# Ngành Dược phẩm: Áp lực chi phí đầu vào gia tăng; hạ khuyến nghị

**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**
Trưởng phòng
*giang.bnc@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 369*

**Trần Hương Mỹ**
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
*my.th@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 362*

- Mặc dù triển vọng dài hạn của ngành vẫn tích cực nhờ các chính sách mới đang được triển khai nhằm nâng cao tính minh bạch, tăng cường kỷ cương thị trường và hỗ trợ năng lực sản xuất trong nước, nhưng triển vọng ngắn hạn đang trở nên thách thức hơn.
- Kể từ khi xung đột giữa Mỹ-Iran leo thang, giá các hoạt chất dược phẩm (API) nhìn chung có xu hướng tăng, mặc dù mức độ tác động khác nhau tùy từng hoạt chất. Theo đó, áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp được dự báo sẽ bắt đầu rõ nét từ cuối năm 2026 và kéo dài sang năm 2027.
- Trước diễn biến này, HSC hạ khuyến nghị đối với cả hai cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị là DHG và IMP xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), đồng thời giảm giá mục tiêu xuống 98.000đ đối với DHG (giảm 17%; tiềm năng tăng giá 4,6%) và 47.100đ đối với IMP (giảm 12%; tiềm năng tăng giá 2,1%).

## Áp lực chi phí trong ngắn hạn…

Triển vọng ngắn hạn của ngành đang trở nên thách thức hơn. Kể từ khi xung đột Mỹ-Iran leo thang, giá các hoạt chất dược phẩm (API) nhìn chung đã có xu hướng tăng, mặc dù mức độ tác động khác nhau tùy từng hoạt chất. Phần lớn các doanh nghiệp dược phẩm đã chủ động dự trữ API và các nguyên vật liệu khác như bao bì đủ dùng đến hết Q3/2026. Trong khi đó, khả năng tăng giá bán vẫn chưa thực sự rõ ràng. Dó đó, áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp nhiều khả năng sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm 2026 và kéo dài sang năm 2027.

## …lấn át các yếu tố hỗ trợ dài hạn từ chính sách

Tuy nhiên, về dài hạn, ngành dược phẩm Việt Nam vẫn được hỗ trợ nhờ các chính sách mới đang được triển khai góp phần nâng cao tính minh bạch, tăng cường kỷ cương thị trường và thúc đẩy năng lực sản xuất trong nước.

## Hạ khuyến nghị đối với cả IMP và DHG xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

HSC hạ khuyến nghị đối với cả hai cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị là IMP và DHG xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), phản ánh những thách thức đối với tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn dù triển vọng dài hạn của ngành vẫn tích cực.

**DHG:** HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần của DHG tăng trưởng 11% trong năm 2026 sau đó đi ngang trong năm 2027, khi áp lực từ chi phí API dự kiến sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm nay. Dự báo mới phản ánh việc chúng tôi giảm lần lượt 16% và 22% dự báo lợi nhuận cho các năm 2026 và 2027. Theo đó, chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu xuống 98.000đ và hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Nắm giữ.

Giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021. DHG cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 là 13,5 lần, thấp hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (bao gồm IMP và bốn doanh nghiệp niêm yết trong khu vực) ở mức 18,1 lần, dù mức chiết khấu này không phải là điều bất thường đối với DHG.

**IMP:** HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của IMP sẽ tăng trưởng 7% trong năm 2026, 4% trong năm 2027 và 9% trong năm 2028 (dự báo lần đầu của HSC). Chủ yếu do các điều chỉnh giảm này, HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 47.100đ và hạ khuyến nghị đối với IMP xuống Nắm giữ (tiềm năng tăng giá 2,2%).

Giảm 15% trong 3 tháng qua, cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 19,2 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn (tương đương 2%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,9 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của IMP ở mức 20,3 lần, cao hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,6 lần.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/6.*

| Mã CK | Giá (đồng) | Khuyến nghị Mới | Khuyến nghị Cũ | Giá mục tiêu (đồng) Mới | Th.đổi (%) | Tiềm năng tăng/giảm (%) | P/E (lần) 2026F | P/E (lần) 2027F | EV/EBITDA (lần) 2026F | EV/EBITDA (lần) 2027F | L.suất cổ tức (%) 2026F | L.suất cổ tức (%) 2027F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| DHG | 93,700 | Nắm giữ | Tăng tỷ trọng | 98,000 | (17.3) | 4.59 | 13.5 | 13.5 | 10.2 | 10.1 | 7.47 | 7.47 |
| IMP | 46,100 | Nắm giữ | Tăng tỷ trọng | 47,100 | (12.0) | 2.17 | 20.3 | 19.5 | 12.3 | 12.1 | 1.08 | 1.08 |

*Giá cổ phiếu tại ngày 29/5/2026.*
*Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Mục lục


## Áp lực chi phí đầu vào gia tăng; hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ 3

**KQKD Q1/2026: Bức tranh phân hóa rõ nét 3**

**Triển vọng: Áp lực chi phí trong ngắn hạn nhưng nền tảng tăng trưởng dài hạn vẫn tích cực 3**

**Hạ khuyến nghị đối với IMP và DHG do áp lực ngắn hạn 4**

## Báo cáo thành phần

CTCP Dược Hậu Giang (DHG) 7

CTCP Dược phẩm IMEXPHARM (IMP) 13




Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Áp lực chi phí đầu vào gia tăng; hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

Trong Q1/2026, tổng lợi nhuận thuần của bảy doanh nghiệp dược phẩm niêm yết tại Việt Nam tăng 8% so với cùng kỳ, nhờ lợi nhuận tăng trưởng tích cực tại DHG, IMP và đặc biệt là CTCP Traphaco (TRA; chưa khuyến nghị), bù đắp cho lợi nhuận suy giảm hoặc thua lỗ tại các doanh nghiệp còn lại. Triển vọng ngắn hạn của ngành vẫn còn nhiều thách thức khi giá các hoạt chất dược phẩm (API) đang có xu hướng tăng sau khi xung đột Mỹ-Iran leo thang (dù mức độ tác động khác nhau tùy từng hoạt chất), làm gia tăng rủi ro thu hẹp tỷ suất lợi nhuận từ cuối năm 2026. Tuy nhiên, về dài hạn, ngành dược phẩm vẫn được hỗ trợ bởi các chính sách mới đang được triển khai nhằm nâng cao tính minh bạch, tăng cường kỷ cương thị trường và cải thiện năng lực cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Trong bối cảnh đó, HSC hạ khuyến nghị đối với cả hai cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị là DHG và IMP xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), phản ánh những thách thức đối với tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn dù triển vọng dài hạn của ngành vẫn tích cực.

## KQKD Q1/2026: Bức tranh phân hóa rõ nét

KQKD Q1/2026 của bảy doanh nghiệp dược phẩm niêm yết tại Việt Nam cho thấy sự phân hóa đáng kể, với tổng doanh thu thuần tăng 4% và lợi nhuận thuần tăng 8% so với cùng kỳ (Bảng 1-2). Các điểm đáng chú ý gồm:

- DHG tiếp tục giữ vị thế là doanh nghiệp dược phẩm nội địa có doanh thu lớn nhất, với doanh thu thuần đạt 1.198 tỷ đồng (tăng 0,3% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh 19% nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện.
- IMP ghi nhận doanh thu thuần giảm 8% so với cùng kỳ khi cả kênh OTC và ETC đều hoạt động kém. Doanh thu kênh OTC giảm do các nhà thuốc thận trọng trong việc dự trữ hàng trước các quy định mới và khả năng điều chỉnh giá bán, trong khi kênh ETC chịu áp lực cạnh tranh gia tăng và ảnh hưởng từ hoạt động bảo trì dây chuyền IMP3. Tuy nhiên, Công ty vẫn ghi nhận lợi nhuận tăng 10% nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện và kiểm soát chi phí hiệu quả.
- TRA và DMC (chưa khuyến nghị) ghi nhận doanh thu thuần tăng trưởng mạnh lần lượt tăng 14% và 11% so với cùng kỳ. Trong đó, TRA nổi bật với mức tăng trưởng lợi nhuận đạt 48%. Ngược lại, DBD (chưa khuyến nghị) và DHT (chưa khuyến nghị) đều ghi nhận doanh thu tăng nhưng lợi nhuận giảm. Đáng chú ý, DHT có mức giảm lợi nhuận mạnh nhất, giảm 58% so với cùng kỳ do tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp đáng kể. DCL (chưa khuyến nghị) là doanh nghiệp duy nhất ghi nhận thua lỗ trong quý, với doanh thu thuần giảm 5% và lợi nhuận thuần giảm 107% so với cùng kỳ, cho thấy xu hướng suy giảm vẫn tiếp diễn.

