

CTCP Dược phẩm Imexpharm (IMP)

Trung lập

Dược phẩm

Giá hiện tại	48.000VND
Cao/Thấp 52 tuần	53.200VND/27.431VND
Giá mục tiêu	51.300VND
Consensus	12,8%
Tiềm năng tăng giá	6,9%
Tỷ suất cổ tức	1,4%
Tổng tỷ suất sinh lời	8,3%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kĩ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	264,9
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,3
Room nước ngoài còn lại (tr USD)	27
Số CP lưu hành (tr)	154
Số CP sau pha loãng (tr)	154

	IMP	Ngành	VNI
P/E trượt	23,0x	36,8x	12,8x
P/B hiện tại	3,6x	3,3x	1,7x
ROA	13,1%	8,4%	4,9%
ROE	15,0%	12,6%	6,1%

*dữ liệu ngày 26/2/2025

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
IMP	7,8	10,3	60,3
Tương quan VNI	3,5	4,5	4,9

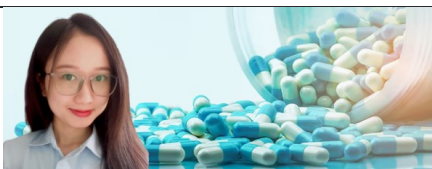
Cơ cấu sở hữu

SK Investment Vina	64,8%
Vinapharm	22,0%
Khác	13,2%

Tổng quan

IMP là một trong những công ty dược phẩm hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu số lượng dây chuyền sản xuất đạt chứng nhận EU-GMP nhiều nhất cả nước và chiếm thị phần lớn nhất trong kênh ETC so với các nhà sản xuất trong nước.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Phương Diệu

Dieu.nguyenphuong@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Lợi thế ở kênh ETC là động lực tăng trưởng

- Chúng tôi đưa ra đánh giá HOLD với mức tăng trưởng 6,9% và tỷ suất cổ tức 1,4%.
- IMP giữ thị phần lớn nhất trong kênh ETC nội địa với 9,1%. Với 12 dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP, công ty có năng lực mạnh mẽ trong việc sản xuất các loại thuốc generic nhóm 1 và 2.
- Mức giá mục tiêu của chúng tôi thể hiện chỉ số P/E là 20,5x, phản ánh triển vọng tăng trưởng trong tương lai của IMP.

Điểm nhấn tài chính

- Quý 4/2024 tăng 7,2% svck, trong khi lợi nhuận ròng tăng vọt 66,7% svck nhờ biên lợi nhuận gộp tăng 7,0 điểm % svck.
- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2025/26 sẽ tăng lần lượt 18,9%/14,6% svck. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp năm 2025/26 sẽ thu hẹp 0,7 điểm %/0,2 điểm % svck do giá API cao hơn và tỷ trọng bán hàng cho chuỗi nhà thuốc tăng.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng năm 2025/26 sẽ tăng lần lượt 12,5%/14,4% lên 360,8 tỷ đồng/412,9 tỷ đồng.

Luận điểm đầu tư

Những sửa đổi pháp lý tạo môi trường thuận lợi cho các doanh nghiệp ETC

Luật Dược sửa đổi và các chính sách hạn chế nhập khẩu mang lại cơ hội cho các doanh nghiệp trong nước nâng cao công nghệ, năng lực sản xuất và khả năng cạnh tranh. Trong khi đó, những thay đổi trong Luật Đầu thầu và Luật Bảo hiểm Y tế giúp môi trường đầu thầu trở nên linh hoạt hơn và thúc đẩy nhu cầu trong kênh ETC. Điều này sẽ mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp ETC lớn trong nước như IMP, Tenamyd và Bidiphar.

Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường sẵn sàng nắm bắt cơ hội

Với số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP nhiều nhất tại Việt Nam (12 dây chuyền), hiện mới vận hành dưới 60% công suất, cùng với cơ sở khách hàng ETC không ngừng mở rộng, IMP đang ở vị thế thuận lợi để tận dụng các cơ hội trên thị trường. IMP là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường ETC nội địa, chiếm 9,1% thị phần trong phân khúc thuốc sản xuất trong nước vào năm 2023, nhờ khả năng sản xuất thuốc nhóm 1 và 2 – những phân khúc vẫn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu do Việt Nam chưa có đủ nhà máy sản xuất đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần ETC của IMP sẽ tăng mạnh lần lượt 29,6%/20,8% svck trong năm 2025/26.

