

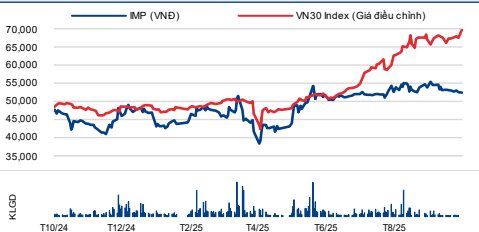
Tăng tỷ trọng

Giá mục tiêu: VNĐ58,000
Tiềm năng tăng/giảm: 10.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2025)	52,400
Mã Bloomberg	IMP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	38,378-55,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	52,467
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,072
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	306
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	(2.60)	0.77	7.98
So với chỉ số	(6.33)	(21.8)	(24.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,273	2,358	(3.6)
2026F	2,625	2,830	(7.2)
2027F	3,010	3,174	(5.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

IMP sở hữu và vận hành số lượng dây chuyền sản xuất được 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

Vị thế tốt trong một ngành đang tăng trưởng; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với IMP với giá mục tiêu 58.000đ, tiềm năng tăng giá 11%. IMP hiện sở hữu số lượng dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP nhiều nhất tại Việt Nam.
- Với năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hàng đầu và định hướng tập trung mạnh vào kênh ETC, IMP có vị thế tốt để hưởng lợi từ thị trường dược phẩm Việt Nam đang tăng trưởng và từ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ. Công suất mới dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2028–2029 sẽ tiếp tục thúc đẩy tăng trưởng dài hạn. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 16%.
- Cổ phiếu IMP đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 20,7 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn hay 15% so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18 lần. IMP cũng đang giao dịch tại mức P/E dự phóng năm 2026 ở mức 20 lần, cao hơn bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 16,4 lần; tuy nhiên, HSC cho rằng mức định giá cao này là hợp lý xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của Công ty.

IMP sở hữu hệ thống dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP lớn nhất Việt Nam

Thành lập năm 1977, IMP hiện vận hành 4 nhà máy với 22 dây chuyền sản xuất, trong đó có 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP – số lượng lớn nhất tại Việt Nam, giúp công ty có lợi thế cạnh tranh rõ rệt trong kênh ETC (thuốc kê đơn) có giá trị cao, đóng góp 55% doanh thu năm 2024. Trong thập kỷ qua, Công ty duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, chỉ bị gián đoạn tạm thời trong giai đoạn COVID-19. Doanh thu và lợi nhuận phục hồi mạnh sau năm 2021, tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 20% trong giai đoạn 2021–2024. Năm 2024, IMP xếp thứ hai về cả doanh thu lẫn lợi nhuận trong nhóm các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành, nhờ đã tăng trưởng vững chắc và tỷ suất lợi nhuận cao. Trong nửa đầu năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng mạnh lần lượt 22% và 29% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16% trong giai đoạn 2024–2027

Trong thời gian tới, HSC kỳ vọng IMP sẽ duy trì đà tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mạnh mẽ, được hỗ trợ bởi các chính sách của Chính phủ, công suất hoạt động cao hơn tại nhà máy IMP2 và IMP4, cùng công suất mới từ nhà máy Cát Khánh dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2028 hoặc đầu năm 2029. Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi (có hiệu lực từ tháng 1/2025) mở rộng phạm vi chi trả, qua đó thúc đẩy nhu cầu tại các bệnh viện công, trong khi Thông tư 03/2024 giúp nâng cao năng lực cạnh tranh của các nhà sản xuất nội địa đạt chuẩn EU-GMP. Những yếu tố này sẽ tiếp tục củng cố nhu cầu từ kênh ETC và hỗ trợ mở rộng thị phần. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của IMP tăng trưởng với tốc độ CAGR trong 3 năm tới đạt 16%.

Định giá và khuyến nghị

Tăng 2% trong 3 tháng qua nhưng kém tích cực hơn VN Index, IMP đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 20,7 lần, cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn (hay 15%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 20 lần, cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 16,4 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,7 lần; khu vực: 17,3 lần). HSC cho rằng mức định giá cao hiện tại là hợp lý, xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của IMP. Cụ thể, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 17% trong giai đoạn 2024–2026, cao hơn đáng kể so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành là 8,3% (doanh nghiệp trong nước: 13,3%; khu vực: 5,8%).

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với IMP với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 58.000đ, tiềm năng tăng giá 11%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	464	521	590	670	761
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	300	321	377	436	500
EPS ĐC (đồng)	1,804	1,932	2,273	2,625	3,010
DPS (đồng)	1,000	500	500	500	500
BVPS (đồng)	13,535	14,175	15,848	17,856	20,233
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.3	15.4	13.3	12.2	10.9
P/E ĐC (lần)	29.1	27.1	23.1	20.0	17.4
Lợi suất cổ tức (%)	1.91	0.95	0.95	0.95	0.95
P/B (lần)	3.87	3.70	3.31	2.93	2.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	7.11	17.6	15.5	14.7
ROAE (%)	15.1	15.0	16.3	16.8	17.0

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

Mục lục

Nắm bắt xu thế ngành để tăng trưởng bền vững	3
Bối cảnh ngành đang tăng trưởng mạnh	3
Môi trường chính sách hỗ trợ tích cực	3
IMP có vị thế vững chắc để tăng trưởng bền vững	3
Lịch sử tăng trưởng ấn tượng	3
Triển vọng tươi sáng với công suất mới	4
Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 58.000đ (tiềm năng tăng giá 11%)	4
Tổng quan ngành dược Việt Nam	6
Ngành dược tăng trưởng nhanh trong bối cảnh dân số già hóa	6
Doanh thu thuốc ETC dần gia tăng thị phần – dù tốc độ còn chậm	8
Các nhóm thuốc điều trị bệnh mãn tính đang tăng trưởng nhanh hơn toàn ngành dược Việt Nam	9
Ngành dược nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ	10
IMP: Doanh nghiệp dẫn đầu phân khúc cao cấp, sẵn sàng hưởng lợi từ xu hướng thị trường	12
Lịch sử hình thành và cơ cấu cổ đông	12
Sản phẩm, cơ sở sản xuất và kênh phân phối	13
Thành tích tăng trưởng ổn định trong 10 năm qua	16
Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong 10 năm qua (ngoại trừ 2 năm giai đoạn COVID-19)	16
Đà tăng trưởng mạnh mẽ và khả năng sinh lời vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành	17
Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm 16%	21
Triển vọng: Chính sách hỗ trợ và mở rộng công suất là nền tảng cho tăng trưởng dài hạn	21
KQKD nửa đầu năm 2025: Tăng trưởng mạnh nhờ cả hai kênh ETC và OTC	22
Dự báo	23
Định giá và khuyến nghị	25
Kết luận và phương pháp định giá	25
Bối cảnh định giá	26
Rủi ro đối với giá mục tiêu và quan điểm đầu tư của HSC	26

Nắm bắt xu thế ngành để tăng trưởng bền vững

IMP có vị thế vững chắc với 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP, tập trung mạnh vào kênh ETC, cùng với tổ hợp nhà máy Cát Khánh sắp đi vào hoạt động giúp gia tăng công suất. Ngành dược Việt Nam được dự báo tăng trưởng bình quân 9,2%/năm đến năm 2027, do dân số già hóa, chi tiêu y tế gia tăng, và chính sách hỗ trợ tích cực từ Chính phủ. Trong bối cảnh đó, HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần của IMP sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16% trong giai đoạn 2024–2027. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với IMP với giá mục tiêu 58.000đ, tiềm năng tăng giá 11%.

Bối cảnh ngành đang tăng trưởng mạnh

Ngành dược Việt Nam tiếp tục tăng trưởng mạnh, với doanh thu đạt tốc độ CAGR 11% trong giai đoạn 2019–2023 và dự kiến duy trì mức tăng trưởng bình quân 9,2%/năm đến năm 2027. Động lực này được hỗ trợ bởi chi tiêu y tế gia tăng, dân số già hóa và tầng lớp trung lưu ngày càng đông đảo. Đến năm 2030, nhóm người cao tuổi dự kiến chiếm 12,3% dân số, trong khi các bệnh mãn tính hiện đã gây ra gần 80% số ca tử vong – đây là những yếu tố mang tính cấu trúc, đảm bảo nhu cầu thuốc ổn định lâu dài.

Bảo hiểm y tế nhà nước hiện đã phổ biến tới hơn 93% dân số, khiến tỷ trọng doanh thu từ kênh thuốc kê đơn (ETC) tăng mạnh lên 76% trong năm 2023 và được dự báo tiếp tục tăng thêm. Các nhóm điều trị chính như tiểu đường, tim mạch, hô hấp, xương khớp... được kỳ vọng tăng trưởng nhanh hơn tốc độ bình quân của toàn thị trường, qua đó tái định hình cơ cấu nhu cầu theo hướng ưu tiên thuốc điều trị bệnh mãn tính.

Môi trường chính sách hỗ trợ tích cực

Những thay đổi chính sách gần đây tiếp tục củng cố triển vọng của ngành dược Việt Nam. Quyết định 1165/QĐ-TTg (ban hành tháng 11/2023) đã đề ra Chiến lược phát triển ngành dược quốc gia đến năm 2030, đặt mục tiêu quy mô ngành đạt 20 tỷ USD và 80% sản lượng thuốc được sản xuất trong nước. Lộ trình này hướng đến việc 20% doanh nghiệp sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương, qua đó đưa Việt Nam trở thành trung tâm sản xuất dược phẩm giá trị cao trong khu vực. Bên cạnh đó, Luật Dược và Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi năm 2024 giúp tăng cường ưu đãi đầu tư và mở rộng phạm vi chi trả bảo hiểm, góp phần thúc đẩy nhanh các mục tiêu chiến lược của ngành. Nhìn chung, những chính sách này tạo nên khung pháp lý và môi trường hỗ trợ rất tích cực cho các doanh nghiệp nội địa dẫn đầu như IMP.

IMP có vị thế vững chắc để tăng trưởng bền vững

IMP nổi bật với 4 nhà máy và 22 dây chuyền sản xuất, trong đó có 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP – số lượng lớn nhất trên thị trường. Điều này mang lại cho công ty lợi thế cạnh tranh rõ rệt ở kênh ETC, vốn đã đóng góp 55% doanh thu năm 2024. Trong thời gian tới, tổ hợp nhà máy dược Cát Khánh với tổng vốn đầu tư 1.495 tỷ đồng và công suất thiết kế 1,4 tỷ đơn vị sản phẩm/năm sẽ nâng đáng kể tiềm năng tăng trưởng của IMP, cho phép Công ty phục vụ tốt hơn nhu cầu trong nước và mở rộng sang thị trường xuất khẩu.

Lịch sử tăng trưởng ấn tượng

IMP đã duy trì đà tăng trưởng bền vững trong suốt thập kỷ qua, chỉ chịu tác động tạm thời trong giai đoạn COVID-19. Sau năm 2021, doanh thu và lợi nhuận của Công ty phục hồi mạnh mẽ, tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 20% trong giai đoạn 2021–2024. Năm 2024, IMP xếp thứ hai trong nhóm các doanh nghiệp dược niêm yết về cả doanh thu và lợi nhuận, thể hiện tăng trưởng vững chắc song song với khả năng sinh lời cao.

Bảng 1: Tổng hợp dự báo cho giai đoạn 2025-2027, IMP

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 16%

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	2,205	10.6%	2,695	22.2%	3,199	18.7%	3,679	15.0%
Lợi nhuận gộp	856	5.6%	1,038	21.3%	1,235	18.9%	1,422	15.2%
Chi phí BH&QL	(440)	2.5%	(531)	20.5%	(630)	18.7%	(725)	15.0%
Lợi nhuận thuần	321	7.1%	391	21.9%	464	18.6%	530	14.3%

Nguồn: HSC ước tính

Cơ cấu doanh thu đang chuyển dịch rõ rệt sang mảng thuốc kê đơn (ETC) (đóng góp 55% doanh thu năm 2024 so với chỉ 17% năm 2018), nhờ năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP. Về tài chính, IMP sở hữu bảng CĐKT lành mạnh, với 218 tỷ đồng tiền mặt thuần trong năm 2024 và dòng tiền tự do duy trì dương bền vững từ năm 2021 sau nhiều năm đầu tư mạnh.

Triển vọng tươi sáng với công suất mới

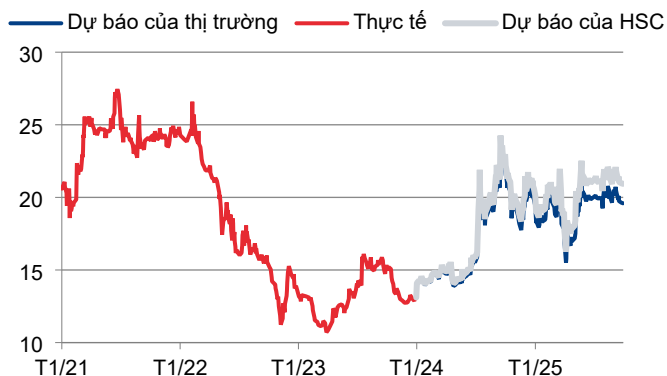
Trong thời gian tới, IMP ở vị thế tốt để hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ, khai thác công suất cao hơn tại các nhà máy EU-GMP hiện hữu, cùng công suất mới từ dự án Cát Khánh. Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi, có hiệu lực từ tháng 1/2025, sẽ mở rộng phạm vi chi trả và nâng mức thanh toán, qua đó thúc đẩy mạnh hơn nhu cầu thuốc từ kênh ETC. Bên cạnh đó, Thông tư 03/2024 cũng ưu tiên các doanh nghiệp sản xuất nội địa đạt chuẩn EU-GMP, trong đó IMP hiện đã có 12 sản phẩm trong danh sách được phê duyệt. Những yếu tố mang tính cấu trúc và chính sách này giúp tăng cường lợi thế cạnh tranh của IMP. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của IMP sẽ tăng với tốc độ CAGR đạt 16% trong giai đoạn 2024–2027.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 58.000đ (tiềm năng tăng giá 11%)

Tại thị giá hiện tại, cổ phiếu IMP đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 20,7 lần (theo dự báo của HSC), cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn hay 15% so với mức bình quân từ năm 2021 ở mức 18 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 20 lần, cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 16,4 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,7 lần; khu vực: 17,3 lần). Chúng tôi cho rằng mức định giá cao này là hợp lý, xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội của công ty. Cụ thể, lợi nhuận thuần của IMP dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 17% trong giai đoạn 2024–2026, cao hơn so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 8,3% (doanh nghiệp trong nước: 13,3%; khu vực: 5,8%). HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với IMP với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 58.000đ, tiềm năng tăng giá 11%.