**Bảng 1: Doanh thu thuần, một số doanh nghiệp ngành dược phẩm niêm yết của Việt Nam**

Tổng doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ trong Q1/2026

| Tỷ đồng | Q1/2025 | Q1/2026 | So với cùng kỳ |
|---|---|---|---|
| DHG | 1,195 | 1,198 | 0.3% |
| IMP | 594 | 546 | -8.1% |
| DBD | 441 | 448 | 1.6% |
| TRA | 555 | 633 | 14.0% |
| DMC | 469 | 520 | 10.8% |
| DHT | 496 | 569 | 14.7% |
| DCL | 340 | 324 | -4.7% |
| **Tổng** | **4,090** | **4,238** | **3.6%** |

*Nguồn: Các công ty*

**Bảng 2: Lợi nhuận thuần, một số doanh nghiệp ngành dược phẩm niêm yết của Việt Nam**

Tổng lợi nhuận thuần tăng 8% so với cùng kỳ trong Q1/2026

| Tỷ đồng | Q1/2025 | Q1/2026 | So với cùng kỳ |
|---|---|---|---|
| DHG | 266 | 316 | 18.6% |
| IMP | 74 | 82 | 10.1% |
| DBD | 81 | 80 | -0.9% |
| TRA | 42 | 62 | 47.7% |
| DMC | 47 | 53 | 12.5% |
| DHT | 21 | 9 | -57.5% |
| DCL | 25 | (2) | -107.3% |
| **Tổng** | **557** | **600** | **7.7%** |

*Nguồn: Các công ty*

## Triển vọng: Áp lực chi phí trong ngắn hạn nhưng nền tảng tăng trưởng dài hạn vẫn tích cực

### Ngắn hạn: Chi phí đầu vào tăng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận từ cuối năm 2026



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Kể từ khi xung đột xung Mỹ-Iran leo thang, giá các hoạt chất dược phẩm (API) nhìn chung đã có xu hướng tăng, mặc dù mức độ tác động khác nhau tùy từng hoạt chất. Nguyên nhân chủ yếu do giá dầu tăng, chi phí vận chuyển gia tăng và những gián đoạn trong chuỗi cung ứng, đặc biệt trên các tuyến vận tải quan trọng như eo biển Hormuz. Tuy nhiên, thị trường hiện vẫn chưa ghi nhận một đợt tăng giá API trên diện rộng. Các hoạt chất có nguồn gốc từ hóa dầu, bao gồm paracetamol, được cho là nhóm chịu áp lực lớn hơn.

Phần lớn các doanh nghiệp dược phẩm đã chủ động dự trữ API và các nguyên vật liệu khác như bao bì đủ dùng đến hết Q3/2026. Trong khi đó, khả năng tăng giá bán vẫn chưa thực sự rõ ràng. Do đó, HSC cho rằng áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm 2026 và có thể kéo dài trong suốt năm 2027.

**Dài hạn: Các chính sách hỗ trợ tiếp tục tạo động lực cho doanh nghiệp dược trong nước**

Về dài hạn, ngành dược phẩm Việt Nam vẫn được hỗ trợ bởi các chính sách mới đang được triển khai nhằm nâng cao tính minh bạch, tăng kỷ cương thị trường và thúc đẩy năng lực sản xuất trong nước. Cụ thể:

- Việc triển khai **Nghị định 90/2026** giúp siết chặt hoạt động bán thuốc kê đơn qua kênh OTC, qua đó thúc đẩy các hoạt động phân phối tuân thủ quy định và chuyên nghiệp hơn.
- Trong khi đó, Bộ Y tế đang hoàn thiện **dự thảo sửa đổi Thông tư 20/2022**, nhằm mở rộng danh mục thuốc được bảo hiểm y tế chi trả. Dự thảo bổ sung thêm 84 thuốc hóa dược và sinh phẩm mới, bao gồm nhiều loại thuốc điều trị chuyên biệt có chi phí cao và hiệu quả điều trị vượt trội, đặc biệt trong điều trị ung thư và các bệnh mạn tính. Điều này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng nhu cầu tại kênh ETC.
- Bên cạnh đó, **dự thảo thay thế Thông tư 03/2024** được kỳ vọng sẽ mở rộng đáng kể danh mục thuốc sản xuất trong nước được ưu tiên trong đấu thầu, lên 263 loại từ mức 93 loại trước đây. Chính sách này sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp sở hữu nhà máy đạt tiêu chuẩn EU-GMP. Các thuốc được đề xuất bổ sung chủ yếu thuộc các nhóm điều trị bệnh mạn tính như tim mạch, rối loạn chuyển hóa, kháng viêm, chống dị ứng và kháng sinh.

Nhìn chung, các thay đổi về chính sách được kỳ vọng sẽ nâng cao chất lượng của ngành, mở rộng khả năng tiếp cận dịch vụ y tế và tạo ra cơ hội tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp dược phẩm nội địa hàng đầu, đặc biệt là những doanh nghiệp có năng lực sản xuất mạnh và tỷ trọng doanh thu lớn từ kênh bệnh viện.

## Hạ khuyến nghị đối với IMP và DHG do áp lực ngắn hạn

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận đối với cả IMP và DHG, dẫn đến việc giảm 13,4% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2026 và giảm 19,8% dự báo năm 2027. Chúng tôi hiện dự báo tổng lợi nhuận thuần của hai doanh nghiệp sẽ tăng trưởng 9,8% trong năm 2026. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng dự báo sẽ giảm mạnh xuống còn 1,2% trong năm 2027 khi giá API và các chi phí đầu vào khác gia tăng gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn ngành. Mặc dù cả hai doanh nghiệp nhiều khả năng vẫn duy trì có lãi nhưng áp lực chi phí gia tăng dự báo sẽ hạn chế triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn. Cho năm 2028, HSC dự báo tổng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng 8,5%.

**Bảng 3: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, các công ty ngành Dược phẩm trong phạm vi phân tích của HSC**

HSC giảm lần lượt 13% & 20% dự báo tổng lợi nhuận trong năm 2026-2027

| | | 2026F | | | | 2027F | | | | 2028F | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tỷ đồng | 2025 | Cũ | Mới | Tăng trưởng | Điều chỉnh | Cũ | Mới | Tăng trưởng | Điều chỉnh | Dự báo lần đầu | Tăng trưởng |
| IMP | 349 | 402 | 377 | 7.9% | -6.3% | 452 | 392 | 4.1% | -13.2% | 428 | 9.2% |
| DHG | 852 | 1121 | 942 | 10.6% | -16.0% | 1211 | 942 | 0.0% | -22.2% | 1019 | 8.2% |
| **Tổng** | **1,201** | **1,523** | **1,319** | **9.8%** | **-13.4%** | **1,663** | **1,334** | **1.2%** | **-19.8%** | **1,447** | **8.5%** |

*Nguồn: HSC ước tính*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**IMP**: Lợi nhuận thuần Q1/2026 của IMP tăng 10% so với cùng kỳ đạt 82 tỷ đồng mặc dù doanh thu thuần giảm 8% xuống 546 tỷ đồng, khi cả kênh OTC và ETC đều diễn biến kém tích cực. Doanh thu kênh OTC giảm do các nhà thuốc thận trọng trong việc dự trữ hàng trước các quy định mới và khả năng điều chỉnh giá bán, trong khi kênh ETC chịu áp lực cạnh tranh gia tăng và ảnh hưởng từ hoạt động bảo trì tại dây chuyền IMP3. Tuy nhiên, giá vốn hàng bán giảm 11% so với cùng kỳ đã giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 42,5% từ mức 39,5% trong Q1/2025, qua đó nâng tỷ suất lợi nhuận thuần lên mức 15%.

Trong thời gian tới, chi phí logistics và bao bì gia tăng có thể gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ cuối năm 2026, do Công ty hiện chưa có kế hoạch tăng giá bán. HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần của IMP sẽ tăng trưởng 7% trong năm 2026, 4% trong năm 2027 và 9% trong năm 2028. Chúng tôi lùi thời điểm định giá (trong mô hình DCF) thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, giảm 12% giá mục tiêu xuống 47.100đ và hạ khuyến nghị đối với IMP xuống Nắm giữ.

Giảm 15% trong 3 tháng qua, cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 19,2 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn (tương đương 2%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,9 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của IMP ở mức 20,3 lần, cao hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,6 lần.

**DHG**: Trong năm 2025, KQKD của DHG thấp hơn 16% so với dự báo của HSC, khi chi phí bán hàng & quản lý cao hơn dự kiến đã làm lu mờ tác động tích cực từ doanh thu, vốn sát dự báo. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 9% đạt 852 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần tăng trưởng 8%. Sang Q1/2026, lợi nhuận phục hồi mạnh, tăng 19% so với cùng kỳ đạt 316 tỷ đồng dù doanh thu gần như đi ngang. KQKD tích cực được hỗ trợ nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 50,1% và chi phí bán hàng & quản lý được kiểm soát hiệu quả hơn, qua đó nâng tỷ suất lợi nhuận thuần lên mức 26,3%.

HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần của DHG tăng trưởng 11% trong năm 2026 sau đó đi ngang trong năm 2027, khi áp lực từ chi phí API dự kiến sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm nay. Dự báo mới phản ánh việc HSC giảm lần lượt 16% và 22% dự báo lợi nhuận các năm 2026 và 2027 so với trước đó. Theo đó, chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu xuống 98.000đ và hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Nắm giữ.

Giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,5 lần, cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021 ở mức 13,2 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 13,5 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 18,1 lần.

