư
Phạm Lưu Hưng
Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường
Đào Minh Châu
Phó giám đốc Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích Ngành Y tế & Dược phẩm
Đặng Trần Minh
Chuyên viên Phân tích cổ phiếu
minhdt1@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu
Nguyễn Thị Anh Thư
Chuyên viên hỗ trợ
thunta2@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321