Chuỗi nhà thuốc và mở rộng thị phần miền Bắc sẽ bù đắp cho doanh thu OTC

Tác động của đại dịch COVID-19 đã tạo ra mức nền cao cho kênh OTC của IMP trong năm 2022. Khi đại dịch lắng xuống, tình hình dần trở lại trạng thái bình thường, khiến doanh thu OTC bắt đầu giảm sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, trong khi thị trường ngày càng cạnh tranh hơn. Chúng tôi dự báo doanh thu thuần OTC của IMP sẽ tăng nhẹ 6,6%/6,1% svck trong năm 2025/26, nhờ vào việc mở rộng tệp khách hàng tại khu vực miền Bắc và gia tăng doanh số bán hàng qua các chuỗi nhà thuốc.

Biên lợi nhuận gộp chịu áp lực

Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của IMP sẽ chịu áp lực do sự phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu và tỷ trọng bán hàng cho các chuỗi nhà thuốc gia tăng.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT	21,3%	10,6%	18,9%	14,6%
Tăng trưởng EPS	34,0%	7,1%	12,5%	14,4%
Biên LN gộp	40,6%	38,8%	38,1%	37,9%
Biên LN ròng	15,0%	14,6%	13,8%	13,7%
P/E	10,5	23,4	22,3	19,9
P/B	1,5	3,4		
ROAE	15,1%	15,0%	15,6%	15,9%
Nợ ròng trên VCSH	(3%)	(3%)	(8%)	(17%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

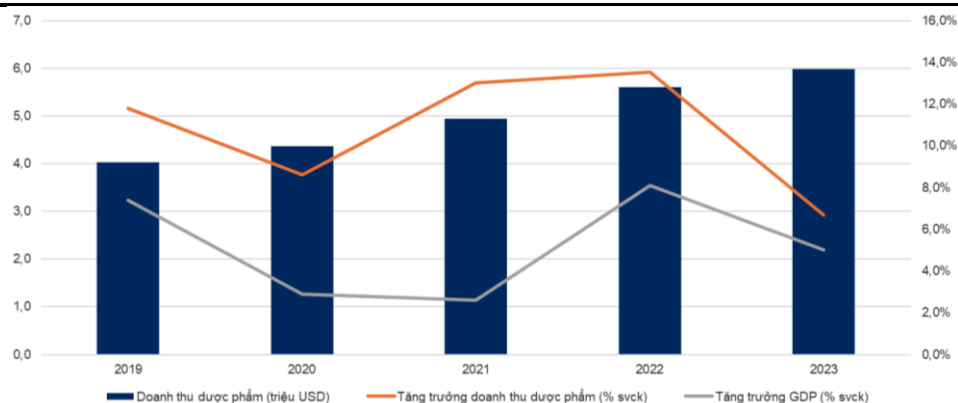
Triển vọng ngành Dược: Tương lai hứa hẹn với kênh ETC là động lực chính

Tổng quan thị trường dược phẩm Việt Nam

Ngành Dược đã tăng trưởng vượt trội trong những năm vừa qua

Trong 5 năm qua, doanh thu dược phẩm đã tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 10,4%, cao hơn 4 điểm % so với tốc độ tăng trưởng GDP. Vào cuối năm 2023, doanh thu dược phẩm đạt khoảng 6 tỷ USD (152,1 nghìn tỷ đồng), chiếm 1,4% GDP và 27,2% tổng chi tiêu y tế.

Hình 1: Tốc độ tăng trưởng ngành Dược trong giai đoạn 2019-2023 cao hơn tăng trưởng GDP



Nguồn: Fitch Solution, World Bank, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung phụ thuộc lớn vào nhập khẩu

Mặc dù có sự tăng trưởng đầy hứa hẹn, sản xuất trong nước luôn không đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa. Năm 2023, 58% dược phẩm và 90% hoạt chất (API) - nguyên liệu chính để sản xuất thuốc - được nhập khẩu. Tuy nhiên, dữ liệu cũng cho thấy nỗ lực của quốc gia trong việc giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu, khi tỷ lệ nhập khẩu/doanh số đã giảm từ 75% vào năm 2019 xuống còn 58% vào năm 2023.