**Bảng 4: Biến động giá cổ phiếu, các công ty ngành Dược phẩm trong phạm vi phân tích của HSC**

DHG và IMP diễn biến kém tích cực hơn so với chỉ số

| % | 1 tháng | 3 tháng | So với đầu năm | 1 năm |
|---|---|---|---|---|
| DHG | -1.5 | -5.8 | -14.4 | -0.4 |
| IMP | -9.2 | -14.6 | -8.1 | -11.2 |
| **Bình quân** | **-7.2** | **-9.3** | **-10.3** | **-9.5** |
| VN Index | 0.5 | 0.9 | 4.4 | 39.8 |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 5: So sánh định giá, các công ty ngành Dược phẩm trong phạm vi phân tích của HSC**

Cả hai cổ phiếu hiện đang giao dịch quanh mức định giá hợp lý theo các chỉ số định giá chính

| Đồng | Khuyến nghị Cũ | Khuyến nghị Mới | Thị giá | Giá mục tiêu Cũ | Giá mục tiêu Mới | Tiềm năng tăng / giảm | P/E trượt dự phóng 1 năm | P/E trượt dự phóng bình quân 3 năm | Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| DHG | Tăng tỷ trọng | Nắm giữ | 93,700 | 118,500 | 98,000 | 4.6% | 19.2 | 18.9 | 0.3 |
| IMP | Tăng tỷ trọng | Nắm giữ | 46,100 | 53,500 | 47,100 | 2.2% | 13.5 | 13.2 | 0.1 |
| **Bình quân** | | | | | | **3.9%** | **16.4** | **16.1** | **0.2** |

*Nguồn: HSC ước tính*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 6: So sánh các công ty cùng ngành, các công ty ngành Dược phẩm trong phạm vi phân tích của HSC**

DHG phần nào hấp dẫn hơn nhờ P/E thấp hơn mức bình quân của ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa (triệu USD) | P/E 2026 | P/E 2027 |
|---|---|---|---|---|
| CTCP Dược Hậu Giang | DHG VN | 565 | 13.5 | 13.5 |
| Imexpharm Pharmaceutical | IMP VN | 275 | 20.3 | 19.5 |
| Chugai Pharmaceutical | 4519 JP | 83,347 | 25.6 | 22.2 |
| Otsuka Holding Co Ltd | 4578 JP | 39,493 | 19.6 | 18.6 |
| Joincare Pharmaceutical Group | 600380 CH | 2,764 | 12.7 | 11.8 |
| Livzon Pharmaceutical Group | 000513 CH | 3,710 | 12.6 | 11.4 |
| **Bình quân** | | **21,692** | **17.4** | **16.2** |

*Nguồn: HSC ước tính*



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

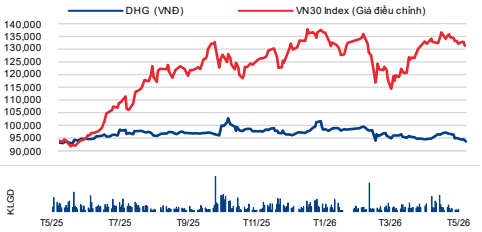
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Nắm giữ** *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ98,000 *(từ VNĐ118,500)*
Tiềm năng tăng/giảm: 4.6%

| Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026) | 93,700 |
|---|---|
| Mã Bloomberg | DHG VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 92,903-102,792 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 94,280 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 12,251 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 465 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 131 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 131 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 59.8 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 100% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 54.2% |
| Tỷ lệ freefloat | 2.85% |
| Cổ đông lớn | Dược phẩm Taisho (51.0%) |

*Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC*

**Biểu đồ giá**




| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|---|---|---|---|
| Cổ phiếu thường | (1.46) | (5.80) | (0.37) |
| So với chỉ số | (0.33) | (2.88) | (28.7) |
| So với ngành | - | - | - |

*Nguồn: Công ty, FactSet*

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---|---|---|---|
| 2026F | 6,954 | 8,296 | (16.2) |
| 2027F | 6,952 | 8,847 | (21.4) |
| 2028F | 7,421 | - | N/a |

*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*

**Mô tả doanh nghiệp**

DHG Pharma sản xuất và kinh doanh dược phẩm, thực phẩm chức năng và mỹ phẩm. Công ty sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp trên toàn quốc.

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**
Trưởng phòng
*giang.bnc@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 369*

**Trần Hương Mỹ**
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
*my.th@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 362*

# Hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ do áp lực chi phí đầu vào

- HSC giảm 17% giá mục tiêu của DHG xuống 98.000đ, chủ yếu do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 4,6% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DHG xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng).
- HSC giảm lần lượt 16% và 22% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026 và 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% trong năm 2026 trước khi đi ngang trong năm 2027, khi áp lực từ chi phí API dự báo sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm nay.
- Giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021. HSC cho rằng mức định giá hiện tại là hợp lý xét đến triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới.

## Sự kiện: KQKD năm 2025 và Q1/2026 trái chiều

Lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 852 tỷ đồng, tăng trưởng 9% nhưng thấp hơn 16% so với dự báo của HSC, khi chi phí bán hàng & quản lý cao hơn dự kiến đã làm lu mờ tác động tích cực từ doanh thu tăng trưởng 8% (sát dự báo). Trong khi đó, lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng mạnh 19% so với cùng kỳ đạt 316 tỷ đồng dù doanh thu gần như đi ngang, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 50,1% và chi phí bán hàng & quản lý được kiểm soát hiệu quả hơn.

## Tác động: Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng 11% trong năm 2026 nhưng đi ngang trong năm 2027

HSC hiện cho rằng đà tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong Q1/2026 của DHG sẽ không duy trì được khi áp lực từ chi phí API bắt đầu gia tăng sau khi xung đột Mỹ-Iran leo thang. Chủ yếu do yếu tố này, chúng tôi giảm lần lượt 16% và 22% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026 và 2027 so với dự báo trước đó. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% trong năm 2026 trước khi đi ngang trong năm 2027, khi áp lực từ chi phí API dự báo sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm nay. Trong khi đó, dự báo lần đầu của chúng tôi cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần chỉ tăng trưởng 7%, một mức tăng trưởng tương đối khiêm tốn.

## Định giá và khuyến nghị

Giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của DHG ở mức 13,5 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 18,1 lần, dù mức chiết khấu này không phải là điều bất thường đối với DHG. HSC giảm 17% giá mục tiêu xuống 98.000đ do điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Nắm giữ.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 1,090 | 1,072 | 1,176 ▼ | 1,197 ▼ | 1,280 |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 779 | 852 | 942 ▼ | 942 ▼ | 1,005 |
| EPS ĐC (đồng) | 5,763 | 6,293 | 6,954 ▼ | 6,952 ▼ | 7,421 |
| DPS (đồng) | 7,500 | 10,000 | 7,000 ▼ | 7,000 ▼ | 7,001 |
| BVPS (đồng) | 31,318 | 31,644 | 28,648 ▲ | 28,650 | 29,125 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 11.8 | 11.3 | 10.2 | 10.1 | 9.43 |
| P/E ĐC (lần) | 16.3 | 14.9 | 13.5 | 13.5 | 12.6 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 8.00 | 10.7 | 7.47 | 7.47 | 7.47 |
| P/B (lần) | 2.99 | 2.96 | 3.27 | 3.27 | 3.22 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (25.8) | 9.19 | 10.5 | (0.03) | 6.74 |
| ROAE (%) | 17.4 | 20.7 | 23.9 | 25.1 | 26.6 |

*Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.*
*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Giảm 17% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

Lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 852 tỷ đồng, tăng trưởng 9% nhưng thấp hơn 16% so với dự báo của HSC, do chi phí bán hàng & quản lý cao hơn dự kiến đã làm lu mờ tác động tích cực từ tăng trưởng doanh thu 8% (sát dự báo). Trong khi đó, lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng mạnh 19% so với cùng kỳ đạt 316 tỷ đồng dù doanh thu gần như đi ngang, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 50,1% và chi phí bán hàng & quản lý được kiểm soát hiệu quả hơn. Tuy nhiên, HSC cho rằng đà tăng trưởng này khó duy trì khi áp lực từ chi phí API gia tăng sau khi xung đột Mỹ-Iran leo thang. Theo đó, chúng tôi giảm 16-22% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, tương ứng lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% trong năm nay và gần như đi ngang trong năm tới. HSC đồng thời giảm 17% giá mục tiêu xuống 98.000đ và hạ khuyến nghị đối với DHG xuống Nắm giữ (tiềm năng tăng giá 4,6%).

## KQKD gần đây trái chiều

### Lợi nhuận năm 2025 thấp hơn 16% dự báo do chi phí bán hàng tăng cao

KQKD năm 2025 nhìn chung sát với dự báo về doanh thu nhưng thấp hơn kỳ vọng về lợi nhuận do chi phí bán hàng & quản lý tăng cao hơn dự kiến. Doanh thu thuần tăng trưởng 8% đạt 5.267 tỷ đồng, cao hơn 4% so với dự báo của HSC. Tuy nhiên, chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh 27,6%, cao hơn 17,4% so với dự báo, qua đó gây áp lực lên lợi nhuận. Kết quả là lợi nhuận thuần tăng trưởng 9,4% đạt 852 tỷ đồng, thấp hơn 15,5% so với ước tính của HSC.

**Bảng 7: KQKD năm 2025, DHG**

Lợi nhuận thuần thấp hơn 16% so với dự báo

| Tỷ đồng | 2024 | 2025 | Tăng trưởng | Thực tế 2025 so với dự báo 2025 của HSC |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 4,885 | 5,267 | 7.8% | 3.7% |
| Giá vốn hàng bán | (2,747) | (2,761) | 0.5% | 5.6% |
| Lợi nhuận gộp | 2,138 | 2,506 | 17.2% | 1.7% |
| Chi phí BH&QL | (1,217) | (1,554) | 27.6% | 17.4% |
| LNTT | 987 | 1,094 | 10.9% | -6.7% |
| **Lợi nhuận thuần** | **779** | **852** | **9.4%** | **-15.5%** |
| *Tỷ suất lợi nhuận gộp* | *43.8%* | *47.6%* | | |
| *Chi phí BH&QL/doanh thu* | *24.9%* | *29.5%* | | |
| *Tỷ suất lợi nhuận thuần* | *17.4%* | *17.9%* | | |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 8: KQKD Q1/2026, DHG**

Lợi nhuận thuần tăng tăng 19% so với cùng kỳ trong Q1/2026

| Tỷ đồng | Q1/2025 | Q1/2026 | So với cùng kỳ | Q1/2026 thực tế so với Q1/2026 dự báo |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu thuần | 1,195 | 1,198 | 0.3% | 0.0% |
| Giá vốn hàng bán | (627) | (598) | -4.7% | |
| Lợi nhuận gộp | 567 | 600 | 5.8% | |
| Chi phí BH&QL | (282) | (271) | -4.0% | |
| LNTT | 293 | 347 | 18.5% | -10.0% |
| **Lợi nhuận thuần** | **266** | **316** | **18.6%** | **-10.0%** |
| *Tỷ suất lợi nhuận gộp* | *47.5%* | *50.1%* | | |
| *Chi phí BH&QL/doanh thu* | *23.6%* | *22.6%* | | |
| *Tỷ suất lợi nhuận thuần* | *22.3%* | *26.3%* | | |

*Nguồn: HSC ước tính*

### KQKD Q1/2026: Lợi nhuận tăng 19% nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện

Trong Q1/2026, DHG ghi nhận KQKD tích cực hơn, với lợi nhuận thuần tăng 19% so với cùng kỳ đạt 316 tỷ đồng (bằng 28% dự báo cho cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD), dù doanh thu thuần gần như đi ngang ở mức 1.198 tỷ đồng (tăng



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

0,3% so với cùng kỳ; bằng 22% dự báo). Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ sự cải thiện đáng kể của tỷ suất lợi nhuận gộp, tăng lên 50,1% từ mức 47,5% trong Q1/2025, nhờ giá vốn hàng bán giảm 5% so với cùng kỳ. Đồng thời, chi phí bán hàng & quản lý giảm 4%, kéo tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu xuống 22,6% từ mức 23,6%, phản ánh hiệu quả kiểm soát chi phí được cải thiện. Nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận thuần cải thiện đáng kể lên 26,3% từ mức 22,3% trong cùng kỳ năm trước.