Biểu đồ 2: P/E trượt dự phóng 1 năm, IMP

IMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần...



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

Biểu đồ 3: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, IMP

...cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 18 lần



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

Bảng 4: So sánh các công ty cùng ngành, IMP

Cổ phiếu IMP đang giao dịch với định giá cao hơn bình quân các công ty cùng ngành nhưng theo chúng tôi là mức định giá hợp lý nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực hơn

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	CAGR doanh thu thuần 2024-26F	CAGR lợi nhuận thuần 2024-26F
Các công ty cùng ngành trong nước						
CTCP Dược Hậu Giang	DHG VN	506	14.7	13.4	3.3%	17.0%
CTCP Dược – Trang thiết bị y tế Bình Định	DBD VN	194	17.6	16.1	6.6%	9.5%
Bình quân, các công ty trong nước		350	16.2	14.7	4.9%	13.3%
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	77,221	25.5	23.7	6.7%	12.6%
Otsuka Holding Co Ltd	4578 JP	30,163	13.6	15.8	3.5%	-7.7%
Joincare Pharmaceutical Group	600380 CH	3,341	16.6	15.0	4.3%	8.4%
Livzon Pharmaceutical Group	000513 CH	4,751	16.1	14.6	4.7%	10.0%
Bình quân các công ty trong khu vực		28,869	18.0	17.3	4.8%	5.8%
Bình quân, tất cả các công ty cùng ngành		19,363	17.4	16.4	4.8%	8.3%
CTCP Dược phẩm IMEXPHARM	IMP VN	307	23.1	20.0	16.6%	16.6%

Ghi chú: Dữ liệu giá ngày 3/10/2025
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tổng quan ngành dược Việt Nam

Ngành dược Việt Nam đang tăng trưởng nhanh chóng với doanh thu đạt tốc độ CAGR 11% trong giai đoạn 2019–2023 và được dự báo duy trì mức tăng trưởng bình quân 9,2%/năm đến năm 2027 do chi tiêu y tế gia tăng, dân số già hóa và tầng lớp trung lưu ngày càng giàu có. Tỷ lệ người cao tuổi trong dân số đang tăng nhanh trong khi các bệnh mãn tính hiện chiếm gần 80% số ca tử vong. Bảo hiểm y tế nhà nước đã mở rộng và bao phủ tới hơn 93% dân số, góp phần thúc đẩy mạnh hơn đà tăng của nhóm thuốc kê đơn (ETC). Trong những năm tới, các nhóm thuốc điều trị bệnh mãn tính dự kiến sẽ tăng trưởng nhanh hơn tốc độ chung của toàn thị trường, qua đó định hình lại cơ cấu nhu cầu dược phẩm tại Việt Nam.

Ngành dược tăng trưởng nhanh trong bối cảnh dân số già hóa

Ngành dược Việt Nam đang tăng trưởng mạnh mẽ, do nhu cầu chăm sóc sức khỏe gia tăng, thu nhập cải thiện và dân số ngày càng già hóa. Theo Fitch Solutions, doanh thu ngành dược đã tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 11% trong giai đoạn 2019–2023 và được dự báo tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 9,2% đến năm 2027. Trong khi đó, IQVIA xếp Việt Nam vào nhóm “Pharmerging” gồm 14 thị trường mới nổi có tốc độ tăng trưởng cao, với dự báo tăng trưởng 10–13% giai đoạn 2024–2028 – cao hơn đáng kể so với bình quân toàn cầu (6–9%), và là nhóm duy nhất được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng mạnh ở mức hai chữ số.

Sự phát triển nhanh của ngành dược đi cùng với gia tăng chi tiêu y tế nói chung, với tầng lớp trung lưu gia tăng và dân số già hóa, nhận thức về sức khỏe ngày càng cao, mức độ bao phủ bảo hiểm y tế nhà nước ngày càng lớn, cũng như việc bệnh mãn tính gia tăng.

Tầng lớp trung lưu tăng nhanh và dân số già hóa

Tỷ lệ người cao tuổi tại Việt Nam đã tăng nhanh kể từ năm 2015. Cụ thể, năm 2000, nhóm dân số từ 65 tuổi trở lên chiếm 6,4% dân số, con số này nhích lên 6,7% vào năm 2015 sau đó nhanh chóng đạt 7,9% năm 2020 và 9% năm 2024. Tỷ lệ này dự báo sẽ tiếp tục tăng lên 12,3% vào năm 2030, 15,7% vào năm 2040 và 20% vào năm 2050 (nguồn: Population Pyramid).

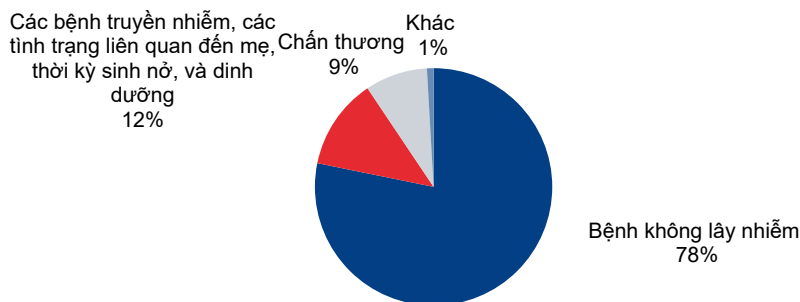
Song song với quá trình đó, theo Ngân hàng Thế giới, tốc độ đô thị hóa của Việt Nam đã tăng đều qua từng thập kỷ, từ 20,3% năm 1990 lên 24,4% năm 2000, 30,4% năm 2010 và đạt 40,2% năm 2024. Quá trình đô thị hóa nhanh chóng này kéo theo sự hình thành của tầng lớp trung lưu có thu nhập cao hơn, là nhóm người sẵn sàng chi tiêu nhiều hơn cho các dịch vụ chăm sóc sức khỏe.

Các bệnh mãn tính gia tăng

Do dân số già hóa, thay đổi trong lối sống và các vấn đề môi trường, các bệnh không lây nhiễm (NCD), hay còn gọi là bệnh mãn tính, đã tăng mạnh tại Việt Nam trong những năm gần đây. Các nhóm bệnh NCD chính bao gồm bệnh tim mạch (như nhồi máu cơ tim và đột quỵ), ung thư, bệnh hô hấp mãn tính (như bệnh phổi tắc nghẽn mãn tính và hen suyễn), bệnh tiểu đường.

Biểu đồ 5: Tỷ lệ tử vong theo nhóm nguyên nhân chính tại Việt Nam

Các bệnh không lây nhiễm chiếm 78% tổng số nguyên nhân tử vong trong năm 2021



Nguồn: WHO

Các bệnh mãn tính không chỉ tăng nhanh về số lượng mà còn có xu hướng xuất hiện ở độ tuổi ngày càng trẻ hơn. Theo Tổ chức Y tế Thế giới (WHO), trong giai đoạn 2015–2021, tỷ lệ người trưởng thành mắc bệnh tăng huyết áp tại Việt Nam đã tăng từ khoảng 1/5 lên hơn 1/4 dân số, trong khi tỷ lệ mắc bệnh tiểu đường cũng tăng từ 1/24 lên 1/14 dân số. Các bệnh NCD chiếm tới 78% tổng số ca tử vong tại Việt Nam trong năm 2021.

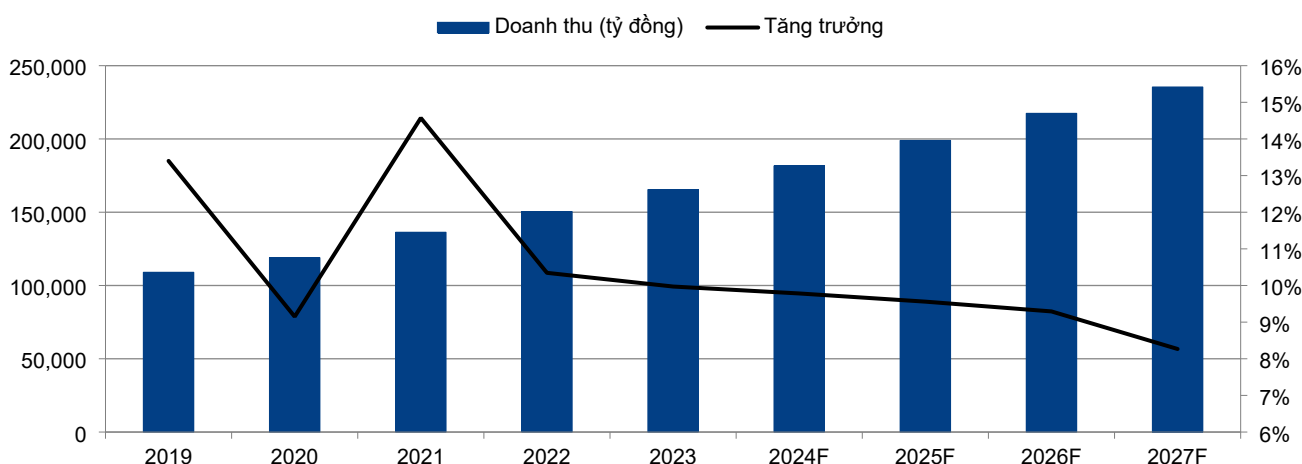
Nhận thức về sức khỏe gia tăng và sự mở rộng của bảo hiểm y tế nhà nước

Trong giai đoạn 2008–2023, số người tham gia bảo hiểm y tế (BHYT) tại Việt Nam đã tăng đều với tốc độ CAGR 4,2%, đạt 93 triệu người vào năm 2020. Nhờ đó, tỷ lệ bao phủ BHYT toàn quốc đã tăng mạnh từ 43,8% năm 2008 lên 93,3% năm 2023.

Song song với sự gia tăng về số lượng người tham gia, số cơ sở y tế (bệnh viện và phòng khám) chấp nhận thẻ BHYT cũng liên tục tăng đáng kể theo từng năm. Đến năm 2024, cả nước có 2.856 cơ sở y tế tham gia hệ thống BHYT, tăng 13% so với 2.517 cơ sở năm 2020 và tăng 35% so với 2.111 cơ sở năm 2014. Đáng chú ý, số cơ sở y tế ngoài công lập chấp nhận thẻ BHYT đã tăng mạnh, từ 647 cơ sở năm 2018 lên 1.132 cơ sở năm 2024.

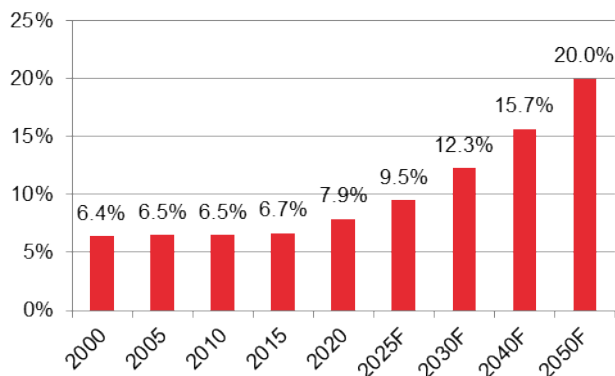
Biểu đồ 6: Doanh thu ngành dược phẩm tại Việt Nam

Fitch Solutions dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 9,2% trong giai đoạn 2023–2027F



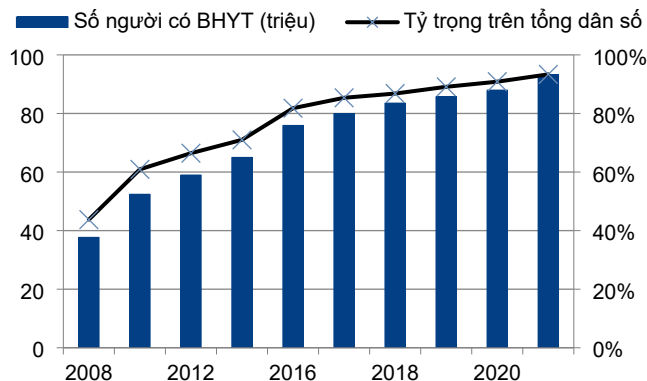
Nguồn: Fitch Solutions

Biểu đồ 7: Tỷ lệ dân số từ 65 tuổi trở lên (% tổng dân số), VN
Tỷ lệ người cao tuổi dự kiến sẽ đạt 9,8% vào năm 2025 và 11,9% vào năm 2030



Nguồn: Population Pyramid

Biểu đồ 8: Thống kê bảo hiểm y tế, Việt Nam
93% dân số có bảo hiểm y tế do Nhà nước quản lý vào năm 2023, tăng 2% so với mức 91% năm 2020



Nguồn: HSC tổng hợp

Doanh thu thuốc ETC dần gia tăng thị phần – dù tốc độ còn chậm

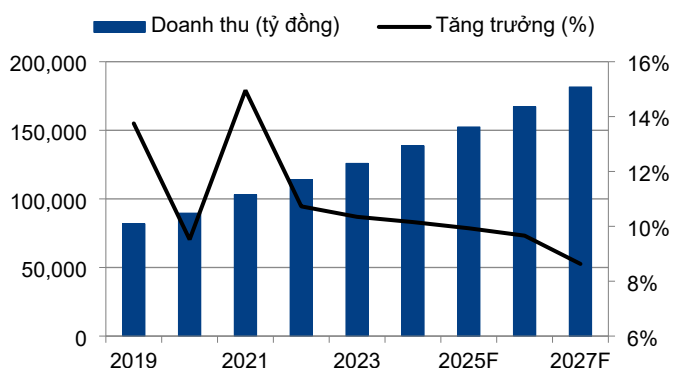
Tại Việt Nam, hai kênh phân phối thuốc chủ yếu là OTC (không kê đơn) và ETC (kê đơn). Với thuốc OTC, người tiêu dùng có thể mua trực tiếp mà không cần toa bác sĩ. Trong khi đó, thuốc ETC chỉ được cấp phát thông qua đơn của bác sĩ và chủ yếu phân phối qua hệ thống bệnh viện. Nhờ mạng lưới bảo hiểm y tế nhà nước ngày càng mở rộng (Biểu đồ 7–8), doanh thu thuốc ETC đã tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng chung của toàn ngành.