Chúng tôi tin rằng sự phụ thuộc vào nhập khẩu là do

- Về nguyên liệu, Việt Nam chưa đầu tư vào công nghệ sản xuất các hoạt chất. Trung Quốc và Ấn Độ là hai nhà cung cấp lớn nhất thế giới với lợi thế đáng kể về quy mô kinh tế, khiến Việt Nam gặp nhiều khó khăn khi cạnh tranh với hai "ông lớn" này khi bước vào thị trường.
- Các nhà sản xuất Việt Nam chưa đầu tư vào R&D cho các loại thuốc có bằng sáng chế. Thuốc sản xuất trong nước chủ yếu là thuốc generic.
- Mặc dù Việt Nam có khả năng sản xuất thuốc generic, các nhà sản xuất nước ngoài vẫn chiếm ưu thế trên thị trường, đặc biệt trong phân khúc thuốc nhóm 1 và nhóm 2, khi nhập khẩu chiếm lần lượt 97,7% và 50,1% vào năm 2023. Điều này một phần là do số lượng cơ sở được trang bị để sản xuất dược phẩm chất lượng cao còn hạn chế. Việc sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương là một trong những điều kiện tiên quyết để sản phẩm được đưa vào quy trình đấu thầu cho các loại thuốc generic nhóm 1 và nhóm 2. Số lượng nhà máy ở Việt Nam đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương vẫn còn khiêm tốn, chỉ có 31 nhà máy, chiếm 11% tổng số nhà máy hiện có.

Luật Dược hỗ trợ các nhà sản xuất lớn và có vốn đầu tư nước ngoài

Những thay đổi chính trong Luật Dược

Nhận thức được những điểm nghẽn cản trở sự phát triển của ngành, chính phủ Việt Nam đã và đang nỗ lực đáng kể để cải thiện. Việc sửa đổi Luật Dược là một phần trong chiến lược quốc gia phát triển ngành dược phẩm đến năm 2030, nhằm biến ngành này trở thành ngành mũi nhọn. Vào ngày 21 tháng 11 năm 2024, Quốc hội khóa XV đã thông qua Luật Dược sửa đổi với nhiều thay đổi tích cực hỗ trợ ngành dược phẩm.