**Bảng 9: Cơ cấu doanh thu thuần, DHG**

Doanh thu chỉ tăng nhẹ trong Q1/2026

| Tỷ đồng | Q1/25 | Q1/26 | So với cùng kỳ |
|---|---|---|---|
| Thuốc thành phẩm | 1,090 | 1,091 | 0.1% |
| Hàng thương mại & khác | 104 | 107 | 2.8% |
| **Tổng** | **1,195** | **1,198** | **0.3%** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 10: Tỷ suất lợi nhuận gộp, DHG**

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể

| | Q1/25 | Q1/26 | Chênh lệch (điểm cơ bản) |
|---|---|---|---|
| Thuốc thành phẩm | 51.1% | 53.2% | 215 |
| Hàng thương mại & khác | 10.1% | 17.6% | 750 |
| **Tổng** | **47.5%** | **50.1%** | **260** |

*Nguồn: HSC ước tính*

## Dự báo mới: Lợi nhuận tăng trưởng 11% trong năm 2026, sau đó đi ngang trong năm 2027

HSC giảm lần lượt 16% và 22% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026 và 2027 so với dự báo trước đó. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 11% trong năm 2026 trước khi đi ngang trong năm 2027, khi áp lực từ chi phí API dự báo sẽ bắt đầu xuất hiện từ cuối năm nay. Trong khi đó, dự báo lần đầu của chúng tôi cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần chỉ tăng trưởng 7%, một mức tăng trưởng tương đối khiêm tốn.

Chi tiết dự báo được trình bày tại Bảng 11-13.

**Bảng 11: Dự báo cũ và mới, DHG**

HSC điều chỉnh giảm 16-22% dự báo lợi nhuận thuần

| Tỷ đồng | Dự báo cũ | Dự báo mới (thực tế 2025) | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|---|---|---|---|---|
| **2025** | | | | |
| Doanh thu thuần | 5,079 | 5,267 | 3.7% | 7.8% |
| Lợi nhuận thuần | 1,009 | 852 | -15.5% | 9.4% |
| **2026** | | | | |
| Doanh thu thuần | 5,425 | 5,410 | -0.3% | 2.7% |
| Lợi nhuận thuần | 1,121 | 942 | -15.9% | 10.5% |
| **2027** | | | | |
| Doanh thu thuần | 5,744 | 5,728 | -0.3% | 5.9% |
| Lợi nhuận thuần | 1,211 | 942 | -22.2% | 0.0% |
| **2028** | | | | |
| Doanh thu thuần | | 6,065 | | 5.9% |
| Lợi nhuận thuần | | 1,019 | | 8.2% |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 12: Dự báo doanh thu thuần cũ và mới theo mảng kinh doanh, DHG**

Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo doanh thu thuần

| | 2025 | | 2026 | | 2027 | | 2028 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Tỷ đồng | Cũ | Thực tế | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Mới |
| Doanh thu thuốc tự sản xuất | 4,676 | 4,759 | 5,002 | 4,877 | 5,300 | 5,169 | 5,478 |
| Tăng trưởng | 8.5% | 10.4% | 7.0% | 2.5% | 6.0% | 6.0% | 6.0% |
| Điều chỉnh | | 1.8% | | -2.5% | | -2.5% | |
| Doanh thu thương mại & doanh thu khác | 403 | 508 | 423 | 533 | 444 | 559 | 587 |
| Tăng trưởng | -29.8% | -11.5% | 5.0% | 5.0% | 5.7% | 5.0% | 5.0% |
| Điều chỉnh | | 26.1% | | 26.1% | | 26.1% | |
| **Tổng** | **5,079** | **5,267** | **5,425** | **5,410** | **5,744** | **5,728** | **6,065** |
| **Tăng trưởng** | **4.0%** | **7.8%** | **6.8%** | **2.7%** | **5.9%** | **5.9%** | **5.9%** |
| **Điều chỉnh** | | **3.7%** | | **-0.3%** | | **-0.3%** | |

*Nguồn: HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 13: Dự báo tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu, cũ và mới, DHG**

Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu

| | 2025 | | 2026F | | 2027F | | 2028F |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Cũ | Thực tế | Cũ | Mới | Cũ | Mới | Mới |
| Tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu | 26% | 29.5% | 25.3% | 29.5% | 25.1% | 29.3% | 29.1% |

*Nguồn: HSC ước tính*

## Giảm 17% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 17% giá mục tiêu xuống 98.000đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá 4,6%.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá DHG và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027. Chúng tôi duy trì giả định WACC ở mức 11,5%, với các giả định cơ sở không đổi gồm phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, lãi suất phi rủi ro 4% và beta 0,9.

HSC thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro trong Bảng 17.

**Bảng 14: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, DHG**

| Tỷ đồng | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---|---|---|---|---|---|
| LNST | 942 | 942 | 1,005 | 1,088 | 1,177 |
| + Khấu hao | 139 | 143 | 147 | 151 | 156 |
| + Chi phí lãi vay sau thuế | - | - | - | - | - |
| - Thay đổi vốn lưu động | (111) | (124) | (130) | (146) | (183) |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định | (27) | (73) | (75) | (77) | (79) |
| **Dòng tiền tự do của doanh nghiệp** | **943** | **888** | **947** | **1,016** | **1,070** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 15: Tính toán WACC, DHG**

WACC là 11,5%

| | Giả định |
|---|---|
| Tỷ trọng vốn CSH | 95% |
| Beta | 0.9 |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0% |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 8.75% |
| **Chi phí vốn CSH** | **11.9%** |
| Tỷ trọng nợ | 5% |
| Chi phí nợ | 6.0% |
| Thuế suất | 13.9% |
| **Chi phí nợ sau thuế** | **5.2%** |
| **WACC** | **11.5%** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 16: Tính toán giá mục tiêu, DHG**

Giá mục tiêu là 98.600đ/cp

| Tỷ đồng | Giá trị (giữa 2027) |
|---|---|
| Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%) | 11,441 |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn | 7,818 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 3,365 |
| **Giá trị của doanh nghiệp** | **11,183** |
| Tiền mặt | 1,708 |
| Nợ | - |
| **Giá trị vốn CSH** | **12,891** |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 130.7 |
| **Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)** | **98,599** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 17: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, DHG**

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

| Đồng | | Lãi suất phi rủi ro | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 5.0% |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 1.0% | 99,712 | 95,877 | 92,395 | 89,220 | 86,312 |
| | 1.5% | 103,366 | 99,151 | 95,343 | 91,884 | 88,731 |
| | 2.0% | 107,446 | 102,787 | **98,599** | 94,815 | 91,381 |
| | 2.5% | 112,031 | 106,847 | 102,216 | 98,054 | 94,295 |
| | 3.0% | 117,219 | 111,410 | 106,256 | 101,653 | 97,517 |

*Nguồn: HSC ước tính*

### Bối cảnh định giá

Giảm 6% trong 3 tháng qua, cổ phiếu DHG hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,5 lần, chỉ cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2021.



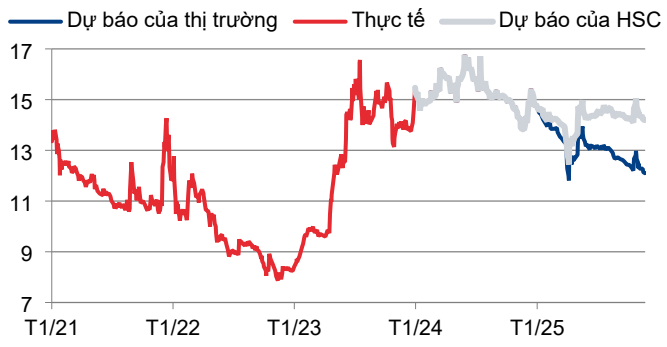
Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của DHG ở mức 13,5 lần, thấp hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 18,1 lần, dù mức chiết khấu này không phải là điều bất thường đối với DHG.

**Biểu đồ 18: P/E trượt dự phóng 1 năm, DHG**

DHG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,5 lần...