Theo Fitch Solutions, doanh thu thuốc kê đơn tại Việt Nam ghi nhận tăng trưởng với tốc độ CAGR 11,3% trong giai đoạn 2019–2023, và dự báo tiếp tục tăng trưởng với tốc độ CAGR 9,6% trong giai đoạn 2023–2027. Kéo theo đó:

- Thị phần thuốc ETC tăng đều từ 75,1% năm 2019 lên 76,1% năm 2023, và dự kiến đạt 77,1% vào năm 2027.
- Ngược lại, doanh thu thuốc OTC chỉ tăng với tốc độ CAGR 9,8% trong giai đoạn 2019–2023 và dự báo tăng 8% trong giai đoạn 2023–2027, khiến thị phần giảm từ 24,9% năm 2019 xuống 23,9% năm 2023, và dự kiến tiếp tục giảm còn 22,9% vào năm 2027.

Biểu đồ 9: Giá trị doanh thu thuốc kê đơn theo năm, Việt Nam

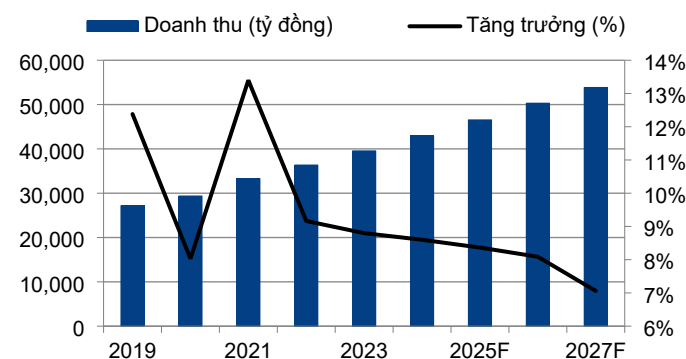
Doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng kép 11,3% trong giai đoạn 2019-23 và được dự báo sẽ đạt 9,6% trong giai đoạn 2023-27



Nguồn: Fitch Solutions

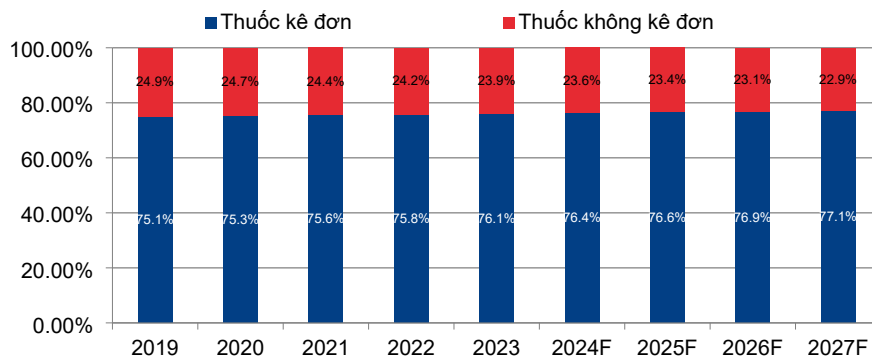
Biểu đồ 10: Giá trị doanh thu thuốc không kê đơn theo năm, Việt Nam

Doanh thu đạt tốc độ tăng trưởng kép 9,8% trong giai đoạn 2019-23 và được dự báo sẽ đạt 8% trong giai đoạn 2023-27



Nguồn: Fitch Solutions

Biểu đồ 11: Thị phần ngành dược theo nhóm thuốc kê đơn và thuốc không kê đơn
Thị phần của thuốc kê đơn đang tăng lên



Nguồn: Fitch Solutions

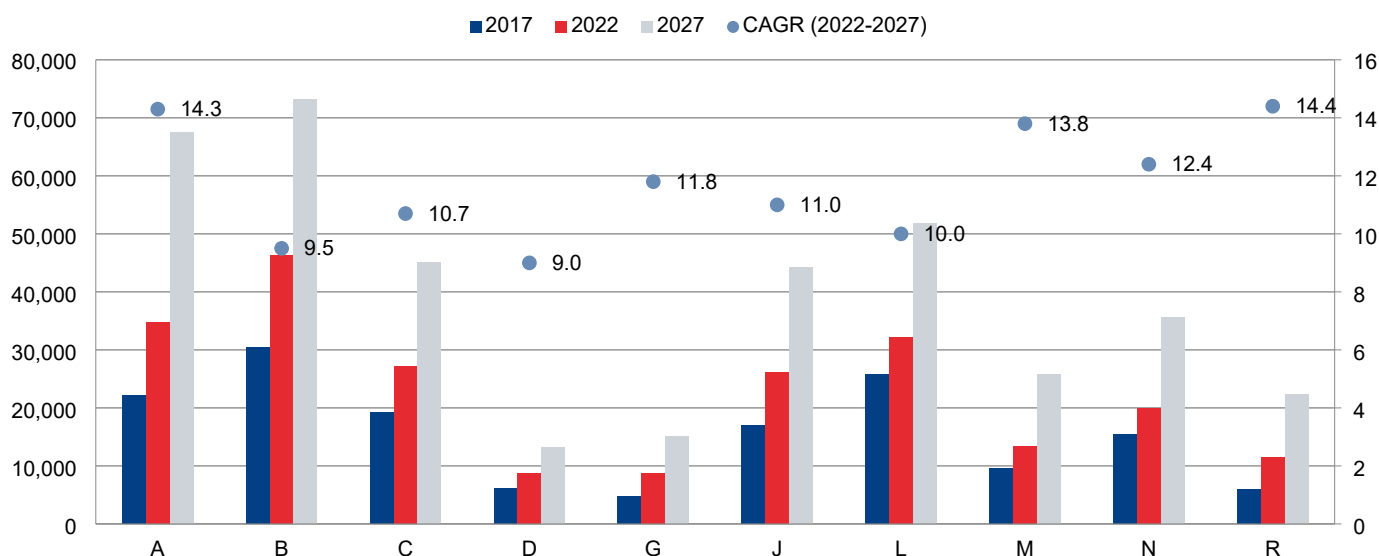
Các nhóm thuốc điều trị bệnh mãn tính đang tăng trưởng nhanh hơn toàn ngành dược Việt Nam

Sự chuyển dịch mô hình bệnh tật đang tái định hình thị trường dược phẩm Việt Nam. Khi tỷ lệ dân số trên 65 tuổi được dự báo tăng hơn gấp đôi, từ 9,5% hiện nay lên 20% vào năm 2050, nhu cầu điều trị bệnh mãn tính sẽ tăng mạnh, cộng hưởng thêm bởi áp lực đô thị hóa và ô nhiễm môi trường.

Theo IQVIA, các nhóm thuốc điều trị bệnh hô hấp, tim mạch, tiểu đường, tiêu hóa và thần kinh đều được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 10,7–14,4% trong giai đoạn 2022–2027, cao hơn mức bình quân toàn thị trường là 10,3%. Trong đó, nhóm thuốc tiêu hóa và chuyển hóa (đặc biệt là thuốc điều trị tiểu đường) được kỳ vọng dẫn đầu đà tăng trưởng, phản ánh tình trạng béo phì và rối loạn chuyển hóa ngày càng phổ biến. Thuốc điều trị cơ xương khớp cũng được dự báo tăng trưởng ở mức trên 10%, do số ca viêm khớp và loãng xương gia tăng, trong khi thuốc hệ thần kinh cũng tăng trong bối cảnh tỷ lệ mắc các bệnh tâm thần và thần kinh ngày càng cao. Mặc dù thuốc kháng khuẩn vẫn giữ vai trò thiết yếu trong bệnh viện do tỷ lệ sử dụng kháng sinh cao, động lực tăng trưởng chủ đạo của thị trường hiện đang chuyển dần sang các nhóm thuốc điều trị bệnh mãn tính.

Biểu đồ 12: Giá trị theo nhóm điều trị (tỷ đồng, trục trái) và tốc độ tăng trưởng kép CAGR giai đoạn 2022–2027 (% , cột phải), Việt Nam

Phần lớn các nhóm điều trị đều có tốc độ CAGR giai đoạn 2022–2027 ở mức trên 10%



Ghi chú: A: Đường tiêu hóa và chuyển hóa, B: Máu và các cơ quan tạo máu, C: Hệ tim mạch, D: Da liễu, G: Hệ tiết niệu – sinh dục và hormone sinh dục, J: Thuốc chống nhiễm khuẩn dùng toàn thân, L: Thuốc chống ung thư và điều hòa miễn dịch; M: Hệ cơ – xương – khớp, N: Hệ thần kinh, R: Hệ hô hấp.
Nguồn: IQVIA

Ngành dược nhận được sự hỗ trợ mạnh mẽ từ Chính phủ

Tháng 11/2023, Chính phủ Việt Nam đã ban hành Quyết định 1165/QĐ-TTg, phê duyệt Chiến lược phát triển ngành dược quốc gia đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045. Chiến lược này đặt ra các mục tiêu trọng tâm gồm: tăng tỷ lệ cung ứng thuốc trong nước, nâng cao tiêu chuẩn sản xuất, và tăng hơn gấp đôi quy mô giá trị toàn ngành dược vào năm 2045.

Mục tiêu tự chủ 70% giá trị thị trường dược phẩm vào năm 2030

Đến năm 2030, Việt Nam đặt mục tiêu bảo đảm 100% nguồn cung thuốc đầy đủ và kịp thời cho mọi nhu cầu y tế, cấp cứu và quốc phòng. Các doanh nghiệp sản xuất trong nước được kỳ vọng sẽ đáp ứng 80% nhu cầu sử dụng thuốc và chiếm 70% tổng giá trị thị trường, trong đó 20% nguyên liệu sản xuất sẽ được cung ứng nội địa – cải thiện đáng kể so với hiện nay khi sản xuất trong nước chỉ đáp ứng khoảng 45% nhu cầu, còn 55% vẫn phụ thuộc vào nhập khẩu. Ngoài ra, Việt Nam hướng tới bao phủ 100% vắc-xin trong chương trình tiêm chủng mở rộng quốc gia và 30% trong các chương trình dịch vụ tiêm chủng.

Về dài hạn, Việt Nam phấn đấu trở thành trung tâm sản xuất dược phẩm giá trị cao trong khu vực, thông qua chuyển giao công nghệ và sản xuất ít nhất 100 loại thuốc gốc, vắc-xin và chế phẩm sinh học. Các ưu tiên phát triển khác bao gồm: phát triển vùng dược liệu bền vững, chuẩn hóa nguồn nguyên liệu đầu vào, hoàn thiện khung pháp lý phù hợp tiêu chuẩn của WHO, và đẩy mạnh chuyển đổi số, ứng dụng trí tuệ nhân tạo (AI) trong toàn ngành dược.

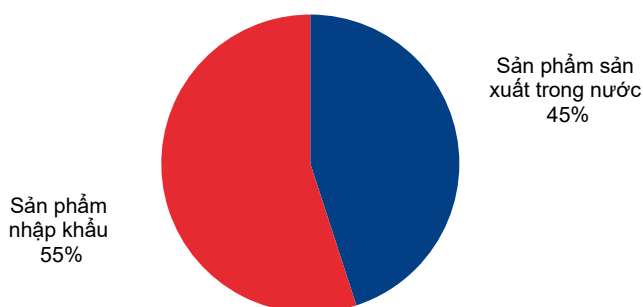
Hướng tới 20% doanh nghiệp đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương vào năm 2030

Theo chiến lược phát triển ngành dược, tất cả các doanh nghiệp dược tại Việt Nam sẽ phải tuân thủ các tiêu chuẩn quản lý tốt nhà thuốc (GPP), trong đó 20% nhà sản xuất được kỳ vọng sẽ đạt chứng nhận EU-GMP (tiêu chuẩn sản xuất tốt theo liên minh châu Âu) hoặc tiêu chuẩn tương đương vào năm 2030. Tính đến tháng 4/2025, trong khoảng 300 nhà máy dược tại Việt Nam, chỉ có 28 nhà máy có dây chuyền sản xuất đạt chứng nhận EU-GMP, tương đương khoảng 9% tổng số cơ sở.

Đến năm 2030, Việt Nam cũng đặt mục tiêu: 30% thuốc generic được chứng nhận tương đương sinh học, 100% thuốc lưu hành trên thị trường được giám sát chất lượng, và các hoạt động dược lâm sàng được triển khai toàn diện trong các bệnh viện. Bên cạnh đó, Việt Nam hướng đến đạt tỷ lệ 4 dược sĩ/1 vạn dân vào năm 2030, so với 2,88 dược sĩ/1 vạn dân năm 2020, trong đó ít nhất 20% đội ngũ dược sĩ được đào tạo về chuyên ngành dược lâm sàng.

Biểu đồ 13: Tiêu thụ dược phẩm tại Việt Nam

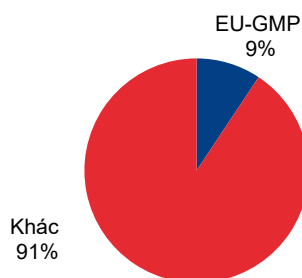
Sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 45% nhu cầu thị trường



Nguồn: IQVIA 2022

Biểu đồ 14: Tỷ trọng các đơn vị sản xuất đạt chứng nhận EU-GMP tại Việt Nam

Chỉ khoảng 9% nhà máy dược phẩm có dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP



Nguồn: HSC tổng hợp

Hướng tới quy mô ngành dược trị giá 20 tỷ USD vào năm 2045

Nhìn về dài hạn, đến năm 2045, Việt Nam đặt mục tiêu tự chủ trong sản xuất các loại thuốc tiên tiến, bao gồm thuốc chuyên khoa đặc trị, thuốc mới, thuốc biệt dược gốc, cũng như vắc-xin và chế phẩm sinh học. Chiến lược phát triển ngành nhấn mạnh việc nghiên cứu và sản xuất các loại thuốc có bằng sáng chế dựa trên nguồn dược liệu

trong nước, hướng đến đóng góp hơn 20 tỷ USD vào GDP vào năm 2045 (tăng từ 8 tỷ USD năm 2024), tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 4,5%. Đồng thời, các hoạt động kiểm nghiệm, phân phối, dịch vụ lâm sàng và hệ thống đảm bảo an toàn thuốc cũng sẽ được chuẩn hóa theo các tiêu chuẩn quốc tế.