Hình 2: Những thay đổi chính trong Luật Dược

Mục	Trước sửa đổi	Sau sửa đổi	Nhận định
Đăng ký lưu hành sản phẩm	Đăng ký quá trình lưu hành sản phẩm khoảng 12 tháng	Quá trình này được rút ngắn xuống còn khoảng 9 tháng	
	Không có ưu tiên đăng ký sản phẩm	Ưu tiên mua sắm thuốc, thủ tục, tiến độ cấp giấy phép lưu hành thuốc đặc trị, thuốc generic mới, thuốc generic mới và các loại thuốc chất lượng cao khác.	Điều này giúp quá trình lưu thông thuốc trên thị trường diễn ra suôn sẻ hơn, giúp các bệnh viện có thể nhận thuốc kịp thời và điều trị kịp thời cho người bệnh.
	Sau khi hết hạn, nhà sản xuất phải đợi gia hạn giấy phép lưu hành mới được bán sản phẩm trở lại.	Được phép tiếp tục sử dụng giấy phép lưu hành sau khi hết hạn trong thời gian chờ cấp phép gia hạn được phê duyệt.	Ngoài ra, các nhà sản xuất, đặc biệt là những nhà sản xuất có năng lực R&D cao sẽ được hưởng lợi vì quy trình đăng ký thuốc nhanh hơn đồng nghĩa với việc họ có thể ghi nhận doanh thu nhanh hơn.
	Thực hành sản xuất tốt (GMP) quốc tế chưa được áp dụng	GMP của các tổ chức quốc tế như FDA (Mỹ), EMA (EU), TGA (Úc), PMDA (Nhật Bản) sẽ được công nhận và áp dụng tại Việt Nam.	
Ưu đãi đầu tư	Chưa có quy định cụ thể và phải thực hiện theo Luật Đầu tư. Theo đó, chỉ những dự án có tổng vốn trên 30 nghìn tỷ đồng mới được hưởng ưu đãi đầu tư.	Luật Dược có quy định cụ thể. Theo đó, các dự án có vốn trên 3 nghìn tỷ đồng và giải ngân ít nhất 1 nghìn tỷ đồng trong 3 năm đầu sau khi được chấp thuận đầu tư sẽ được hưởng ưu đãi đầu tư.	Điều này sẽ khuyến khích tăng cường sản xuất trong nước và giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng ưu đãi này sẽ mang lại lợi ích cho các công ty lớn vì các dự án có tổng vốn 3 nghìn tỷ đồng có thể vượt quá khả năng của các doanh nghiệp vừa và nhỏ.
Hoạt động của công ty có vốn đầu tư nước ngoài	Các công ty có vốn đầu tư nước ngoài chỉ được phép phân phối trực tiếp các sản phẩm và nguyên liệu do họ sản xuất tại Việt Nam.	Các công ty có vốn đầu tư nước ngoài cũng có thể phân phối các sản phẩm và nguyên liệu mà họ đã gia công và chuyển giao công nghệ tại Việt Nam.	Các nhà sản xuất có vốn đầu tư nước ngoài như IMP, DBD, DHG sẽ được hưởng lợi khi họ có thể mở rộng mô hình kinh doanh và tiếp cận nhiều hơn với công nghệ tiên tiến.
Khung pháp lý cho chuỗi nhà thuốc và bán thuốc trên nền tảng thương mại điện tử.	Chưa có khung pháp lý cho chuỗi nhà thuốc và bán thuốc trên nền tảng thương mại điện tử.	Sẽ xây dựng khung pháp lý cho chuỗi nhà thuốc và bán thuốc trên nền tảng thương mại điện tử.	Việc tạo hành lang pháp lý để doanh nghiệp hành động phù hợp và phát triển sẽ là nền tảng cho sự phát triển bền vững trong tương lai.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Doanh nghiệp lớn và có vốn ngoại sẽ hưởng lợi nhiều nhất

Theo dự kiến, Luật Dược sửa đổi sẽ mang lại lợi ích lớn cho phần lớn các nhà sản xuất trong nước bằng cách đơn giản hóa quá trình lưu thông sản phẩm trên thị trường. Việc đẩy nhanh các quy trình đăng ký và gia hạn sẽ giúp các nhà sản xuất rút ngắn thời gian hoàn tất đơn hàng cho khách hàng, từ đó thúc đẩy việc ghi nhận doanh thu nhanh hơn.

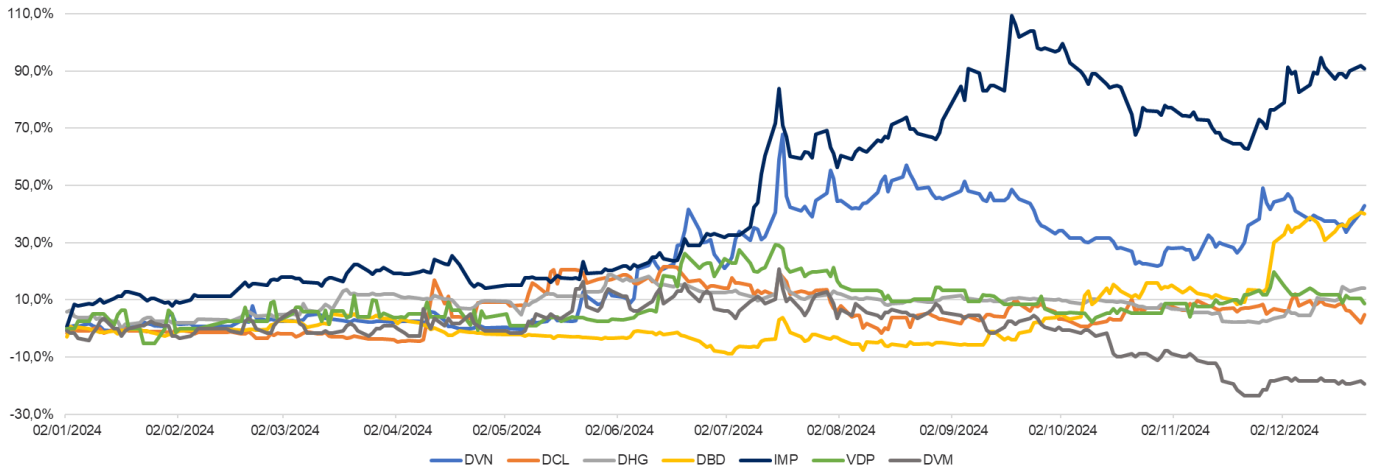
Đặc biệt, các nhà sản xuất nội địa quy mô lớn và doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài sẽ được hưởng lợi nhiều nhất nhờ các chính sách như:

- Ưu tiên đăng ký lưu hành và gia hạn đối với thuốc có bằng sáng chế, thuốc generic mới và các loại thuốc chuyên biệt chất lượng cao,
- Các ưu đãi đầu tư dành cho các dự án có vốn trên 3.000 tỷ đồng,
- Tự do hóa hơn nữa trong phân phối đối với các nhà sản xuất có vốn đầu tư nước ngoài nếu họ thực hiện gia công sản phẩm hoặc chuyển giao công nghệ tại Việt Nam.

Các nhà sản xuất lớn với năng lực tài chính mạnh và nền tảng vững chắc cho hoạt động nghiên cứu và phát triển dài hạn sẽ là những bên hưởng lợi chính. Hơn nữa, khi các nhà đầu tư chiến lược nước ngoài được khuyến khích chuyển giao công nghệ thông qua các chính sách tự do hóa phân phối, các nhà sản xuất có vốn đầu tư nước ngoài sẽ được hưởng lợi lớn hơn nữa nhờ cơ hội tiếp cận công nghệ chất lượng cao, qua đó nâng cao năng lực sản xuất và khả năng cạnh tranh.

Các trường hợp tiêu biểu như IMP (+90,9%), DHT (+324,2%), DBD (+40,0%), DHG (+14,0%) và DVN (+42,9%) đã ghi nhận giá cổ phiếu vượt trội so với thị trường và ngành trong năm 2024.

Hình 3: Cổ phiếu của các nhà sản xuất lớn và có vốn đầu tư nước ngoài tăng vượt trội



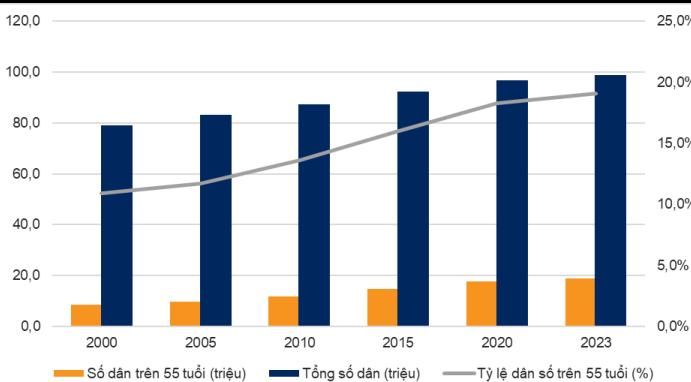
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Thay đổi nhân khẩu và kinh tế - xã hội thúc đẩy ngành Dược

Nhu cầu dược phẩm tăng khi dân số đang già hóa

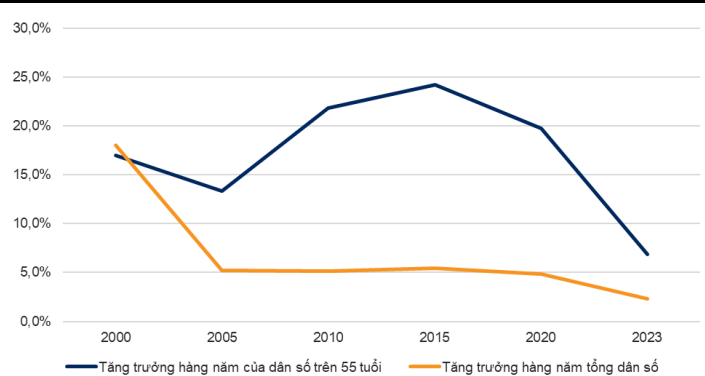
Có thể thấy rằng tỷ lệ dân số từ 55 tuổi trở lên đang ngày càng tăng trong tổng dân số. Năm 2023, tỷ lệ người từ 55 tuổi trở lên chiếm 19,1% tổng dân số, cao hơn 8,2 điểm % so với năm 2000. Ngoài ra, trong giai đoạn này, tốc độ tăng trưởng của nhóm tuổi này phần lớn cao hơn so với tốc độ tăng trưởng của tổng dân số. Tỷ lệ tăng trưởng kép (CAGR) trong 23 năm của nhóm tuổi này đạt 3,5%, cao hơn so với 1,0% của tổng dân số.