*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*

**Biểu đồ 19: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, DHG**

...cao hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 13,2 lần

*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*

**Bảng 20: So sánh các công ty cùng ngành, DHG**

DHG đang giao dịch với định giá thấp hơn các công ty cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa (triệu USD) | P/E 2026 | P/E 2027 |
|---|---|---|---|---|
| CTCP Dược phẩm Imexpharm | IMP VN | 275 | 20.3 | 19.5 |
| Chugai Pharmaceutical | 4519 JP | 83,347 | 25.6 | 22.2 |
| Otsuka Holding Co Ltd | 4578 JP | 39,493 | 19.6 | 18.6 |
| Joincare Pharmaceutical Group | 600380 CH | 2,764 | 12.7 | 11.8 |
| Livzon Pharmaceutical Group | 000513 CH | 3,710 | 12.6 | 11.4 |
| **Bình quân** | | **25,918** | **18.1** | **16.7** |
| **CTCP Dược Hậu Giang** | **DHG VN** | **565** | **13.5** | **13.5** |

*Nguồn: HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu | 4,885 | 5,267 | 5,410 | 5,728 | 6,065 |
| Lợi nhuận gộp | 2,138 | 2,506 | 2,632 | 2,732 | 2,898 |
| Chi phí BH&QL | (1,217) | (1,554) | (1,594) | (1,677) | (1,765) |
| Thu nhập khác | - | - | - | - | - |
| Chi phí khác | - | - | - | - | - |
| **EBIT** | **920** | **953** | **1,037** | **1,054** | **1,133** |
| Lãi vay thuần | 134 | 97.4 | 126 | 112 | 112 |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận khác | - | - | - | - | - |
| LN không thường xuyên | (150) | (63.4) | (69.4) | (72.9) | (78.2) |
| **LNTT** | **904** | **987** | **1,094** | **1,094** | **1,167** |
| Chi phí thuế TNDN | (126) | (134) | (152) | (152) | (162) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| **Lợi nhuận thuần** | **779** | **852** | **942** | **942** | **1,005** |
| | | | | | |
| **Lợi nhuận thuần ĐC** | **779** | **852** | **942** | **942** | **1,005** |
| **EBITDA ĐC** | **1,090** | **1,072** | **1,176** | **1,197** | **1,280** |
| | | | | | |
| EPS (đồng) | 5,763 | 6,293 | 6,954 | 6,952 | 7,421 |
| EPS ĐC (đồng) | 5,763 | 6,293 | 6,954 | 6,952 | 7,421 |
| DPS (đồng) | 7,500 | 10,000 | 7,000 | 7,000 | 7,001 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 131 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 131 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 131 | 131 | 131 | 131 | 131 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | 920 | 953 | 1,037 | 1,054 | 1,133 |
| Khấu hao | (170) | (119) | (139) | (143) | (147) |
| Lãi vay thuần | 134 | 97.4 | 126 | 112 | 112 |
| Thuế TNDN đã nộp | (101) | (125) | (152) | (152) | (162) |
| Thay đổi vốn lưu động | 505 | 322 | (101) | (154) | (151) |
| Khác | (310) | (153) | (69.4) | (72.9) | (78.2) |
| **LCT thuần từ HĐKD** | **1,318** | **1,213** | **980** | **931** | **1,001** |
| Đầu tư TS dài hạn | (88.7) | (31.1) | (26.5) | (72.8) | (74.9) |
| Góp vốn & đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 0.97 | 1.24 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | (358) | 842 | 461 | 0.26 | (9.82) |
| **LCT thuần từ HĐĐT** | **(446)** | **812** | **434** | **(72.5)** | **(84.7)** |
| Cổ tức trả cho CSH | (981) | (1,307) | (1,307) | (915) | (915) |
| Thu từ phát hành CP | - | - | - | - | - |
| Tăng/giảm nợ | 77.7 | (650) | 0 | 0 | 0 |
| Khác | - | - | - | - | - |
| **LCT thuần từ HĐTC** | **(903)** | **(1,957)** | **(1,307)** | **(915)** | **(915)** |
| | | | | | |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 94.2 | 63.0 | 130 | 237 | 180 |
| **LCT thuần trong kỳ** | **(31.2)** | **67.3** | **107** | **(56.9)** | **1.05** |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | - | - | - | - | - |
| **Tiền & tương đương tiền cuối kì** | **63.0** | **130** | **237** | **180** | **181** |
| | | | | | |
| **Dòng tiền tự do** | **1,229** | **1,182** | **953** | **858** | **926** |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| Tiền & tương đương tiền | 62.9 | 130 | 236 | 179 | 181 |
| Đầu tư ngắn hạn | 2,745 | 2,024 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| Phải thu khách hàng | 657 | 684 | 703 | 747 | 792 |
| Hàng tồn kho | 1,115 | 1,025 | 1,111 | 1,259 | 1,395 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 24.0 | 26.0 | 26.7 | 28.3 | 29.9 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **4,604** | **3,889** | **3,578** | **3,713** | **3,898** |
| | | | | | |
| TSCĐ hữu hình | 1,018 | 968 | 900 | 830 | 758 |
| TSCĐ vô hình | 178 | 174 | 174 | 174 | 174 |
| Bất động sản đầu tư | 30.7 | 29.9 | 31.4 | 32.9 | 34.6 |
| Đầu tư dài hạn | 4.44 | 4.63 | 4.63 | 4.63 | 4.63 |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 124 | 108 | 89.4 | 90.9 | 92.6 |
| **Tổng tài sản dài hạn** | **1,355** | **1,285** | **1,200** | **1,133** | **1,064** |
| | | | | | |
| **Tổng cộng tài sản** | **5,959** | **5,174** | **4,778** | **4,847** | **4,962** |
| | | | | | |
| Nợ ngắn hạn | 650 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Phả trả người bán | 167 | 392 | 394 | 425 | 449 |
| Nợ ngắn hạn khác | 861 | 437 | 429 | 456 | 477 |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **1,790** | **966** | **962** | **1,030** | **1,084** |
| | | | | | |
| Nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 2.24 | 0.73 | 0.75 | 0.79 | 0.84 |
| **Tổng nợ dài hạn** | **2.24** | **0.73** | **0.75** | **0.79** | **0.84** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả** | **1,864** | **1,037** | **1,032** | **1,101** | **1,154** |
| | | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 4,095 | 4,137 | 3,746 | 3,746 | 3,808 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Tổng vốn chủ sở hữu** | **4,095** | **4,137** | **3,746** | **3,746** | **3,808** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả và VCSH** | **5,959** | **5,174** | **4,778** | **4,847** | **4,962** |
| | | | | | |
| BVPS (đ) | 31,318 | 31,644 | 28,648 | 28,650 | 29,125 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | 587 | (130) | (236) | (179) | (181) |

| Các chỉ số tài chính | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Chỉ số hoạt động** | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 43.8 | 47.6 | 48.6 | 47.7 | 47.8 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 22.3 | 20.3 | 21.7 | 20.9 | 21.1 |
| Tỷ suất LNT (%) | 15.9 | 16.2 | 17.4 | 16.4 | 16.6 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 13.9 | 13.6 | 13.9 | 13.9 | 13.9 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (2.60) | 7.82 | 2.72 | 5.87 | 5.88 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (4.41) | (1.68) | 9.75 | 1.78 | 6.93 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | (25.9) | 9.43 | 10.5 | (0.03) | 6.74 |
| Tăng trưởng EPS (%) | (25.8) | 9.19 | 10.5 | (0.03) | 6.74 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | (25.8) | 9.19 | 10.5 | (0.03) | 6.74 |
| Tăng trưởng DPS (%) | 114 | 33.3 | (30.0) | 0 | 0.01 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 130 | 159 | 101 | 101 | 94.3 |
| | | | | | |
| **Chỉ số lợi nhuận** | | | | | |
| ROAE (%) | 17.4 | 20.7 | 23.9 | 25.1 | 26.6 |
| ROACE (%) | 20.2 | 22.7 | 25.9 | 27.6 | 29.4 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.81 | 0.95 | 1.09 | 1.19 | 1.24 |
| Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần) | 1.43 | 1.27 | 0.94 | 0.88 | 0.88 |
| Số ngày tồn kho | 148 | 135 | 146 | 153 | 161 |
| Số ngày phải thu | 87.3 | 90.5 | 92.4 | 90.9 | 91.3 |
| Số ngày phải trả | 22.2 | 51.8 | 51.8 | 51.8 | 51.8 |
| | | | | | |
| **Cơ cấu vốn** | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | 15.2 | (2.04) | (5.08) | (3.47) | (3.36) |
| Nợ/tài sản (%) | 11.5 | 0.88 | 0.96 | 1.02 | 1.06 |
| EBIT/lãi vay (lần) | N/a | N/a | N/a | N/a | N/a |
| Nợ/EBITDA (lần) | 0.63 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 2.57 | 4.03 | 3.72 | 3.61 | 3.60 |
| | | | | | |
| **Định giá** | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 2.63 | 2.30 | 2.22 | 2.11 | 1.99 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 11.8 | 11.3 | 10.2 | 10.1 | 9.43 |
| P/E (lần) | 16.3 | 14.9 | 13.5 | 13.5 | 12.6 |
| P/E ĐC (lần) | 16.3 | 14.9 | 13.5 | 13.5 | 12.6 |
| P/B (lần) | 2.99 | 2.96 | 3.27 | 3.27 | 3.22 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 8.00 | 10.7 | 7.47 | 7.47 | 7.47 |

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
*Nguồn: Công ty, HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

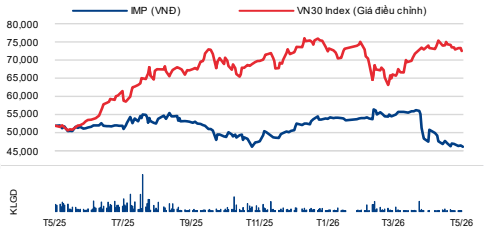
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Nắm giữ** *(từ Tăng tỷ trọng)*
Giá mục tiêu: VNĐ47,100 *(từ VNĐ53,500)*
Tiềm năng tăng/giảm: 2.2%

| Giá cổ phiếu (đồng) (29/5/2026) | 46,100 |
|---|---|
| Mã Bloomberg | IMP VN |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ) | 46,100-56,700 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ) | 46,320 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ) | 7,101 |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD) | 270 |
| Slg CP lưu hành (tr.đv) | 154 |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv) | 120 |
| Slg CP NN được mua (tr.đv) | 40.7 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN | 78.0% |
| Tỷ lệ sở hữu của NN | 51.5% |
| Tỷ lệ freefloat | 8.91% |
| Cổ đông lớn | Livzon (64.8%) |

*Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC*

**Biểu đồ giá**




| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|---|---|---|---|
| Cổ phiếu thường | (9.25) | (14.6) | (11.2) |
| So với chỉ số | (8.21) | (12.0) | (36.4) |
| So với ngành | - | - | - |

*Nguồn: Công ty, FactSet*

**HSC và trung bình thị trường**

| EPS ĐC (đồng) | HSC | Thị trường | % ch.lệch |
|---|---|---|---|
| 2026F | 2,268 | 2,315 | (2.0) |
| 2027F | 2,361 | 2,555 | (7.6) |
| 2028F | 2,578 | 2,677 | (3.7) |

*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*

**Mô tả doanh nghiệp**

IMP sở hữu và vận hành số lượng dây chuyền sản xuất dược phẩm đạt tiêu chuẩn EU-GMP nhiều nhất Việt Nam

**Chuyên viên phân tích**

**Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA**
Trưởng phòng
*giang.bnc@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 369*

**Trần Hương Mỹ**
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
*my.th@hsc.com.vn*
*+84 28 3823 3299 Ext. 362*

# Áp lực chi phí và cạnh tranh gia tăng

- HSC giảm 12% giá mục tiêu của IMP xuống 47.100đ sau khi điều chỉnh giảm dự báo, phản ánh doanh thu Q1/2026 thấp hơn kỳ vọng. Với tiềm năng tăng giá chỉ còn 2% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng).
- HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, sau khi điều chỉnh giảm 15-19% dự báo doanh thu thuần và nâng giả định chi phí. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng 7% trong năm 2026 và 4% trong năm 2027, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận tăng trưởng nhẹ 9%.
- Giảm 15% trong 3 tháng qua, cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (tương đương 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Theo quan điểm của HSC, mức định giá hiện tại là hợp lý.

## Sự kiện: Cập nhật sau KQKD Q1/2026

IMP ghi nhận lợi nhuận thuần Q1/2026 tăng 10% so với cùng kỳ đạt 82 tỷ đồng (bằng 20% dự báo cho cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD), nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Tuy nhiên, doanh thu thuần giảm 8% so với cùng kỳ xuống 546 tỷ đồng khi cả kênh OTC và ETC đều kém tích cực. Doanh thu kênh OTC giảm 7% so với cùng kỳ do các nhà thuốc và phòng khám thận trọng trong việc dự trữ hàng trước khi các quy định mới có hiệu lực trong năm 2026 cũng như trước khả năng điều chỉnh giá bán. Trong khi đó, doanh thu kênh ETC giảm 11% so với cùng kỳ do áp lực cạnh tranh gia tăng từ các doanh nghiệp sở hữu nhà máy beta-lactam đạt chuẩn EU-GMP, cùng với việc dây chuyền thuốc tiêm penicillin tại nhà máy IMP3 tạm thời ngừng hoạt động để bảo trì. Mặc dù vậy, khả năng sinh lời vẫn cải thiện khi giá vốn hàng bán giảm 11%, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 42,5% từ mức 39,5% trong Q1/2025, đồng thời nâng tỷ suất lợi nhuận thuần lên 15% từ mức 12,5%.

Trong thời gian tới, Công ty dự báo áp lực chi phí đầu vào sẽ gia tăng, với chi phí logistics tăng 20-30% và chi phí bao bì dự kiến tăng 30-40%, trong khi chi phí API nhìn chung được kỳ vọng duy trì ổn định, ngoại trừ một số hoạt chất có nguồn gốc từ dầu mỏ như paracetamol. Mặc dù Công ty đã chủ động dự trữ nguyên vật liệu đủ dùng đến hết Q3 hoặc giữa Q4/2026, đồng thời đa dạng hóa nguồn cung nhưng việc giá bán ở cả kênh ETC và OTC chưa được điều chỉnh có thể tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp từ cuối năm 2026 và kéo dài sang năm 2027.

## Tác động: Hạ dự báo các năm 2026-2027

HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 sau khi điều chỉnh giảm mạnh 15-19% dự báo doanh thu thuần (chủ yếu dựa trên các xu hướng thể hiện trong KQKD Q1/2026) và nâng giả định chi phí. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng 7% trong năm 2026 đạt 377 tỷ đồng, tăng trưởng 4% trong năm 2027 đạt 392 tỷ đồng và tăng trưởng 9% trong năm 2028 đạt 428 tỷ đồng (dự báo lần đầu).

## Định giá và khuyến nghị

Giảm 15% trong 3 tháng qua, cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 18,8 lần, chỉ cao hơn 0,2 độ lệch chuẩn (tương đương 4%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,2 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của IMP ở mức 20,3 lần, hơi cao hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,6 lần. Theo quan điểm của HSC, mức định giá hiện tại là hợp lý. Theo đó, chúng tôi giảm 12% giá mục tiêu xuống 47.100đ và hạ khuyến nghị đối với IMP xuống Nắm giữ.

| Cuối năm: Tháng 12 | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng) | 521 | 567 | 576 ▼ | 605 ▼ | 665 ▼ |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 321 | 349 | 377 ▼ | 392 ▼ | 428 ▼ |
| EPS ĐC (đồng) | 1,932 | 2,102 | 2,268 ▼ | 2,361 ▼ | 2,578 ▼ |
| DPS (đồng) | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| BVPS (đồng) | 14,175 | 14,977 | 15,778 ▼ | 16,605 ▼ | 17,563 ▼ |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 13.5 | 12.6 | 12.3 | 12.1 | 11.2 |
| P/E ĐC (lần) | 23.9 | 21.9 | 20.3 | 19.5 | 17.9 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 1.08 | 1.08 | 1.08 | 1.08 | 1.08 |
| P/B (lần) | 3.25 | 3.08 | 2.92 | 2.78 | 2.62 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 7.11 | 8.81 | 7.90 | 4.07 | 9.23 |
| ROAE (%) | 15.0 | 15.6 | 15.9 | 15.7 | 16.3 |

*Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.*
*Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Giảm 12% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của IMP tăng 10% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện, dù doanh thu thuần giảm 8% xuống 546 tỷ đồng khi cả kênh OTC và ETC đều diễn yếu. Doanh thu kênh OTC giảm do tâm lý thận trọng trong việc dự trữ hàng trước khi các quy định mới có hiệu lực cũng như trước khả năng điều chỉnh giá bán. Trong khi đó, doanh thu kênh ETC chịu ảnh hưởng bởi cạnh tranh gia tăng và hoạt động bảo trì tại dây chuyền IMP3. Trong thời gian tới, chi phí logistics và bao bì gia tăng nhiều khả năng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ cuối năm 2026, trong bối cảnh Công ty chưa có kế hoạch tăng giá bán. Đồng thời, áp lực đối với tăng trưởng doanh thu được dự báo sẽ còn tiếp diễn. Theo đó, HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027. Trên cơ sở dự báo mới và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2027, chúng tôi giảm 12% giá mục tiêu xuống 47.100đ và hạ khuyến nghị đối với IMP xuống Nắm giữ (tiềm năng tăng giá 2%).

## KQKD Q1/2026: Doanh thu suy yếu nhưng lợi nhuận vẫn tăng 10% nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện

Lợi nhuận thuần Q1/2026 của IMP tăng 10% so với cùng kỳ đạt 82 tỷ đồng (bằng 20% dự báo cho cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD), dù doanh thu gộp giảm 6% và doanh thu thuần giảm 8% xuống 546 tỷ đồng (cũng bằng 20% dự báo), do cả kênh OTC và ETC đều ghi nhận kết quả kém tích cực. Cụ thể:

- Doanh thu kênh OTC giảm 7% so với cùng kỳ do hai nguyên nhân chính. Thứ nhất, các nhà thuốc và phòng khám vẫn thận trọng trong việc dự trữ hàng khi chờ các quy định mới có hiệu lực từ năm 2026 liên quan đến thuế, xử phạt và quản lý thuốc kê đơn. Điều này khiến doanh thu từ nhà thuốc giảm 14% và doanh thu từ phòng khám giảm 22%. Thứ hai, khách hàng kênh OTC đang chờ khả năng điều chỉnh giá bán từ các nhà sản xuất trong Q2 trước khi tăng lượng hàng tồn kho. Bên cạnh đó, việc nâng cấp nhà máy đạt chuẩn EU-GMP cũng ảnh hưởng một phần đến doanh thu trong quý.
- Doanh thu kênh ETC giảm 11% so với cùng kỳ do cạnh tranh gia tăng giữa các nhà máy beta-lactam đạt chuẩn EU-GMP tại Việt Nam. Ngoài ra, dây chuyền thuốc tiêm penicillin tại nhà máy IMP3 đã tạm ngưng hoạt động để bảo trì trong giai đoạn tháng 1-2/2026.

Giá vốn hàng bán giảm 11% so với cùng kỳ, cao hơn mức giảm của doanh thu thuần, nhờ Công ty quản lý hiệu quả hơn các chương trình khuyến mại theo sản phẩm. Nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 42,5% từ mức 39,5% trong Q1/2025, trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu giảm nhẹ xuống mức 22,5% từ 22,7%. Kết quả là lợi nhuận thuần tăng 10% so với cùng kỳ, đồng thời tỷ suất lợi nhuận thuần cải thiện lên 15,0% từ mức 12,5% trong Q1/2025.