Hàng loạt văn bản pháp luật mới ban hành năm 2024 nhằm hỗ trợ ngành dược

Triển khai theo Chiến lược phát triển ngành dược quốc gia, trong năm 2024, Chính phủ Việt Nam đã ban hành nhiều đạo luật và văn bản dưới luật (như Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi, Luật Đấu thầu, và Luật Dược sửa đổi), tạo động lực mạnh mẽ cho sự phát triển của ngành y tế nói chung và ngành sản xuất dược phẩm trong nước nói riêng, đặc biệt là phân khúc sản phẩm công nghệ cao. Cụ thể:

- Luật Dược sửa đổi số 44/2024/QH15, được Quốc hội thông qua tháng 11/2024, quy định về thủ tục đăng ký thuốc, chính sách ưu đãi đầu tư cho doanh nghiệp trong nước, mô hình kinh doanh và kênh phân phối mới, đồng thời làm rõ quyền kinh doanh của doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài và cơ chế quản lý giá thuốc.
- Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi số 51/2024/QH15 (ban hành tháng 11/2024) mở rộng quyền lợi chi trả và phạm vi bảo hiểm cho người tham gia.
- Thông tư 03/2024/TT-BYT (ban hành tháng 4/2024) quy định không nhập khẩu các sản phẩm thuốc nhóm 1 và 2 nếu trong nước có ít nhất 3 nhà cung cấp đủ năng lực sản xuất tham gia đấu thầu.
- Quyết định 201/QĐ-TTg (ban hành tháng 2/2024) phê duyệt Quy hoạch tổng thể mạng lưới cơ sở y tế giai đoạn 2021–2030, tầm nhìn đến năm 2050.

Nghị quyết số 72-NQ/TW ban hành tháng 9/2025 tiếp tục khẳng định sự hỗ trợ mạnh mẽ của Chính phủ đối với ngành y tế

Vào ngày 9/9/2025, Bộ Chính trị đã ban hành Nghị quyết số 72-NQ/TW “Về một số giải pháp đột phá nhằm tăng cường công tác bảo vệ, chăm sóc và nâng cao sức khỏe nhân dân”. Nghị quyết này đặt ra nhiều mục tiêu quan trọng đến năm 2030, bao gồm:

- Nâng tuổi thọ bình quân của người dân Việt Nam lên 75,5 tuổi (trong đó số năm sống khỏe đạt ít nhất 68 năm), đồng thời tăng chiều cao trung bình của trẻ em và thanh thiếu niên (1–18 tuổi) thêm tối thiểu 1,5 cm.
- Tỷ lệ tiêm chủng trong Chương trình Tiêm chủng mở rộng đạt trên 95%, và tỷ lệ người dân thường xuyên rèn luyện thể dục thể thao tăng thêm 10%.
- Từ năm 2026, sẽ triển khai khám sức khỏe định kỳ hằng năm miễn phí, đồng thời xây dựng hồ sơ sức khỏe điện tử để quản lý suốt đời. Đến năm 2030, phí khám chữa bệnh cơ bản trong phạm vi BHYT sẽ được miễn hoàn toàn.
- Đến năm 2027, mỗi trạm y tế xã sẽ có 4–5 bác sĩ, đồng thời tăng tỷ lệ khám chữa bệnh có BHYT tại trạm y tế xã lên trên 20%.
- Tỷ lệ bao phủ BHYT đạt trên 95% dân số vào năm 2026 và phủ toàn dân vào năm 2030, đồng thời phát triển đa dạng các mô hình bảo hiểm y tế.

Xa hơn, tầm nhìn đến năm 2045 là nâng tuổi thọ trung bình của người Việt Nam vượt mức 80 tuổi, hướng tới đưa các chỉ số sức khỏe của Việt Nam tiệm cận với các quốc gia phát triển.

IMP: Doanh nghiệp dẫn đầu phân khúc cao cấp, sẵn sàng hưởng lợi từ xu hướng thị trường

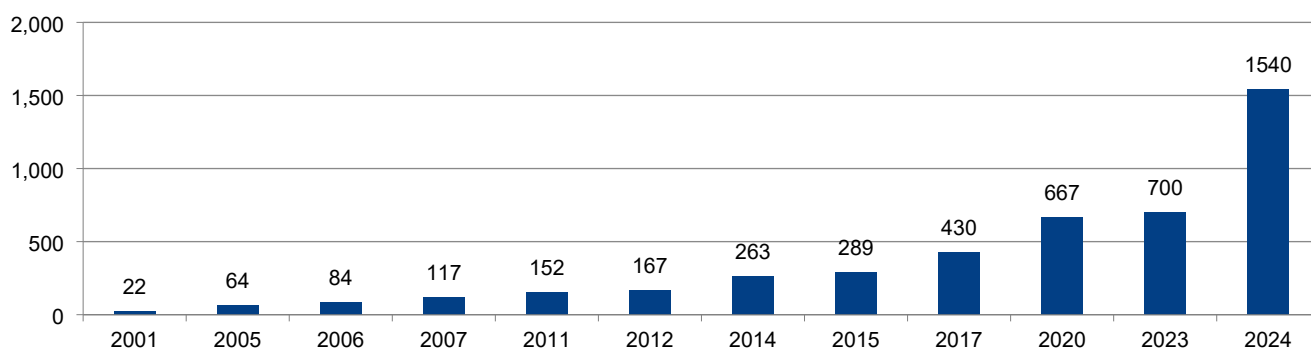
Imexpharm (mã: IMP), thành lập năm 1977 và niêm yết trên HOSE từ năm 2006, đã tăng vốn điều lệ hơn 20 lần, đạt 1.540 tỷ đồng. Tháng 5/2025, Tập đoàn Dược phẩm Livzon công bố mua lại 64,8% cổ phần chi phối của công ty, trong khi Tổng công ty Dược Việt Nam (Vinapharm) vẫn nắm giữ 22% và đóng vai trò cổ đông nội địa chiến lược. IMP hiện vận hành 4 nhà máy với 22 dây chuyền sản xuất, trong đó có 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP – số lượng lớn nhất tại Việt Nam, giúp công ty nắm lợi thế cạnh tranh vượt trội trong kênh ETC có giá trị cao. Bên cạnh đó, công suất mới từ dự án tổ hợp Cát Khánh sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn mới cho IMP trong giai đoạn tới.

Lịch sử hình thành và cơ cấu cổ đông

Imexpharm được thành lập năm 1977. Đến năm 2001, công ty chuyển đổi sang mô hình cổ phần hóa với vốn điều lệ ban đầu 22 tỷ đồng. Đến năm 2005, vốn điều lệ được nâng lên 64 tỷ đồng và công ty bắt đầu chào bán cổ phần cho các nhà đầu tư chiến lược. Năm 2006, Imexpharm trở thành doanh nghiệp dược phẩm đầu tiên niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh với mã cổ phiếu IMP. Kể từ đó đến nay, Công ty đã nhiều lần tăng vốn, mở rộng quy mô vốn điều lệ lên hơn 20 lần, đạt 1.540 tỷ đồng ở thời điểm hiện tại.

Biểu đồ 15: Vốn điều lệ (tỷ đồng), IMP

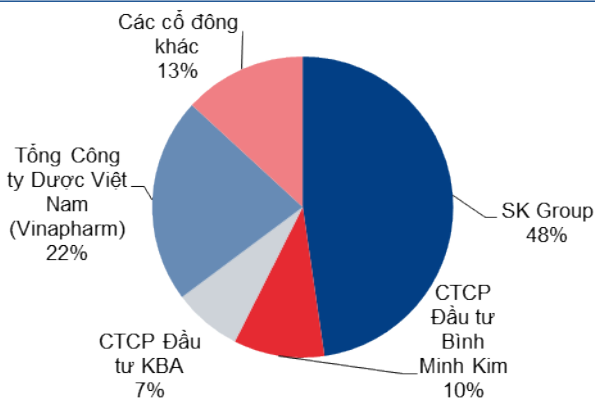
Vốn điều lệ đã tăng nhanh qua các năm



Nguồn: IMP

Biểu đồ 16: Cơ cấu cổ đông trước giao dịch với Livzon, IMP

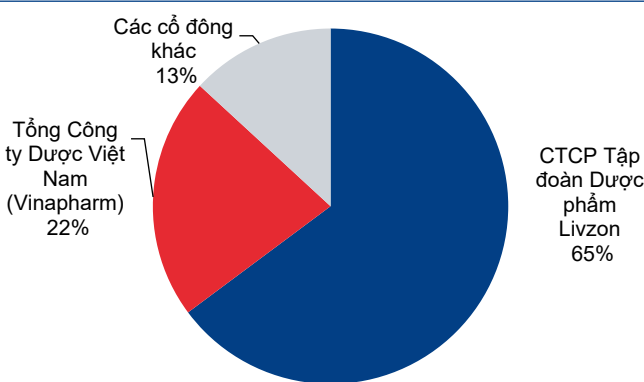
Trước giao dịch, SK Group nắm giữ 48% cổ phần tại IMP, trong khi CTCP Đầu tư Bình Minh Kim và CTCP Đầu tư KBA sở hữu lần lượt 10% & 7% cổ phần



Nguồn: IMP

Biểu đồ 17: Cơ cấu cổ đông sau giao dịch với Livzon, IMP

Sau khi hoàn tất giao dịch, CTCP Tập đoàn Dược phẩm Livzon sẽ nắm giữ 65% cổ phần



Nguồn: HSC

Cơ cấu cổ đông

Ngày 22/5, cơ cấu cổ đông của Imexpharm có một bước ngoặt quan trọng khi Tập đoàn Dược phẩm Livzon (Trung Quốc) công bố mua lại 64,81% cổ phần của IMP thông qua thương vụ chuyển nhượng giữa Livzon và ba cổ đông lớn trước đây của công ty, gồm Tập đoàn SK (47,7%), Bình Minh Kim (9,76%) và KBA (7,37%). Trong khi đó, Tổng công ty Dược Việt Nam (Vinapharm) vẫn nắm giữ 22,04% cổ phần, đóng vai trò cổ đông nội địa chiến lược, góp phần cân bằng lợi ích trong nước. 13,15% còn lại thuộc sở hữu của các cổ đông nhỏ lẻ. Thương vụ này đã được công bố nhưng vẫn được xác nhận hoàn tất.

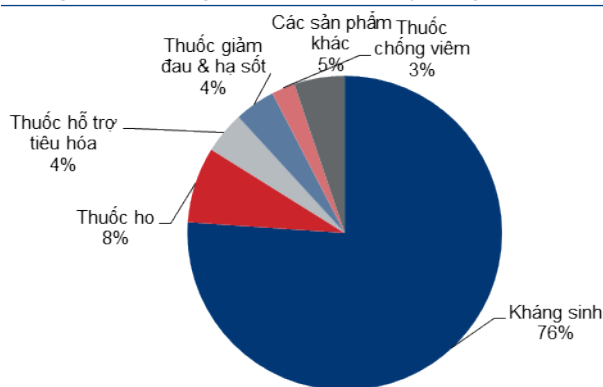
Theo Imexpharm, việc Livzon chính thức trở thành cổ đông lớn sẽ cần thêm thời gian để hoàn tất các thủ tục pháp lý cần thiết. Trong thời gian tới, IMP kỳ vọng rằng sau khi Livzon chính thức trở thành cổ đông lớn, Công ty sẽ được hưởng lợi từ cơ hội chiến lược mới như tiếp cận danh mục sản phẩm, nguồn nguyên liệu hoạt chất dược phẩm (API), và các kênh xuất khẩu toàn cầu.

Sản phẩm, cơ sở sản xuất và kênh phân phối

Danh mục sản phẩm đa dạng

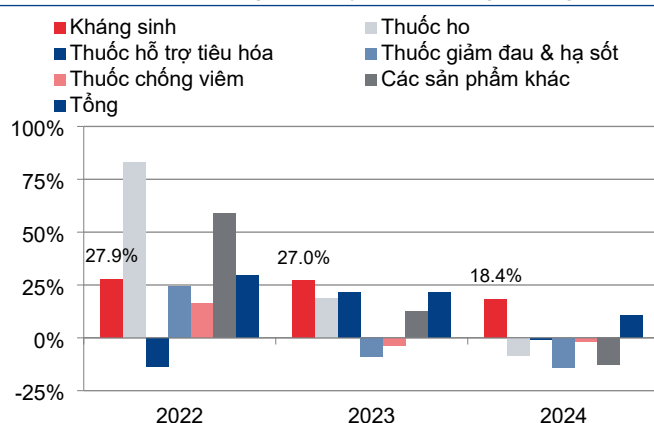
IMP sở hữu danh mục sản phẩm phong phú, trong đó kháng sinh là mảng chủ lực, đóng góp 76,1% doanh thu năm 2024 (Biểu đồ 18). Mảng này đã duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số liên tục kể từ năm 2022.

Biểu đồ 18: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm (2024), IMP
Kháng sinh là mảng sản phẩm chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: IMP

Biểu đồ 19: Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm, IMP
Doanh thu từ thuốc kháng sinh duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số



Nguồn: IMP

Bảng 20: Các nhà máy của IMP

IMP sở hữu tổng cộng 22 dây chuyền sản xuất, trong đó 12 dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP

Nhà máy	Địa điểm	Năm khánh thành	Tiêu chuẩn	Sản phẩm	Số lượng dây chuyền	Công suất tối đa
IMP1	Đồng Tháp	1997	WHO - GMP từ 2006	Thuốc không chứa betalactam, penicillin, thực phẩm bổ sung	10	Thuốc không chứa betalactam: 1,2 tỷ đơn vị sản phẩm/năm; penicillin: 300 triệu viên/năm
IMP2	Vĩnh Lộc	2017	EU-GMP từ 2019	Thuốc penicillin đường uống	4	250 triệu viên/năm
IMP3	Bình Dương	2010	EU-GMP từ 2016	Thuốc tiêm và thuốc uống cephalosporin, thuốc tiêm penicillin	5	Cephalosporin: 500 triệu viên, 15–22 triệu lọ/năm; penicillin: 10 triệu lọ/năm
IMP4	Bình Dương	2019	EU-GMP từ 2022	Thuốc tiêm không chứa beta-lactam	3	24 triệu lọ/năm

Nguồn: IMP:

Vận hành hệ thống dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP lớn nhất Việt Nam

IMP hiện có 4 nhà máy sản xuất dược phẩm và 18 chi nhánh kinh doanh trên toàn quốc. Ngoài ra, Công ty còn có hai công ty liên kết, gồm: CTCP Dược phẩm Agimexpharm, trong đó IMP sở hữu 31,6% cổ phần, và Công ty TNHH Dược phẩm Gia Đại, với tỷ lệ sở hữu 26%.