Hình 4: Người cao tuổi chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong tổng dân số



Nguồn: Fitch Solution, VNDIRECT RESEARCH

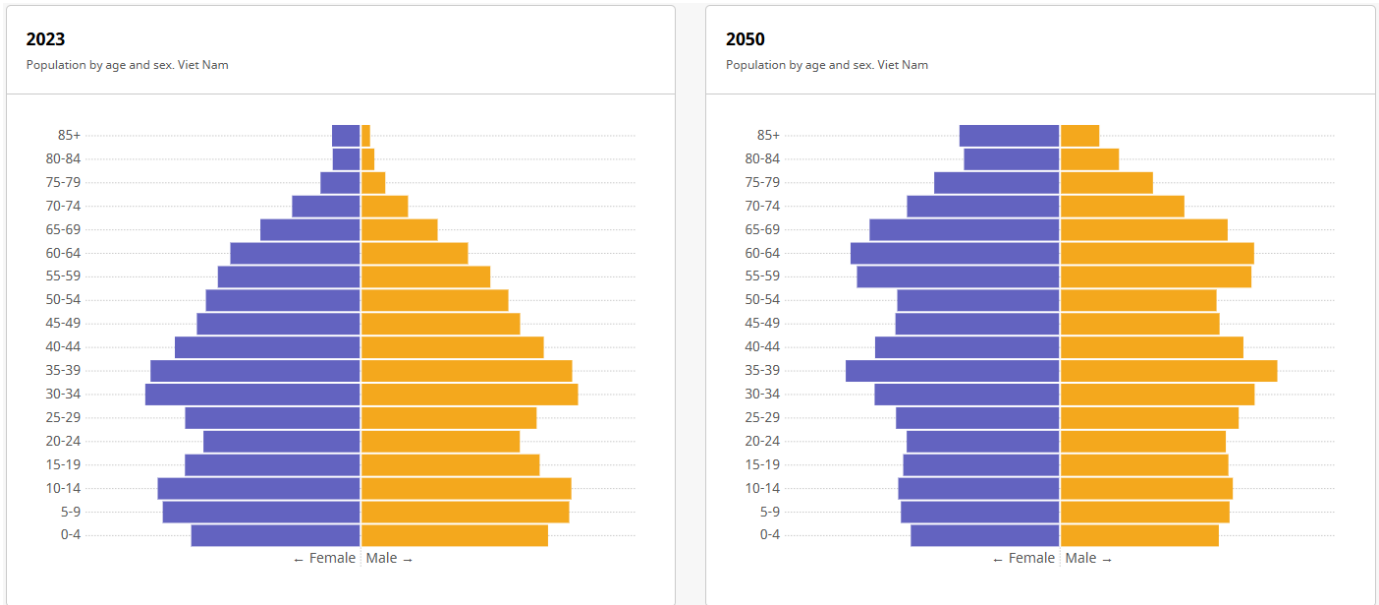
Hình 5: Tăng trưởng dân số cao tuổi vượt tăng trưởng tổng dân số



Nguồn: World Bank, VNDIRECT RESEARCH

Theo dự báo của WHO, xu hướng gia tăng số lượng người cao tuổi trong tổng dân số sẽ tiếp tục trong tương lai. Đến năm 2050, số người từ 55 tuổi trở lên sẽ tăng 97,1% so với năm 2023, chiếm 33,8% tổng dân số.