**Bảng 21: KQKD Q1/2026, IMP**

IMP ghi nhận KQKD trái chiều trong Q1/2026. Doanh thu thuần giảm 8% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận thuần tăng 10% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện và tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu giảm

| Tỷ đồng | Q1/25 thực tế | Q1/26 thực tế | So với cùng kỳ | Q1/26 thực tế so với dự báo Q1/26 của HSC |
|---|---|---|---|---|
| Doanh thu gộp | 671 | 629 | -6.3% | -12.4% |
| Các khoản giảm trừ doanh thu | (77) | (83) | 7.2% | 0.2% |
| Doanh thu thuần | 594 | 546 | -8.1% | -14.1% |
| Giá vốn hàng bán | (360) | (320) | -11.1% | |
| Lợi nhuận gộp | 234 | 227 | -3.3% | |
| *Tỷ suất lợi nhuận gộp* | *39.5%* | *41.5%* | | |
| Chi phí BH&QL | (135) | (123) | -8.7% | |
| *Chi phí BH&QL / doanh thu* | *22.7%* | *22.5%* | | |
| LNTT | 95 | 103 | 7.9% | -6.2% |
| Lợi nhuận thuần | 74 | 82 | 10.1% | -4.2% |
| *Tỷ suất lợi nhuận thuần* | *12.5%* | *15.0%* | | |

*Nguồn: HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 22: Cơ cấu doanh thu gộp theo kênh phân phối, IMP**

Kênh OTC và ETC đều ghi nhận tăng trưởng âm

| Tỷ đồng | Q1/2025 | Q1/2026 | So với cùng kỳ |
|---|---|---|---|
| OTC | 322 | 301 | -6.6% |
| ETC | 342 | 306 | -10.5% |
| Khác | 7 | 22 | 223.3% |
| **Tổng** | **671** | **629** | **-6.3%** |

*Nguồn: IMP, HSC ước tính*

IMP cũng vừa công bố KQKD 4 tháng đầu năm 2026 với xu hướng tương tự Q1. Doanh thu thuần giảm 12% so với cùng kỳ xuống 140 tỷ đồng, trong khi LNTT tăng 9% đạt 140 tỷ đồng.

## BLĐ: Áp lực chi phí dự kiến xuất hiện từ Q4/2026

Liên quan đến áp lực chi phí trong bối cảnh giá dầu gia tăng, BLĐ cho biết Công ty đã chủ động dự trữ API và các nguyên vật liệu khác đủ dùng đến hết Q3 hoặc giữa Q4 năm nay. Hiện tại, chi phí logistics đã tăng 20-30% so với trước khi xung đột leo thang, trong khi chi phí bao bì được dự báo tăng 30-40%. Chi phí API nhìn chung vẫn ổn định, ngoại trừ một số hoạt chất có nguồn gốc từ dầu mỏ như paracetamol. Để hạn chế tác động từ chi phí đầu vào gia tăng, Công ty đang chủ động đa dạng hóa nguồn cung nguyên vật liệu nhằm giảm rủi ro địa chính trị và hạn chế ảnh hưởng của các đợt tăng giá đầu vào trong tương lai.

Về giá bán, Công ty hiện chưa có kế hoạch điều chỉnh tăng giá. Giá bán ở kênh ETC vẫn duy trì ở mức của hai năm trước, trong khi giá bán kênh OTC không thay đổi so với năm ngoái. Do đó, HSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ bắt đầu chịu áp lực từ cuối năm 2026 và tình trạng này có thể kéo dài trong suốt năm 2027.

## Điều chỉnh giảm dự báo các năm 2026-2027

HSC giảm 6-13% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 sau khi giảm 15-19% dự báo doanh thu thuần và nâng giả định chi phí. Chúng tôi đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Cụ thể:

- Cho năm 2026: HSC giảm 15% dự báo doanh thu thuần xuống 2.854 tỷ đồng (tương ứng giảm 2% so với năm trước) đồng thời giảm 6% dự báo lợi nhuận thuần xuống 377 tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 cải thiện lên 41,8% từ mức 41% trong năm 2025, do tác động từ lạm phát chi phí đầu vào nhiều khả năng chỉ bắt đầu xuất hiện vào cuối năm.
- Năm 2027: HSC giảm 18% dự báo doanh thu thuần xuống 3.106 tỷ đồng, tương ứng tăng trưởng 9%. Lợi nhuận thuần dự báo chỉ tăng trưởng 4%, khi tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến thu hẹp xuống 41% từ mức 41,8% của năm 2026 do áp lực từ chi phí đầu vào gia tăng.
- Năm 2028: Dự báo lần đầu của HSC cho thấy doanh thu thuần tăng trưởng 10% đạt 3.406 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng 9% đạt 428 tỷ đồng.

**Bảng 23: Dự báo cũ và mới, IMP**

HSC điều chỉnh giảm 6-13% dự báo lợi nhuận trong năm 2026-2027

| Tỷ đồng | Dự báo cũ | Dự báo mới (thực tế 2025) | Điều chỉnh | Tăng trưởng |
|---|---|---|---|---|
| **2025** | | | | |
| Doanh thu thuần | 3,512 | 2,441 | -30.5% | 10.7% |
| Lợi nhuận thuần | 371 | 349 | -5.9% | 8.8% |
| **2026** | | | | |
| Doanh thu thuần | 2,797 | 2,391 | -14.5% | -2.1% |
| Lợi nhuận thuần | 402 | 377 | -6.3% | 7.9% |
| **2027** | | | | |
| Doanh thu thuần | 3,170 | 2,601 | -17.9% | 8.8% |
| Lợi nhuận thuần | 452 | 392 | -13.2% | 4.1% |
| **2028** | | | | |
| Doanh thu thuần | | 2,853 | | 9.7% |
| Lợi nhuận thuần | | 428 | | 9.2% |

*Nguồn: HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Bảng 24: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp, IMP**

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2027 sẽ giảm so với năm 2026

| | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|---|---|---|---|---|
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 41.0% | 41.8% | 41.0% | 41.0% |

*Nguồn: HSC ước tính*

## Giảm 12% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Nắm giữ

### Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo, HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 47.100đ và hạ khuyến nghị đối với IMP xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng), với tiềm năng tăng giá chỉ còn khoảng 2%. Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá IMP và lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối 2026). Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 8,75%, và hệ số beta 0,7. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10,1%. Chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

**Bảng 25: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, IMP**

| Tỷ đồng | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|---|---|---|---|---|---|
| LNST | 377 | 392 | 428 | 455 | 533 |
| + Khấu hao | 94 | 96 | 97 | 145 | 192 |
| + Chi phí lãi vay sau thuế | 31 | 38 | 47 | 55 | 58 |
| - Thay đổi vốn lưu động | 29 | (96) | (104) | (163) | (209) |
| - Chi phí đầu tư tài sản cố định | (430) | (430) | (430) | (288) | (30) |
| **Dòng tiền tự do của doanh nghiệp** | **100** | **(0)** | **39** | **204** | **544** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 26: Tính toán WACC, IMP**

WACC là 10,1%

| | Giả định |
|---|---|
| Tỷ trọng vốn CSH | 95% |
| Beta | 0.7 |
| Lãi suất phi rủi ro | 4.0% |
| Phần bù rủi ro vốn CSH | 8.75% |
| **Chi phí vốn CSH** | **10.4%** |
| Tỷ trọng nợ | 5% |
| Chi phí nợ | 6.0% |
| Thuế suất | 20.0% |
| **Chi phí nợ sau thuế** | **4.8%** |
| **WACC** | **10.1%** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 27: Giá mục tiêu, IMP**

Giá mục tiêu là 47.100đ/cp

| Tỷ đồng | Giá trị (giữa 2027) |
|---|---|
| Giá trị dài hạn | 7,390 |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn | 5,282 |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 295 |
| **Giá trị của doanh nghiệp** | **5,577** |
| Tiền mặt & tài sản phi hoạt động | 1,798 |
| Nợ | (121) |
| **Giá trị của vốn CSH** | **7,254** |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu) | 154 |
| **Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)** | **47,098** |

*Nguồn: HSC ước tính*

**Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, IMP**

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

| Đồng | | Lãi suất phi rủi ro | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 3.0% | 3.5% | 4.0% | 4.5% | 5.0% |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 1.0% | 47,653 | 45,372 | 43,333 | 41,500 | 39,843 |
| | 1.5% | 49,927 | 47,374 | 45,106 | 43,080 | 41,259 |
| | 2.0% | 52,518 | 49,637 | **47,098** | 44,844 | 42,831 |
| | 2.5% | 55,499 | 52,218 | 49,352 | 46,827 | 44,587 |
| | 3.0% | 58,964 | 55,189 | 51,923 | 49,072 | 46,560 |

*Nguồn: HSC ước tính*

### Bối cảnh định giá

Giảm 15% trong 3 tháng qua, cổ phiếu IMP hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 19,2 lần, cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn (tương đương 2%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18,9 lần. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2026 của IMP ở mức 20,3 lần, cao hơn bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 17,6 lần.



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

**Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, IMP**

IMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 19,2 lần...