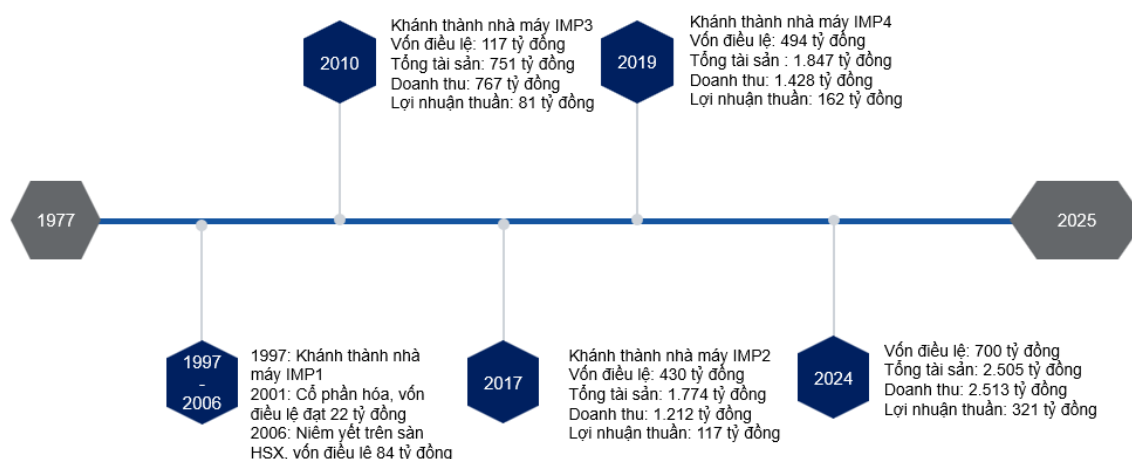
Các nhà máy của IMP bao gồm: 1 nhà máy đạt chuẩn WHO-GMP (tiêu chuẩn sản xuất tốt của Tổ chức Y tế Thế giới) với 10 dây chuyền sản xuất; 3 nhà máy còn lại có tổng cộng 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP, đây là chuẩn mực cao nhất do Cơ quan Dược phẩm châu Âu (EMA) cấp phép. IMP hiện sở hữu năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP lớn nhất tại Việt Nam.

Tính đến tháng 4/2025, Việt Nam có 294 nhà máy đạt chuẩn WHO-GMP nhưng chỉ 28 cơ sở có dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP – điều này nhấn mạnh vị thế dẫn đầu rõ rệt của IMP với 3 nhà máy và 12 dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP. Trong nửa đầu năm 2025, công suất hoạt động bình quân tại 4 nhà máy của IMP đạt 63%. Trong đó, nhà máy IMP3 ghi nhận công suất hoạt động cao nhất, trong khi IMP1 thường duy trì mức công suất quanh 50%.

Bảng 20 thể hiện tiêu chuẩn sản xuất, danh mục sản phẩm và công suất thiết kế của từng cơ sở trong 4 nhà máy của IMP. Song song với việc xây dựng nhà máy mới và mở rộng công suất, IMP cũng ghi nhận tăng trưởng đều đặn về tổng tài sản, doanh thu và lợi nhuận qua các năm (Biểu đồ 21).

Biểu đồ 21: Quá trình phát triển các nhà máy, IMP

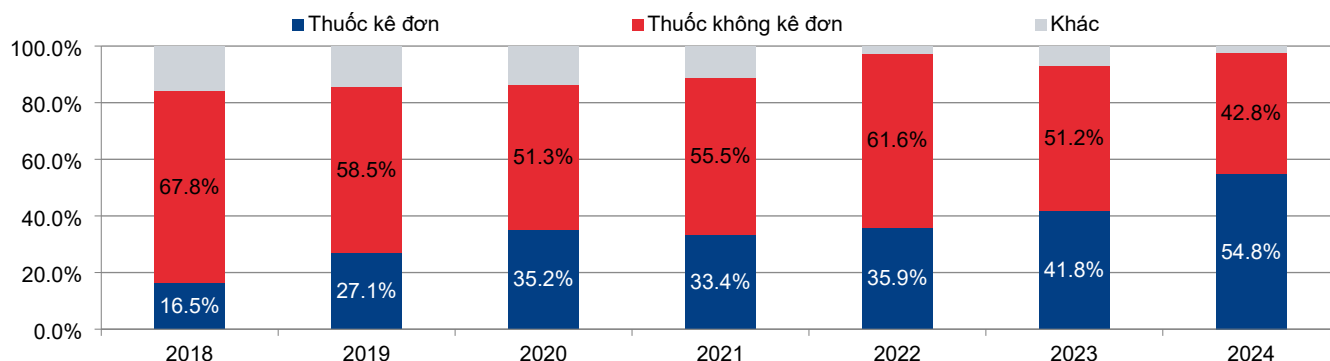
Việc mở rộng nhà máy thúc đẩy tăng trưởng về vốn, tài sản, doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: IMP, HSC

Biểu đồ 22: Cơ cấu tổng doanh thu theo kênh phân phối, IMP

Thuốc kê đơn đóng góp 55% tổng doanh thu năm 2024 (so với tỷ trọng 16,5% trong năm 2018)



Nguồn: IMP

Chuẩn EU-GMP mang lại lợi thế cạnh tranh vượt trội cho IMP trong kênh ETC

Chuẩn EU-GMP không chỉ đảm bảo chất lượng sản phẩm vượt trội mà còn là điều kiện tiên quyết để các sản phẩm của IMP được tham gia đấu thầu thuốc chất lượng cao (nhóm 1 và nhóm 2) tại các bệnh viện công theo Thông tư 07/2024/TT-BYT. Trong các gói thầu thuốc generic, sản phẩm được phân loại thành 5 nhóm dựa trên tiêu chí

kỹ thuật, trong đó nhóm 1 và nhóm 2 bao gồm các loại thuốc có chất lượng cao nhất, yêu cầu phải được sản xuất trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP (hoặc tương đương). Tại Việt Nam, thuốc generic chiếm khoảng 70% tổng giá trị các gói thầu, trong đó thuốc nhóm 1 và nhóm 2 chiếm khoảng 60%.

Việc sở hữu số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP nhiều nhất Việt Nam đã mang lại cho IMP lợi thế cạnh tranh đáng kể tại thị trường trong nước, đặc biệt trong mảng thuốc kê đơn (ETC) – mảng có tính ổn định cao và tỷ suất lợi nhuận hấp dẫn. Nhờ đó, doanh thu từ kênh ETC của IMP đã tăng mạnh qua từng năm, với tốc độ CAGR giai đoạn 2015–2024 đạt 38%. Năm 2024, doanh thu ETC đóng góp 55% tổng doanh thu của IMP, so với chỉ 17% vào năm 2015.

Theo dữ liệu từ hệ thống đấu thầu quốc gia muasamcong.mpi.gov.vn, giá trị hợp đồng trúng thầu của IMP tại các bệnh viện công năm 2024 đạt 2.009 tỷ đồng, tăng 60% so với mức 1.264 tỷ đồng năm 2023. Cùng năm, IMP xếp vị trí dẫn đầu trong nhóm thuốc đấu thầu nhóm 2, với thị phần đạt 14,3%.

Động lực tăng trưởng mới từ dự án Tổ hợp nhà máy dược Cát Khánh

Tháng 5/2025, HĐQT IMP đã thông qua nghị quyết phê duyệt dự án nhà máy dược Cát Khánh. Dự án tọa lạc tại tỉnh Đồng Tháp, với tổng diện tích 97.602 m², được thiết kế đạt chuẩn WHO-GMP/EU-GMP, và có công suất thiết kế 1,4 tỷ đơn vị sản phẩm mỗi năm. Tổng vốn đầu tư ước tính 1.495 tỷ đồng, được tài trợ từ vốn tự có và vốn vay. Công tác thi công dự kiến bắt đầu trong Q4/2025 sau khi hoàn tất các thủ tục pháp lý, và nhà máy dự kiến đi vào vận hành từ năm 2028. Dự án nhắm đến mục tiêu đa dạng hóa danh mục sản phẩm, đáp ứng nhu cầu trong nước đồng thời mở rộng sang thị trường xuất khẩu.

Theo ước tính, dự án Cát Khánh sẽ mang lại giá trị hiện tại thuần (NPV) khoảng 4.400 tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2037, với tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) đạt 16% và thời gian hoàn vốn tối thiểu khoảng 7 năm. HSC dự báo doanh thu của dự án đạt khoảng 50 tỷ đồng trong năm 2028, 150 tỷ đồng trong 2029, và 300 tỷ đồng trong 2030.

Thành tích tăng trưởng ổn định trong 10 năm qua

IMP đã duy trì đà tăng trưởng bền vững trong suốt thập kỷ qua, chỉ bị gián đoạn tạm thời trong giai đoạn COVID-19. Sau năm 2021, doanh thu và lợi nhuận của Công ty phục hồi mạnh mẽ, tăng trưởng với tốc độ CAGR trên 20% trong giai đoạn 2021–2024. Năm 2024, IMP xếp thứ hai trong nhóm các doanh nghiệp dược niêm yết về cả doanh thu và lợi nhuận, thể hiện tăng trưởng vững chắc song song với khả năng sinh lời cao. Cơ cấu doanh thu đang chuyển dịch rõ rệt sang mảng thuốc kê đơn (ETC) (đóng góp 55% doanh thu năm 2024 so với chỉ 17% năm 2018), nhờ năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP. Về tình hình tài chính, IMP sở hữu bảng CĐKT lành mạnh, với 218 tỷ đồng tiền mặt thuần trong năm 2024 và dòng tiền tự do duy trì dương bền vững từ năm 2021 sau nhiều năm đầu tư mạnh.

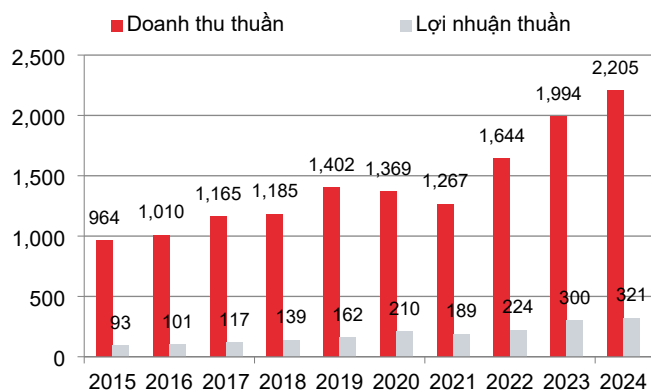
Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ổn định trong 10 năm qua (ngoại trừ 2 năm giai đoạn COVID-19)

Trong giai đoạn 2015–2019, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của IMP tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt đạt 9,8% và 15%. Đến năm 2020, giãn cách xã hội trong đợt bùng phát COVID-19 đầu tiên đã làm gián đoạn nghiêm trọng kênh ETC, cùng với việc tăng chiết khấu cho khách hàng, khiến doanh thu thuần giảm 2,4% so với năm trước. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần vẫn tăng trưởng 29% nhờ các biện pháp cắt giảm chi phí toàn diện, bao gồm giảm chi phí marketing dài hạn và chi phí xây dựng thương hiệu, khiến chi phí bán hàng & quản lý giảm 12,4% so với năm trước.

Sang năm 2021, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 7,5% và 9,8%, chủ yếu do ảnh hưởng nặng nề từ các đợt phong tỏa kéo dài từ cuối Q2 đến Q4, gây gián đoạn cả hai kênh OTC và ETC. Bên cạnh đó, Công ty còn phát sinh chi phí tăng thêm cho công tác phòng chống dịch. Tuy nhiên, sau đại dịch, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần của IMP phục hồi mạnh mẽ, với tốc độ CAGR đạt lần lượt 20,3% và 19,3% trong giai đoạn 2021–2024.