Hình 6: Thay đổi mô hình dân số dự báo bởi WHO



Nguồn: WHO, VNDIRECT RESEARCH

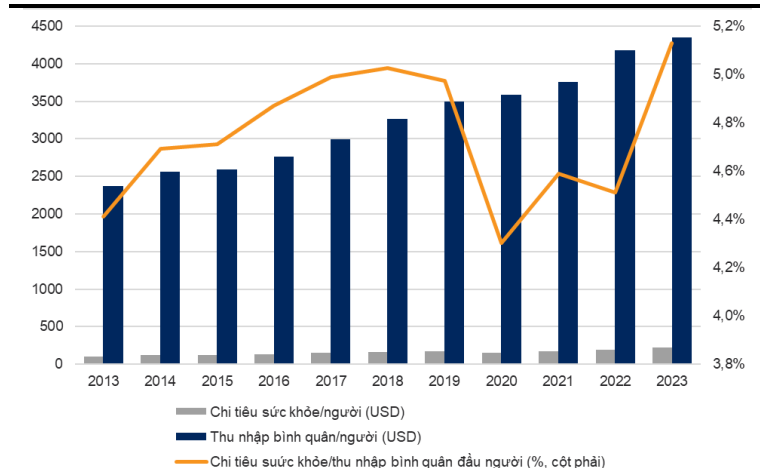
Thực tế cho thấy, người trên 55 tuổi thường gặp nhiều vấn đề sức khỏe hơn. Theo Health System Tracker, nhóm tuổi này chiếm 55% tổng chi tiêu y tế. Giả định rằng doanh số dược phẩm chiếm 27% tổng chi tiêu y tế (theo Fitch Solution), chúng tôi dự đoán rằng cứ mỗi 1% tăng trong dân số từ 55 tuổi trở lên sẽ dẫn đến mức tăng tương ứng 0,14% trong nhu cầu dược phẩm. Do đó, chỉ riêng nhờ vào sự gia tăng dân số cao tuổi, nhu cầu dược phẩm tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng khoảng 14% vào năm 2050.

Triển vọng thu nhập cao hơn sẽ thúc đẩy chi tiêu cho dược phẩm

Trong thập kỷ qua (2013-2023), khi GDP bình quân đầu người tăng 83,6%, chi tiêu y tế/GDP đã tăng từ 4,4% lên 5,1%. Cùng với tốc độ tăng trưởng GDP bình quân đầu người dự kiến đạt 7,5-8,5%/năm trong giai đoạn 2026-2030, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng đáng kể cho ngành dược phẩm.

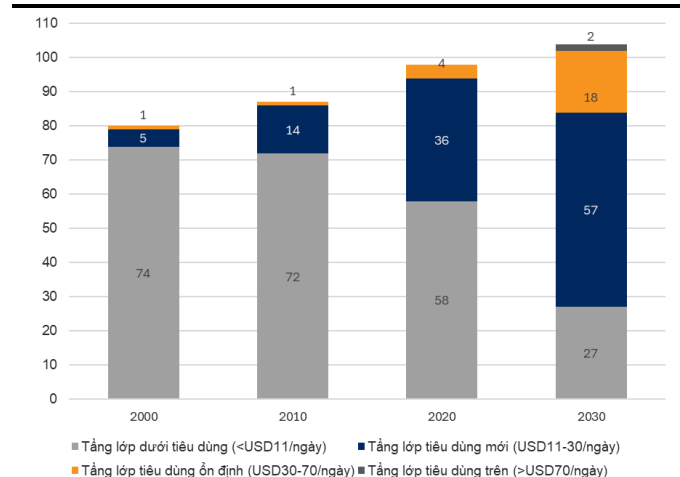
Triển vọng thu nhập bình quân tăng cao kéo theo chi tiêu cho dược phẩm cũng tăng. Theo McKinsey, số người Việt Nam thuộc tầng lớp tiêu dùng đã đạt 40 triệu người vào năm 2020, tăng gấp 2,7 lần so với một thập kỷ trước. McKinsey cũng dự báo đến năm 2030, Việt Nam sẽ có thêm 37 triệu người gia nhập tầng lớp tiêu dùng, tương đương mức tăng 0,9 lần.