*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*

**Biểu đồ 30: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, IMP**

...cao hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 18,9 lần

*Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021.*
*Nguồn: HSC, Bloomberg*

**Bảng 31: So sánh các công ty cùng ngành, IMP**

IMP đang giao dịch với định giá cao hơn các công ty cùng ngành

| Công ty | Mã CK | Vốn hóa (triệu USD) | P/E 2026 | P/E 2027 |
|---|---|---|---|---|
| CTCP Dược Hậu Giang | DHG VN | 471 | 13.6 | 13.6 |
| Chugai Pharmaceutical | 4519 JP | 83,347 | 25.6 | 22.2 |
| Otsuka Holding Co Ltd | 4578 JP | 39,493 | 19.6 | 18.6 |
| Joincare Pharmaceutical Group | 600380 CH | 2,764 | 12.7 | 11.8 |
| Livzon Pharmaceutical Group | 000513 CH | 3,710 | 12.6 | 11.4 |
| **Bình quân** | | **25,957** | **16.8** | **15.5** |
| **CTCP Dược phẩm Imexpharm** | **IMP VN** | **275** | **20.3** | **19.5** |

*Nguồn: HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| Doanh thu | 2,205 | 2,441 | 2,391 | 2,601 | 2,853 |
| Lợi nhuận gộp | 856 | 1,002 | 999 | 1,065 | 1,169 |
| Chi phí BH&QL | (440) | (539) | (516) | (556) | (602) |
| Thu nhập khác | - | - | - | - | - |
| Chi phí khác | - | - | - | - | - |
| **EBIT** | **415** | **462** | **483** | **510** | **567** |
| Lãi vay thuần | (11.9) | (17.4) | (12.9) | (20.9) | (33.2) |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận khác | 0.91 | 1.24 | 1.24 | 1.24 | 1.24 |
| LN không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| **LNTT** | **404** | **446** | **471** | **490** | **535** |
| Chi phí thuế TNDN | (83.3) | (97.1) | (94.2) | (98.0) | (107) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| LNST không thường xuyên | - | - | - | - | - |
| **Lợi nhuận thuần** | **321** | **349** | **377** | **392** | **428** |
| | | | | | |
| **Lợi nhuận thuần ĐC** | **321** | **349** | **377** | **392** | **428** |
| **EBITDA ĐC** | **521** | **567** | **576** | **605** | **665** |
| | | | | | |
| EPS (đồng) | 1,932 | 2,102 | 2,268 | 2,361 | 2,578 |
| EPS ĐC (đồng) | 1,932 | 2,102 | 2,268 | 2,361 | 2,578 |
| DPS (đồng) | 500 | 500 | 500 | 500 | 500 |
| Slg CP bình quân (triệu đv) | 154 | 154 | 154 | 154 | 154 |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv) | 154 | 154 | 154 | 154 | 154 |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 154 | 154 | 154 | 154 | 154 |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | 415 | 462 | 483 | 510 | 567 |
| Khấu hao | (106) | (105) | (93.7) | (95.5) | (97.4) |
| Lãi vay thuần | (11.9) | (17.4) | (12.9) | (20.9) | (33.2) |
| Thuế TNDN đã nộp | (70.8) | (101) | (94.2) | (98.0) | (107) |
| Thay đổi vốn lưu động | (72.9) | (232) | 28.7 | (95.6) | (104) |
| Khác | (143) | (146) | 0 | 0 | 0 |
| **LCT thuần từ HĐKD** | **216** | **54.2** | **515** | **414** | **454** |
| Đầu tư TS dài hạn | (96.8) | (26.9) | (430) | (430) | (430) |
| Góp vốn & đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Thanh lý | 4.83 | 1.13 | 0 | 0 | 0 |
| Khác | (35.3) | (50.8) | 0 | 0 | 0 |
| **LCT thuần từ HĐĐT** | **(127)** | **(76.6)** | **(430)** | **(430)** | **(430)** |
| Cổ tức trả cho CSH | (70.0) | (77.0) | (92.4) | (92.4) | (92.4) |
| Thu từ phát hành CP | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tăng/giảm nợ | 36.7 | 127 | 5.64 | 5.92 | 6.22 |
| Khác | 0 | 0 | 142 | (14.2) | 155 |
| **LCT thuần từ HĐTC** | **(33.3)** | **49.7** | **55.2** | **(101)** | **68.6** |
| | | | | | |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 106 | 162 | 189 | 329 | 213 |
| **LCT thuần trong kỳ** | **55.8** | **27.2** | **140** | **(117)** | **92.3** |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 0.02 | (0.03) | 0 | 0 | 0 |
| **Tiền & tương đương tiền cuối kì** | **162** | **189** | **329** | **213** | **305** |
| | | | | | |
| **Dòng tiền tự do** | **119** | **27.3** | **84.9** | **(15.8)** | **23.6** |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng) | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| Tiền & tương đương tiền | 162 | 189 | 329 | 213 | 305 |
| Đầu tư ngắn hạn | 142 | 212 | 200 | 200 | 200 |
| Phải thu khách hàng | 384 | 404 | 395 | 431 | 473 |
| Hàng tồn kho | 705 | 678 | 655 | 723 | 793 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 16.7 | 24.2 | 23.7 | 25.8 | 28.2 |
| **Tổng tài sản ngắn hạn** | **1,410** | **1,507** | **1,604** | **1,593** | **1,800** |
| | | | | | |
| TSCĐ hữu hình | 828 | 745 | 1,084 | 1,420 | 1,755 |
| TSCĐ vô hình | 74.2 | 73.2 | 71.3 | 69.3 | 67.3 |
| Bất động sản đầu tư | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Đầu tư dài hạn | (0.18) | (0.18) | 67.0 | 67.0 | 67.0 |
| Đầu tư vào Cty LD,LK | 67.1 | 67.1 | 0 | 0 | 0 |
| Tài sản dài hạn khác | 126 | 390 | 381 | 414 | 454 |
| **Tổng tài sản dài hạn** | **1,095** | **1,275** | **1,603** | **1,971** | **2,343** |
| | | | | | |
| **Tổng cộng tài sản** | **2,505** | **2,783** | **3,206** | **3,564** | **4,143** |
| | | | | | |
| Nợ ngắn hạn | 86.1 | 113 | 118 | 124 | 131 |
| Phả trả người bán | 77.0 | 80.8 | 78.1 | 86.2 | 94.5 |
| Nợ ngắn hạn khác | 105 | 115 | 317 | 427 | 638 |
| **Tổng nợ ngắn hạn** | **322** | **372** | **576** | **706** | **938** |
| | | | | | |
| Nợ dài hạn | 0 | 100 | 200 | 300 | 500 |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn khác | 0 | 3.68 | 0 | 0 | 0 |
| **Tổng nợ dài hạn** | **0** | **104** | **200** | **300** | **500** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả** | **322** | **476** | **776** | **1,006** | **1,438** |
| | | | | | |
| Vốn chủ sở hữu | 2,183 | 2,307 | 2,430 | 2,557 | 2,705 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| **Tổng vốn chủ sở hữu** | **2,183** | **2,307** | **2,430** | **2,557** | **2,705** |
| | | | | | |
| **Tổng nợ phải trả và VCSH** | **2,505** | **2,783** | **3,206** | **3,564** | **4,143** |
| | | | | | |
| BVPS (đ) | 14,175 | 14,977 | 15,778 | 16,605 | 17,563 |
| Nợ thuần*/(tiền mặt) | (75.9) | 23.6 | (11.0) | 211 | 325 |

| Các chỉ số tài chính | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---|---|---|---|---|---|
| **Chỉ số hoạt động** | | | | | |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 38.8 | 41.0 | 41.8 | 41.0 | 41.0 |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%) | 23.6 | 23.2 | 24.1 | 23.3 | 23.3 |
| Tỷ suất LNT (%) | 14.6 | 14.3 | 15.8 | 15.1 | 15.0 |
| Thuế TNDN hiện hành (%) | 20.6 | 21.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 10.6 | 10.7 | (2.06) | 8.81 | 9.67 |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 12.3 | 8.90 | 1.61 | 5.03 | 9.80 |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%) | 7.11 | 8.81 | 7.90 | 4.07 | 9.23 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 7.11 | 8.81 | 7.90 | 4.07 | 9.23 |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%) | 7.11 | 8.81 | 7.90 | 4.07 | 9.23 |
| Tăng trưởng DPS (%) | (50.0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 25.9 | 23.8 | 22.0 | 21.2 | 19.4 |
| | | | | | |
| **Chỉ số lợi nhuận** | | | | | |
| ROAE (%) | 15.0 | 15.6 | 15.9 | 15.7 | 16.3 |
| ROACE (%) | 19.5 | 20.1 | 19.1 | 18.6 | 18.7 |
| Vòng quay tài sản (lần) | 0.90 | 0.92 | 0.80 | 0.77 | 0.74 |
| Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần) | 0.52 | 0.12 | 1.07 | 0.81 | 0.80 |
| Số ngày tồn kho | 191 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| Số ngày phải thu | 104 | 102 | 104 | 102 | 103 |
| Số ngày phải trả | 20.8 | 20.5 | 20.5 | 20.5 | 20.5 |
| | | | | | |
| **Cơ cấu vốn** | | | | | |
| Nợ thuần*/VCSH (%) | (2.68) | 2.39 | 0.82 | 9.59 | 13.4 |
| Nợ/tài sản (%) | 4.13 | 8.78 | 10.9 | 12.9 | 16.1 |
| EBIT/lãi vay (lần) | 35.0 | 26.5 | 37.3 | 24.4 | 17.1 |
| Nợ/EBITDA (lần) | 0.20 | 0.43 | 0.61 | 0.76 | 1.00 |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 4.38 | 4.05 | 2.78 | 2.26 | 1.92 |
| | | | | | |
| **Định giá** | | | | | |
| EV/doanh thu (lần) | 3.19 | 2.92 | 2.97 | 2.81 | 2.60 |
| EV/EBITDA ĐC (lần) | 13.5 | 12.6 | 12.3 | 12.1 | 11.2 |
| P/E (lần) | 23.9 | 21.9 | 20.3 | 19.5 | 17.9 |
| P/E ĐC (lần) | 23.9 | 21.9 | 20.3 | 19.5 | 17.9 |
| P/B (lần) | 3.25 | 3.08 | 2.92 | 2.78 | 2.62 |
| Lợi suất cổ tức (%) | 1.08 | 1.08 | 1.08 | 1.08 | 1.08 |

*Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.*
*Nguồn: Công ty, HSC ước tính*



Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

# Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

---

## Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

**TRỤ SỞ CHÍNH**
Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**
Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn



Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)