Biểu đồ 23: Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần (tỷ đồng), IMP

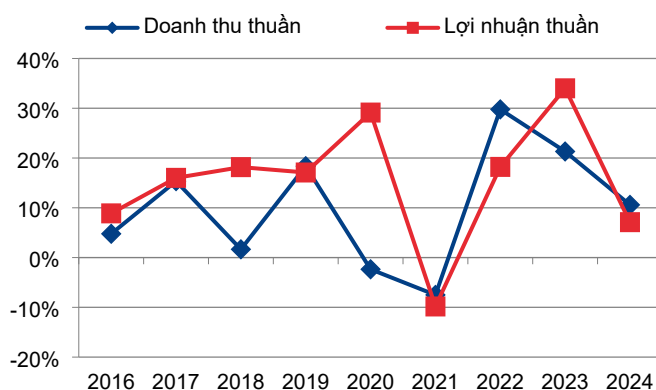
Doanh thu & lợi nhuận đã phục hồi sau đại dịch COVID-19



Nguồn: IMP

Biểu đồ 24: Tăng trưởng doanh thu thuần & lợi nhuận thuần, IMP

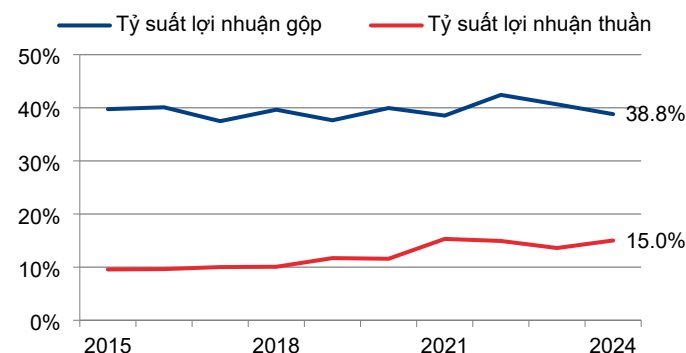
Tăng trưởng mạnh trong 2022 sau giai đoạn giãn cách xã hội



Nguồn: IMP

Biểu đồ 25: Tỷ suất lợi nhuận gộp & tỷ suất lợi nhuận thuần, IMP

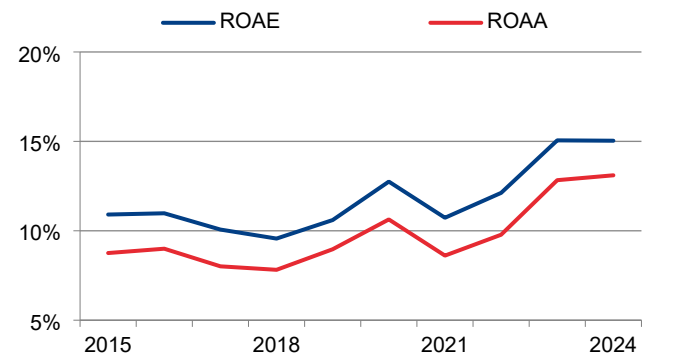
Tỷ suất lợi nhuận thuần đã cải thiện theo thời gian



Nguồn: IMP

Biểu đồ 26: Hệ số ROAE và ROAA, IMP

Trong giai đoạn 2020-2021, ROAE và ROAA sụt giảm do ảnh hưởng của các đợt giãn cách COVID-19



Nguồn: IMP

Cùng với đó, tỷ suất sinh lời trên vốn CSH bình quân (ROAE) và trên tài sản bình quân (ROAA) cũng sụt giảm trong năm 2021, sau đó phục hồi rõ rệt từ năm 2022. Cụ thể: ROAA giảm xuống mức 8,6% trong năm 2021, so với 8,8–10,6% các năm trước, rồi phục hồi lên mức 9,8–13,1% trong giai đoạn 2022–2024; ROAE giảm xuống 10,7% trong năm 2021, so với 10,9–12,7% trước đó, rồi tăng trở lại lên mức 12,1–15% trong giai đoạn 2022–2024.

Đà tăng trưởng mạnh mẽ và khả năng sinh lời vững chắc so với các doanh nghiệp cùng ngành

Năm 2024, IMP xếp thứ hai trong nhóm các doanh nghiệp dược phẩm niêm yết tại Việt Nam về cả doanh thu thuần (2,2 nghìn tỷ đồng) và lợi nhuận thuần (321 tỷ đồng), chỉ đứng sau DHG (doanh thu 4,9 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận 776 tỷ đồng). Một số điểm nổi bật về vị thế thị trường của IMP gồm:

- Mặc dù quy mô nhỏ hơn DHG nhưng IMP có tốc độ tăng trưởng vượt trội, với doanh thu tăng trưởng với tốc độ CAGR 9,5% và lợi nhuận 8,9% trong giai đoạn 2019–2024, cao hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng một chữ số thấp của DHG.
- So với công ty đứng thứ ba là DBD (doanh thu 1,7 nghìn tỷ đồng, lợi nhuận 275 tỷ đồng), IMP có quy mô lớn hơn nhưng tỷ suất lợi nhuận thấp hơn đôi chút, khi tỷ suất lợi nhuận gộp của DBD đạt 48,2%, cao hơn so với 38,8% của IMP, trong khi tỷ suất lợi nhuận thuần không quá khác biệt (15,9% so với 15,0%).
- TRA ghi nhận doanh thu cao hơn một chút (2,3 nghìn tỷ đồng) nhưng lợi nhuận thấp hơn (239 tỷ đồng) và tỷ suất lợi nhuận yếu hơn, phản ánh hiệu quả hoạt động thấp hơn dù có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất ngành ở mức 52,7%.
- Ngược lại, DHT và DCL có quy mô nhỏ hơn đáng kể và kém hiệu quả hơn về cả tăng trưởng lẫn khả năng sinh lời, với tốc độ CAGR đi ngang hoặc âm và tỷ suất lợi nhuận chỉ ở mức một chữ số.

Bảng 27: Doanh thu thuần & lợi nhuận thuần của các công ty dược phẩm trong năm 2024

IMP xếp thứ hai cả về doanh thu và lợi nhuận

Công ty	Mã CK	Doanh thu thuần	2019-24 CAGR	Lợi nhuận thuần	2019-24 CAGR
CTCP Dược Hậu Giang (Nắm giữ, giá mục tiêu 109.500đ)	DHG	4,885	4.6%	776	1.0%
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP	2,205	9.5%	321	8.9%
CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định (chưa khuyến nghị)	DBD	1,728	6.5%	275	11.8%
CTCP Dược phẩm Traphaco (chưa khuyến nghị)	TRA	2,347	6.5%	239	4.1%
CTCP Dược phẩm Hà Tây (chưa khuyến nghị)	DHT	2,086	0.4%	72	-4.9%
CTCP Dược phẩm Cửu Long (chưa khuyến nghị)	DCL	1,307	11.7%	54	-4.2%

Nguồn: HSC

Bảng 28: Các chỉ số quan trọng của các công ty dược phẩm trong năm 2024

Tỷ suất lợi nhuận thuần của IMP vượt mức bình quân

Công ty	Mã CK	Tỷ suất lợi nhuận gộp	Tỷ suất lợi nhuận thuần	ROAE	ROAA
CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD	48.2%	15.9%	17.8%	12.9%
CTCP Dược Hậu Giang	DHG	43.8%	15.9%	17.3%	12.9%
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP	38.8%	15.0%	15.0%	13.1%
CTCP Dược phẩm Traphaco	TRA	52.7%	10.2%	15.8%	11.1%
CTCP Dược phẩm Cửu Long	DCL	15.7%	4.1%	3.6%	2.3%
CTCP Dược phẩm Hà Tây	DHT	10.5%	3.4%	6.8%	3.8%

Nguồn: HSC

Nhìn chung, IMP nổi bật là doanh nghiệp cân bằng giữa tăng trưởng và hiệu quả, với đà tăng trưởng mạnh ở cả doanh thu và lợi nhuận, đồng thời đạt tỷ suất sinh lời cao hơn mức bình quân ngành (ROAE 15,0%, ROAA 13,1%). Nhờ đó, IMP được xem là một trong những doanh nghiệp quy mô trung bình có năng lực cạnh tranh hàng đầu trong ngành dược Việt Nam.

Tỷ trọng doanh thu từ kênh ETC ngày càng tăng

Doanh thu của IMP chủ yếu đến từ các sản phẩm do Công ty tự sản xuất, chiếm trên 90% tổng doanh thu trong nhiều năm liền. Ngoài ra, Công ty còn gia công sản phẩm OEM cho Sandoz; tuy nhiên, hợp tác này tạm thời gián đoạn trong năm 2024 do Sandoz tái cấu trúc pháp lý. Hợp đồng giữa hai bên đã được tái ký kết trong năm 2025, giúp khôi phục doanh thu nhượng quyền (chi tiết thể hiện tại Bảng 41).

Trong số các nhà máy của IMP, IMP1 – nhà máy sản xuất thuốc không chứa beta-lactam đạt chuẩn WHO-GMP – đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu, đạt 38% tổng doanh thu năm 2024, nhưng giảm dần so với mức 77% năm 2015. Ngược lại, tỷ trọng đóng góp từ các sản phẩm đạt chuẩn EU-GMP tại các nhà máy IMP2–4 tăng mạnh qua các năm.

Cơ cấu doanh thu của IMP cũng đang nghiêng mạnh về kênh thuốc kê đơn (ETC). Năm 2024, doanh thu ETC đóng góp 55% tổng doanh thu, so với chỉ 17% năm 2018, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 38%. Trong khi đó, doanh thu từ kênh OTC tăng trưởng với tốc độ CAGR chỉ đạt 4,2% trong giai đoạn 2018–2024. Đà tăng mạnh của doanh thu ETC thể hiện chiến lược đúng đắn của IMP trong việc tập trung vào các sản phẩm giá trị cao sản xuất trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP.

Bảng 29: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, IMP

Sản phẩm tự sản xuất chiếm phần lớn tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sản phẩm tự sản xuất	829	932	1,051	1,114	1,319	1,331	1,226	1,635	2,036	2,501
Sản phẩm nhượng quyền	148	74	105	67	96	71	63	30	64	0
Sản phẩm khác	35	53	55	53	13	19	12	11	13	12
Tổng doanh thu	1,013	1,059	1,212	1,235	1,428	1,421	1,301	1,676	2,114	2,513

Nguồn: IMP

Bảng 30: Cơ cấu doanh thu theo nhà máy, IMP

Nhà máy IMP4 bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2023

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IMP1	951	902	838	674	989	1,058	950
IMP2	0	32	71	53	151	223	336
IMP3	235	459	512	499	486	680	934
IMP4	0	0	0	0	0	80	190
Khác	49	36	-	74	50	73	103
Tổng doanh thu	1,235	1,428	1,421	1,301	1,676	2,114	2,513

Nguồn: IMP, HSC ước tính

Bảng 31: Cơ cấu tổng doanh thu theo kênh phân phối, IMP

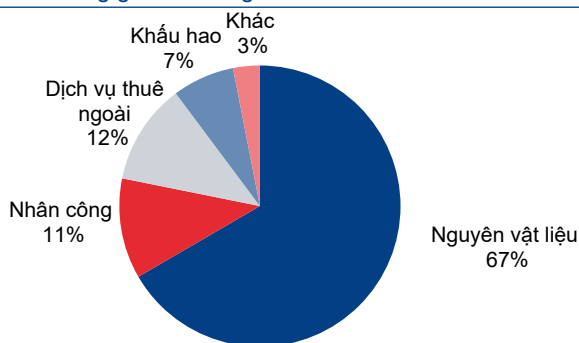
Doanh thu thuốc kê đơn ngày càng tăng theo các năm

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Thuốc kê đơn	204	387	500	435	602	884	1,378
Thuốc không kê đơn	838	835	729	722	1,033	1,083	1,075
Khác	193	206	192	144	42	147	61
Tổng doanh thu	1,235	1,428	1,421	1,301	1,676	2,114	2,513

Nguồn: IMP, HSC ước tính

Biểu đồ 32: Cơ cấu giá vốn hàng bán, 2024

Nguyên vật liệu chiếm 67% trong giá vốn hàng bán



Nguồn: IMP, HSC ước tính

Giá vốn hàng bán: Nguyên liệu đầu vào phụ thuộc lớn vào nhập khẩu

Trong cơ cấu giá vốn hàng bán của IMP, nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn nhất. Theo ước tính của HSC, năm 2024, nguyên liệu thô chiếm 66,6% giá vốn, tiếp theo là chi phí nhân công (11,6%), chi phí dịch vụ thuê ngoài (11,6%), và khấu hao cùng các chi phí khác chiếm 10,2% còn lại (Biểu đồ 32). Khoảng 90% nguyên vật liệu đầu vào, phần lớn là hoạt chất dược (API) được nhập khẩu. Nguồn cung API chủ yếu đến từ Trung Quốc, một phần từ Ấn Độ, và một tỷ trọng nhỏ hơn từ Liên minh châu Âu (EU).

Bảng CĐKT lành mạnh với mức nợ thấp

IMP duy trì bảng CĐKT lành mạnh và vị thế tiền mặt thuần trong suốt giai đoạn 2016–2024. Mặc dù có những giai đoạn dư nợ tăng lên, Công ty vẫn duy trì trạng thái tiền mặt thuần hàng năm, nhờ khả năng tạo dòng tiền mạnh từ HĐKD. Tại thời điểm năm 2024, tiền mặt thuần của IMP đạt 218 tỷ đồng, tăng từ 150 tỷ đồng năm 2023, phản ánh khả năng quản trị vốn lưu động hiệu quả và chính sách tài chính thận trọng.

Trong giai đoạn 2016–2020, dòng tiền tự do của IMP liên tục âm, do chi đầu tư lớn cho mở rộng công suất sản xuất, chạm mức thấp nhất là âm 177 tỷ đồng năm 2017. Tuy nhiên, bước ngoặt xuất hiện trong các năm 2021–2022 khi lợi nhuận tăng mạnh và chi đầu tư giảm dần, giúp dòng tiền tự do chuyển sang dương kỷ lục, lần lượt đạt 182 tỷ đồng và 279 tỷ đồng. Đến năm 2023, dòng tiền tự do tạm thời âm 103 tỷ đồng do dòng tiền từ HĐKD yếu hơn, chủ yếu vì tồn kho tăng cao. Tuy vậy, năm 2024, dòng tiền tự do phục hồi trở lại 119 tỷ đồng, cho thấy khả năng tạo dòng tiền bền vững của IMP khi HĐKD trở lại bình thường.

Bảng 33: Tiền mặt & nợ, IMP

IMP duy trì vị thế tiền mặt ròng trong giai đoạn 2016-2024

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	116	290	195	80	149	384	390	199	304
Nợ	-	-	-	(38)	(131)	(264)	(95)	(49)	(86)
Tiền/(nợ) thuần	116	290	195	43	18	120	295	150	218

Ghi chú: Khoản đầu tư ngắn hạn chủ yếu bao gồm tiền gửi ngân hàng ngắn hạn
Nguồn: IMP

Bảng 34: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và dòng tiền tự do, IMP

Trước năm 2021, dòng tiền tự do luôn âm do khoản chi phí đầu tư tài sản cố định lớn

Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	85	97	132	67	73	235	379	(40)	216
Chi phí đầu tư tài sản cố định	(104)	(274)	(272)	(131)	(90)	(53)	(99)	(64)	(97)
Dòng tiền tự do	(19)	(177)	(140)	(65)	(17)	182	279	(103)	119

Nguồn: IMP

Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 3 năm 16%

HSC nhận thấy IMP còn nhiều dư địa tăng trưởng trong các năm tới, được hỗ trợ bởi chính sách thuận lợi của Chính phủ, công suất hoạt động cao hơn tại các nhà máy IMP2 và IMP4, cùng công mới từ dự án Cát Khánh dự kiến đi vào hoạt động vào cuối năm 2028 hoặc đầu năm 2029. Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi, có hiệu lực từ tháng 1/2025, sẽ mở rộng phạm vi chi trả và hoàn phí, qua đó tăng nhu cầu thuốc tại các bệnh viện công. Bên cạnh đó, Thông tư 03/2024 cũng ưu tiên các doanh nghiệp sản xuất nội địa đạt chuẩn EU-GMP, hạn chế nhập khẩu trong trường hợp nguồn cung trong nước đủ năng lực đáp ứng. Trong bối cảnh này, IMP nổi bật lên khi có 12/93 loại thuốc nằm trong danh mục các sản phẩm được ít nhất ba doanh nghiệp trong nước sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương do Bộ Y tế đưa ra. Những yếu tố này sẽ thúc đẩy mạnh nhu cầu thuốc ETC và tạo cơ hội mở rộng thị phần cho IMP. Trên cơ sở đó, HSC lần đầu dự báo lợi nhuận thuần của IMP sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16% trong giai đoạn 2024–2027.

Triển vọng: Chính sách hỗ trợ và mở rộng công suất là nền tảng cho tăng trưởng dài hạn

HSC nhận thấy dư địa tăng trưởng còn rất lớn trong những năm tới, nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ cho toàn ngành dược, nhất là nhóm thuốc kê đơn (ETC); công suất hoạt động đang tăng dần tại các nhà máy mới đi vào hoạt động trong những năm gần đây (IMP2 và IMP4), và công suất mới tại nhà máy Cát Khánh dự kiến vận hành vào cuối năm 2028 hoặc đầu năm 2029.

Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi (51/2024/QH15), có hiệu lực từ ngày 7/1/2025, được kỳ vọng sẽ tác động sâu rộng đến toàn ngành dược Việt Nam. Một trong những điểm thay đổi quan trọng của luật là mở rộng nhóm đối tượng bắt buộc tham gia bảo hiểm y tế, bao gồm: người lao động làm việc theo hợp đồng có thời hạn từ 1 tháng trở lên; nhân viên y tế thôn, bản, cô đỡ thôn, bản; người tham gia lực lượng bảo vệ an ninh, trật tự ở cơ sở; người từ đủ 75 tuổi trở lên đang hưởng trợ cấp tuất hằng tháng; người từ đủ 70 tuổi đến dưới 75 tuổi thuộc hộ cận nghèo đang hưởng trợ cấp tuất hằng tháng.

Ngoài ra, luật cũng mở rộng phạm vi chi trả và nâng mức thanh toán lên đến 100% cho các nhóm ưu tiên, bao gồm: người tham gia bảo hiểm y tế liên tục trên 5 năm; hộ nghèo và cận nghèo; đồng bào dân tộc thiểu số; người dân sinh sống tại vùng khó khăn và đặc biệt khó khăn. Những thay đổi này sẽ gia tăng khả năng tiếp cận dịch vụ y tế tại các trạm y tế cơ sở và bệnh viện công, kéo theo nhu cầu sử dụng thuốc chất lượng cao tăng mạnh. Nhờ đó, các doanh nghiệp dược phẩm, đặc biệt là những đơn vị có năng lực sản xuất đạt chuẩn EU-GMP, sẽ hưởng lợi trực tiếp từ sự gia tăng nhu cầu thuốc kê đơn (ETC), đồng thời mở rộng cơ hội chiếm lĩnh thị phần và nâng cao công suất sản xuất, hướng tới tăng trưởng bền vững trong dài hạn.

Thông tư 03/2024/TT-BYT, ban hành tháng 4/2024, quy định rằng các loại thuốc nhập khẩu sẽ không được phép tham gia đấu thầu nhóm 1 và nhóm 2 nếu trong nước đã có ít nhất ba doanh nghiệp đủ năng lực sản xuất các sản phẩm tương đương. Chính sách này nhằm ưu tiên nguồn cung dược phẩm nội địa, giảm phụ thuộc vào nhập khẩu ở các phân khúc mà Việt Nam đã có đủ năng lực sản xuất trong nước. Điều này sẽ khuyến khích các bệnh viện ưu tiên mua sắm thuốc nội, đồng thời hạn chế cơ hội tiếp cận thị trường của các nhà nhập khẩu nước ngoài.

Trong thông tư này, Bộ Y tế công bố danh mục 93 loại thuốc được sản xuất bởi ít nhất ba doanh nghiệp trong nước trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP (hoặc tương đương), đáp ứng đầy đủ các tiêu chí về kỹ thuật, chất lượng, giá cả và năng lực cung ứng. IMP hiện có 12 sản phẩm nằm trong danh mục này.

Được hưởng lợi từ các chính sách hỗ trợ này cùng với công suất mới từ dự án Cát Khánh, BLĐ IMP tỏ ra tự tin và đặt mục tiêu doanh thu tăng trưởng dài hạn với tốc độ CAGR giai đoạn 2024–2030 đạt 15%, theo kế hoạch được BLĐ công ty công bố tại ĐHCĐ tháng 4/2025.

KQKD nửa đầu năm 2025: Tăng trưởng mạnh nhờ cả hai kênh ETC và OTC

Trong nửa đầu năm 2025, IMP ghi nhận lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 29% so với cùng kỳ đạt 165 tỷ đồng, nhờ doanh thu tăng 29% đạt 1.442 tỷ đồng và doanh thu thuần tăng 22% đạt 1.227 tỷ đồng. Cả tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần đều cải thiện so với cùng kỳ (Bảng 35–36).

Theo kênh phân phối, kênh ETC tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh, với doanh thu tăng 24% so với cùng kỳ đạt 764 tỷ đồng. Kênh OTC phục hồi ấn tượng, tăng 32% so với cùng kỳ đạt 663 tỷ đồng, sau một năm 2024 trầm lắng (doanh thu giảm 1% so với cùng kỳ). Doanh thu qua chuỗi nhà thuốc hiện đại tăng mạnh 130% so với cùng kỳ, đóng góp 14% tổng doanh thu OTC, trong khi kênh nhà thuốc bán lẻ cũng tăng 32% so với cùng kỳ. Ngược lại, kênh bán buôn (bao gồm nhà phân phối và thị trường bán buôn) giảm 3% so với cùng kỳ. Theo khu vực, doanh thu OTC tại thị trường miền Bắc tăng mạnh 70% so với cùng kỳ, đóng góp 11% tổng doanh thu OTC. Theo IMP, thị phần tại miền Bắc trong nửa đầu năm 2024 giảm sút, dẫn đến việc tái cơ cấu đội ngũ kinh doanh khu vực này. Sang năm 2025, Công ty điều chỉnh chiến lược, thu hẹp kênh bán buôn, tăng cường tập trung vào kênh bán lẻ và đẩy mạnh tương tác với đội ngũ trình dược viên.

Theo nhóm sản phẩm, thuốc trị ho là nhóm dẫn đầu về tăng trưởng, tăng 73% so với cùng kỳ, trở thành động lực chính thúc đẩy doanh thu OTC trong kỳ.

Bảng 35: KQKD 6 tháng đầu năm 2025, IMP

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng mạnh lần lượt 22% và 29% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q1/2025	% so với cùng kỳ	Q2/2025	% so với cùng kỳ	6T2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu	671	23.3%	770	32.1%	1,442	27.9%
Khoản giảm trừ doanh thu	(77)	44.4%	(137)	109.5%	(215)	80.2%
Doanh thu thuần	594	21.0%	633	22.3%	1,227	21.7%
Giá vốn hàng bán	(360)	15.8%	(379)	19.6%	(738)	17.7%
Lợi nhuận gộp	234	29.9%	254	26.6%	488	28.1%
Chi phí BH&QL	(135)	37.1%	(138)	19.9%	(272)	27.9%
LNTT	95	22.5%	115	38.3%	210	30.7%
Lợi nhuận thuần	74	20.3%	90	37.0%	165	28.9%

Nguồn: IMP

Bảng 36: Các chỉ số quan trọng theo kỳ, IMP

Tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận thuần đều tăng so với cùng kỳ

	Q1/2025	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)	Q2/2025	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)	6T2025	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	39.5%	270.3	40.1%	134.3	39.8%	200.7
Chi phí BH&QL/Doanh thu	-22.7%	267.4	-21.8%	(43.5)	-22.2%	107.7
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.5%	(7.4)	14.3%	152.6	13.4%	75.1

Nguồn: IMP

Bảng 37: Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027, IMP

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 là 16%

Tỷ đồng	2024	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu	2,513	18.9%	3,004	19.5%	3,526	17.4%	4,070	15.4%
Doanh thu thuần	2,205	10.6%	2,553	15.8%	2,997	17.4%	3,459	15.4%
Lợi nhuận gộp	856	5.6%	991	15.8%	1,155	16.6%	1,335	15.6%
Chi phí BH&QL	(440)	2.5%	(503)	14.2%	(590)	17.4%	(681)	15.4%
Lợi nhuận thuần	321	7.1%	377	17.6%	436	15.5%	500	14.7%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo

KQKD nửa cuối năm 2025 có thể chứng lại do sáp nhập tỉnh thành và siết chặt thuế

Doanh thu và lợi nhuận trong nửa cuối năm 2025 dự kiến sẽ tăng chậm hơn. Trong tháng 7, doanh thu thuần tăng 13% so với cùng kỳ đạt 180 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi đà tăng mạnh từ kênh ETC. Doanh thu từ tất cả các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP đều ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số, trong đó IMP4 tăng mạnh nhất với mức tăng 67% so với cùng kỳ. Nhờ đó, doanh thu ETC tăng 27% so với cùng kỳ, phản ánh nhu cầu vững chắc đối với sản phẩm đạt chuẩn EU-GMP. Ngược lại, doanh thu từ kênh OTC giảm 19% so với cùng kỳ, do khách hàng tích trữ hàng sớm trong tháng 6 trước khi điều chỉnh tăng giá bán từ tháng 7, cùng với việc siết chặt quản lý thuế kể từ tháng 7 khiến tâm lý mua hàng trở nên thận trọng hơn. Dù vậy, LNTT vẫn tăng 9% so với cùng kỳ đạt 27 tỷ đồng, cho thấy KQKD mạnh mẽ từ kênh ETC đã bù đắp hoàn toàn cho sự suy yếu tạm thời của kênh OTC.

Tháng 8/2025, doanh thu thuần giảm nhẹ 0,8% so với cùng kỳ, xuống 185 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu ETC giảm 2% so với mức nền cao của tháng 8/2024. Mức giảm này cũng phản ánh tác động tạm thời từ việc tái cấu trúc quy trình đấu thầu thuốc công sau quá trình sáp nhập tỉnh thành và triển khai hệ thống hành chính hai cấp tại các địa phương. Trong khi đó, doanh thu kênh OTC phục hồi mạnh, tăng 18% so với cùng kỳ sau giai đoạn thận trọng trong tháng 7. LNTT giảm 10% so với cùng kỳ xuống 25 tỷ đồng.

Tính chung 8 tháng đầu năm 2025, IMP ghi nhận KQKD tích cực với doanh thu thuần đạt 1.582 tỷ đồng, tăng 21% so với cùng kỳ, và LNTT đạt 261 tỷ đồng, tăng 23% so với cùng kỳ.

Bảng 38: Ước tính KQKD 6 tháng cuối năm 2025, IMP

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng 14% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025

Tỷ đồng	6 tháng cuối năm 2024	6 tháng cuối năm 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu	1,385	1,562	12.8%
Các khoản giảm trừ doanh thu	(188)	(236)	25.1%
Doanh thu thuần	1,197	1,327	10.8%
Giá vốn hàng bán	(722)	(824)	14.1%
Lợi nhuận gộp	474	502	5.9%
Chi phí bán hàng & quản lý	(227)	(231)	1.4%
LNTT	243	265	9.0%
Lợi nhuận thuần	193	213	10.2%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo 2025–2027: Lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm 16%

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng 18% nhờ doanh thu thuần tăng trưởng 16%. Trong nửa cuối năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo tăng 10% so với cùng kỳ, tương ứng với mức tăng 11% của doanh thu thuần. Chúng tôi cũng dự báo lợi nhuận thuần tăng trưởng 16% trong năm 2026 và 15% trong năm 2027. Theo đó, lợi nhuận thuần giai đoạn 2024–2027 dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 16%

Doanh thu: IMP2 và IMP4 kỳ vọng dẫn dắt tăng trưởng

Tổng doanh thu dự báo đạt 4.069 tỷ đồng vào năm 2027, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 17%. HSC kỳ vọng tất cả các nhà máy đều duy trì mức tăng trưởng hai chữ số trong giai đoạn dự báo, trong đó IMP2 và IMP4 là hai đầu tàu tăng trưởng (với mức tăng trưởng 20–45% trong giai đoạn 2025–2027). Trong khi đó, IMP1 và IMP3 dự kiến duy trì tốc độ tăng trưởng ở mức 13-15%, tạo nền tảng ổn định, còn các mảng khác dự kiến tăng trưởng đều khoảng 10% mỗi năm. Ngoài ra, do hợp đồng với Sandoz vừa được gia hạn, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ các sản phẩm nhượng quyền sẽ quay trở lại từ nửa cuối năm 2025.

Lưu ý, do Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh dự kiến bắt đầu đóng góp doanh thu từ năm 2028, nên chúng tôi chưa đưa yếu tố này vào dự báo doanh thu giai đoạn 2025–2027.

Bảng 39: Các chỉ số quan trọng trong giai đoạn 2025-2027, IMP

HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ ổn định trong giai đoạn 2025-27

	2025F	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)	2026F	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)	2027F	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	38.8%	(0.4)	38.5%	-24.5	38.6%	5.3
Chi phí BH&QL/doanh thu	-19.7%	(27.2)	-19.7%	0.0	-19.7%	0.0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	14.8%	23.2	14.5%	-23.7	14.5%	(9.5)

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 40: Dự báo doanh thu theo nhà máy, IMP

Chúng tôi dự báo nhà máy IMP2 và IMP4 sẽ ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất

Tỷ đồng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
IMP1	1,121	18%	1,289	15.0%	1,457	13.0%
IMP2	420	25%	512	22.0%	615	20.0%
IMP3	1,074	15%	1,214	13.0%	1,359	12.0%
IMP4	276	45%	386	40.0%	501	30.0%
Nhà máy khác	113	10.0%	125	10.0%	137	10.0%
Tổng	3,004	19.5%	3,526	17.4%	4,070	15.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 41: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm, IMP

Doanh thu từ sản phẩm nhượng quyền dự kiến sẽ quay lại trong giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Sản phẩm tự sản xuất	2,959	18.3%	3,443	16.3%	3,979	15.6%
Sản phẩm nhượng quyền	32		70	10.0%	78	10.0%
Sản phẩm khác	13	5.0%	13	0.0%	13	0.0%
Tổng	3,004	19.5%	3,526	17.4%	4,070	15.4%

Nguồn: HSC ước tính

Dòng tiền: Dòng tiền tự do dự báo âm trong giai đoạn dự phóng do chi đầu tư lớn cho dự án Cát Khánh

Dự báo dòng tiền cho thấy áp lực đến từ khoản chi đầu tư lớn (khoảng 1.495 tỷ đồng) dành cho Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh. Theo ước tính của HSC, dòng tiền tự do sẽ duy trì trạng thái âm trong toàn bộ giai đoạn dự báo, ở mức âm 101 tỷ đồng năm 2025, âm 183 tỷ đồng năm 2026 và âm 119 tỷ đồng năm 2027. Nguyên nhân là do chi đầu tư hàng năm trên 500 tỷ đồng, cao hơn dòng tiền từ HĐKD dù dòng tiền hoạt động dự kiến cải thiện dần từ 331 tỷ đồng năm 2025 lên 413 tỷ đồng năm 2027.

Tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn của Công ty dự kiến giảm từ 580 tỷ đồng năm 2025 xuống 303 tỷ đồng vào năm 2027. Đồng thời, HSC dự báo IMP sẽ chuyển từ vị thế tiền mặt thuần sang nợ thuần ở mức 196 tỷ đồng vào năm 2027, do IMP phải tăng vay nợ để tài trợ cho dự án Cát Khánh.

Bảng 42: Tiền mặt, nợ và dòng tiền tự do của doanh nghiệp, IMP

Dòng tiền tự do được dự báo sẽ chuyển âm từ năm 2025

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt, các khoản tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	580	363	303
Nợ	340	395	500
Tỷ lệ nợ/vốn CSH	0.14	0.14	0.16
Tiền/(nợ) thuần	239	(32)	(196)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	331	349	413
Chi phí đầu tư tài sản cố định	432	532	532
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(101)	(183)	(119)

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với IMP, với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 58.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 11% và P/E dự phóng năm 2026 ở mức 22,1 lần. Tại thị giá hiện tại, IMP đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 20,7 lần (theo dự báo của HSC), cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn hay 15% so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18 lần. IMP cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 20 lần, cao hơn bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 16,4 lần; tuy nhiên, HSC cho rằng mức định giá cao này là hợp lý xét đến triển vọng tăng trưởng lợi nhuận vượt trội của Công ty.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu IMP ở mức 58.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 11% so với thị giá hiện tại. Trên cơ sở đó, HSC khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với IMP.

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá cổ phiếu IMP, với các giả định chính như sau: Trong mô hình DCF, chúng tôi áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0%; phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% và beta là 0,7 (theo dữ liệu từ Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 10,1%. Chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 43: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, IMP

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	377	436	500	568	625	724
+ Khấu hao	103	105	107	109	162	215
+ Chi phí lãi vay sau thuế	23	27	30	34	39	44
- Thay đổi vốn lưu động	(154)	(197)	(199)	(216)	(223)	(235)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(432)	(532)	(532)	(127)	(32)	(32)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(82)	(161)	(94)	368	570	715

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 44: Giá mục tiêu cuối năm 2026, IMP

Giá mục tiêu là 58.000đ

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn	9,751
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,644
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	485
Giá trị của doanh nghiệp	7,129
Tài sản phi hoạt động	1,904
Nợ	(95)
Giá trị vốn CSH	8,938
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	154.0
Giá trị hợp lý (đồng/cp)	58,034

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 45: Tính toán WACC, IMP

WACC là 10,1%

	Giá định
Tỷ trọng vốn CSH	95%
Beta	0.7
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Chi phí vốn CSH	10.4%
Tỷ trọng nợ	5%
Chi phí nợ	5.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.0%
WACC	10.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 46: 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%	59,001	55,979	53,277	50,848	48,654
	1.5%	61,889	58,514	55,517	52,839	50,432
	2.0%	65,183	61,382	58,034	55,063	52,408
	2.5%	68,974	64,656	60,884	57,563	54,616
	3.0%	73,385	68,425	64,137	60,394	57,099

Nguồn: HSC ước tính

Lưu ý, 74% định giá của chúng tôi đến từ giá trị hiện tại của giá trị dài hạn trong mô hình DCF, cho thấy câu chuyện tăng trưởng của IMP mang tính dài hạn. Ngược lại,

trong mô hình định giá của DHG, giá trị hiện tại của giá trị dài hạn chỉ chiếm 60% định giá.

Bối cảnh định giá

Tăng 2% trong 3 tháng qua nhưng kém tích cực hơn VN Index, IMP đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 20,7 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn (hay 15%) so với bình quân từ năm 2021 ở mức 18 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E dự phóng năm 2026 ở mức 20,2 lần, cao hơn bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 16,4 lần (doanh nghiệp Việt Nam: 14,7 lần; khu vực: 17,3 lần). Tuy nhiên, HSC cho rằng mức định giá cao này là hợp lý bởi triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của IMP vượt trội so với mặt bằng chung. Cụ thể, lợi nhuận thuần của IMP dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 17% trong giai đoạn 2024–2026, cao hơn so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành ở mức 8,3% (doanh nghiệp trong nước: 13,3%; khu vực: 5,8%) (Bảng 47).

Bảng 47: So sánh các công ty cùng ngành, IMP

Cổ phiếu IMP đang giao dịch với định giá cao hơn bình quân các công ty cùng ngành nhưng theo chúng tôi là hợp lý nhờ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực hơn

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026	CAGR doanh thu thuần 2024-26F	CAGR lợi nhuận thuần 2024-26F
Các công ty cùng ngành trong nước						
CTCP Dược Hậu Giang	DHG VN	506	14.7	13.4	3.3%	17.0%
CTCP Dược – Trang thiết bị y tế Bình Định	DBD VN	194	17.6	16.1	6.6%	9.5%
Bình quân, các công ty trong nước		350	16.2	14.7	4.9%	13.3%
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	77,221	25.5	23.7	6.7%	12.6%
Otsuka Holding Co Ltd	4578 JP	30,163	13.6	15.8	3.5%	-7.7%
Joincare Pharmaceutical Group	600380 CH	3,341	16.6	15.0	4.3%	8.4%
Livzon Pharmaceutical Group	000513 CH	4,751	16.1	14.6	4.7%	10.0%
Bình quân các công ty trong khu vực		28,869	18.0	17.3	4.8%	5.8%
Bình quân, tất cả các công ty cùng ngành		19,363	17.4	16.4	4.8%	8.3%
CTCP Dược phẩm IMEXPHARM	IMP VN	307	23.1	20.0	16.6%	16.6%

Ghi chú: Dữ liệu ngày 1/10/2025.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 48: P/E trượt dự phóng 1 năm, IMP

IMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần...



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

Biểu đồ 49: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, IMP

...cao hơn 0,6 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 18 lần



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

Rủi ro đối với giá mục tiêu và quan điểm đầu tư của HSC

Rủi ro nguyên liệu đầu vào và biến động tỷ giá

Rủi ro nguyên liệu đầu vào là thách thức lớn và trực tiếp đối với IMP, đặc biệt trong bối cảnh biến động kinh tế, căng thẳng địa chính trị và gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu. Những yếu tố này có thể làm kéo dài thời gian giao hàng, tăng chi phí vận chuyển và gây biến động mạnh về giá nguyên liệu. Vì chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 65–70% tổng chi phí sản xuất nên mức tăng 1% giá nguyên liệu có thể khiến chi phí sản

xuất tăng tương ứng 0,65–0,7%, từ đó tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận và giá bán sản phẩm của IMP.

Ngoài ra, với khoảng 90% nguyên liệu đầu vào của IMP được nhập khẩu và thanh toán bằng USD, biến động tỷ giá ngoại tệ là một rủi ro đáng kể ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu chi phí của công ty.

Rủi ro nợ xấu

IMP phân phối sản phẩm qua cả kênh OTC (nhà thuốc truyền thống và chuỗi nhà thuốc) và kênh ETC (bệnh viện, đấu thầu thuốc và đối tác phân phối). Mặc dù Công ty đã triển khai hệ thống quản lý công nợ chặt chẽ, rủi ro khách hàng chậm hoặc không thanh toán vẫn có thể xảy ra, ảnh hưởng đến dòng tiền từ HĐKD. Tuy nhiên, do IMP chủ yếu hợp tác với các đối tác có tiềm lực tài chính vững mạnh, rủi ro nợ xấu được đánh giá là thấp.

Rủi ro chậm tiến độ công suất mới

Một rủi ro khác là lợi nhuận từ năm 2028 trở đi có thể thấp hơn dự báo của HSC nếu tiến độ vận hành công suất mới tại dự án Cát Khánh bị chậm trễ. Kịch bản này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến định giá DCF của chúng tôi, vốn dựa trên dòng tiền dự phóng giai đoạn 2025–2030.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	1,994	2,205	2,553	2,997	3,459
Lợi nhuận gộp	811	856	991	1,155	1,335
Chi phí BH&QL	(429)	(440)	(503)	(590)	(681)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	381	415	488	565	654
Lãi vay thuần	(6.64)	(11.9)	(14.5)	(18.0)	(26.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	2.87	0.91	2.37	2.26	1.83
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	377	404	475	549	630
Chi phí thuế TNDN	(77.7)	(83.3)	(98.0)	(113)	(130)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	300	321	377	436	500
Lợi nhuận thuần ĐC	300	321	377	436	500
EBITDA ĐC	464	521	590	670	761
EPS (đồng)	1,804	1,932	2,273	2,625	3,010
EPS ĐC (đồng)	1,804	1,932	2,273	2,625	3,010
DPS (đồng)	1,000	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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	106	162	549	313	253
Đầu tư ngắn hạn	93.0	142	31.0	50.0	50.0
Phải thu khách hàng	297	384	445	523	604
Hàng tồn kho	699	705	810	945	1,079
Các tài sản ngắn hạn khác	11.9	16.7	19.4	22.8	26.3
Tổng tài sản ngắn hạn	1,207	1,410	1,854	1,854	2,013
TSCĐ hữu hình	909	828	1,158	1,585	2,010
TSCĐ vô hình	74.2	74.2	74.2	74.1	74.0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.33	(0.18)	67.0	67.0	67.0
Đầu tư vào Cty LD,LK	70.9	67.1	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	131	126	143	168	194
Tổng tài sản dài hạn	1,185	1,095	1,442	1,894	2,345
Tổng cộng tài sản	2,393	2,505	3,296	3,748	4,357
Nợ ngắn hạn	49.4	86.1	90.4	94.9	99.7
Phải trả người bán	70.5	77.0	89.2	105	121
Nợ ngắn hạn khác	160	105	364	425	537
Tổng nợ ngắn hạn	308	322	606	698	841
Nợ dài hạn	0	0	250	300	400
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0	250	300	400
Tổng nợ phải trả	308	322	856	998	1,241
Vốn chủ sở hữu	2,085	2,183	2,441	2,750	3,116
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	2,085	2,183	2,441	2,750	3,116
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,393	2,505	3,296	3,748	4,357
BVPS (đ)	13,535	14,175	15,848	17,856	20,233
Nợ thuần/(tiền mặt)	(56.8)	(75.9)	(208)	81.7	246

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	381	415	488	565	654
Khấu hao	(82.6)	(106)	(103)	(105)	(107)
Lãi vay thuần	(6.64)	(11.9)	(14.5)	(18.0)	(26.0)
Thuế TNDN đã nộp	(84.0)	(70.8)	(98.0)	(113)	(130)
Thay đổi vốn lưu động	(367)	(72.9)	(154)	(197)	(199)
Khác	(23.0)	(143)	0	0	0
LCT thuần từ HĐKD	(39.5)	216	331	349	413
Đầu tư TS dài hạn	(63.5)	(96.8)	(432)	(532)	(532)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	2.53	4.83	0	0	0
Khác	140	(35.3)	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	79.1	(127)	(432)	(532)	(532)
Cổ tức trả cho CSH	(66.7)	(70.0)	(77.0)	(77.0)	(77.0)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(45.6)	36.7	4.31	4.52	4.75
Khác	0	0	561	20.4	131
LCT thuần từ HĐTC	(112)	(33.3)	488	(52.1)	59.2
Tiền & tương đương tiền đầu kì	179	106	162	549	313
LCT thuần trong kỳ	(72.6)	55.8	387	(235)	(59.8)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	106	162	549	313	253
Dòng tiền tự do	(103)	119	(101)	(183)	(119)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.6	38.8	38.8	38.5	38.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.3	23.6	23.1	22.4	22.0
Tỷ suất LNT (%)	15.0	14.6	14.8	14.5	14.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
Tăng trưởng doanh thu (%)	21.3	10.6	15.8	17.4	15.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	29.9	12.3	13.4	13.4	13.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	34.0	7.11	17.6	15.5	14.7
Tăng trưởng EPS (%)	41.2	7.11	17.6	15.5	14.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	41.2	7.11	17.6	15.5	14.7
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	(50.0)	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	55.4	25.9	22.0	19.1	16.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.1	15.0	16.3	16.8	17.0
ROACE (%)	19.2	19.5	20.0	19.7	19.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.85	0.90	0.88	0.85	0.85
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.10)	0.52	0.68	0.62	0.63
Số ngày tồn kho	216	191	189	187	185
Số ngày phải thu	91.5	104	104	104	104
Số ngày phải trả	21.7	20.8	20.8	20.8	20.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.44)	(2.68)	(7.71)	3.83	8.77
Nợ/tài sản (%)	2.31	4.13	10.9	11.2	12.1
EBIT/lãi vay (lần)	57.4	35.0	33.7	31.3	25.1
Nợ/EBITDA (lần)	0.12	0.20	0.61	0.62	0.69
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.92	4.38	3.06	2.66	2.39
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.02	3.63	3.08	2.72	2.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.3	15.4	13.3	12.2	10.9
P/E (lần)	29.1	27.1	23.1	20.0	17.4
P/E ĐC (lần)	29.1	27.1	23.1	20.0	17.4
P/B (lần)	3.87	3.70	3.31	2.93	2.59
Lợi suất cổ tức (%)	1.91	0.95	0.95	0.95	0.95

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

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, TP HCM
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