Hình 7: Chi tiêu sức khỏe/thu nhập bình quân đầu người tăng



Nguồn: Fitch Solution, VNDIRECT RESEARCH

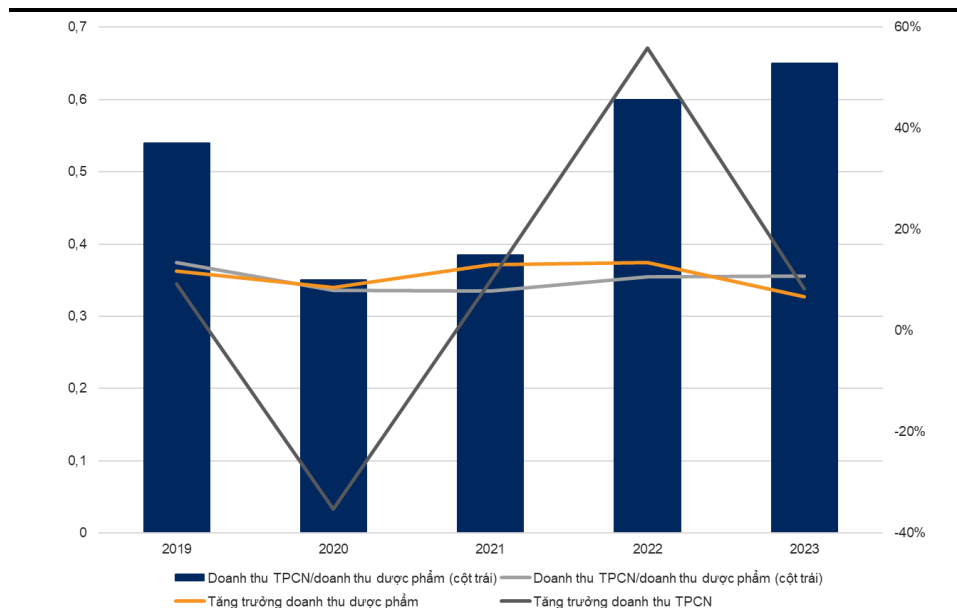
Hình 8: Tầng lớp tiêu dùng được dự báo ngày càng đông lên



Nguồn: McKinsey, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng phân khúc thực phẩm chức năng (TPCN) sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ động lực tăng trưởng này. Thu nhập cao hơn cùng với đại dịch COVID-19 đã đặc biệt làm gia tăng nhu cầu về các sản phẩm tăng cường miễn dịch. Mặc dù chịu ảnh hưởng nặng nề trong năm 2020 do đại dịch, doanh số TPCN đã phục hồi vào năm 2021 và sau đó ghi nhận tốc độ tăng trưởng vượt mức trung bình ngành trong giai đoạn 2022-2023. Chúng tôi kỳ vọng rằng tăng trưởng của TPCN sẽ tiếp tục vượt trội so với toàn ngành trong những năm tới.

Hình 9: Tăng trưởng doanh số TPCN vượt tổng được phẩm trong giai đoạn 2022-2023 (triệu USD)



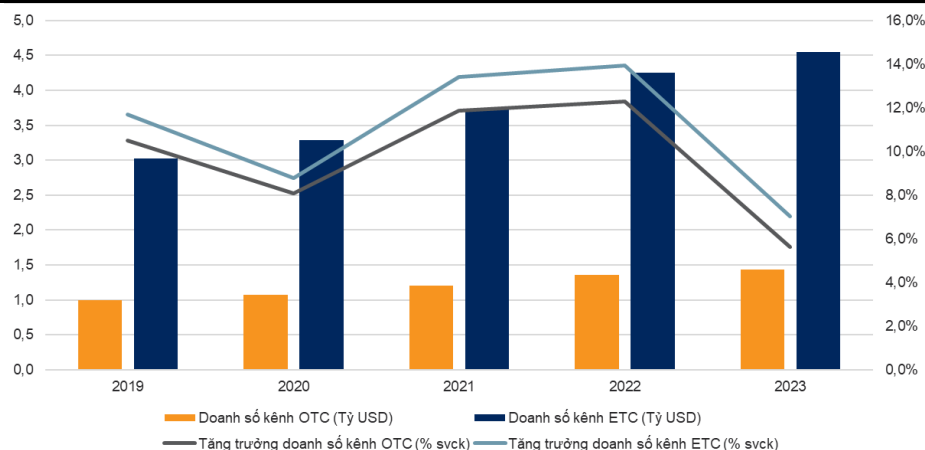
Nguồn: SoA, Fitch Solution, VNDIRECT RESEARCH

Kênh ETC sẽ có môi trường thuận lợi hơn để tăng trưởng

Tăng trưởng doanh thu kênh ETC vượt trội so với OTC

Có thể thấy kênh ETC (kênh bệnh viện) luôn chiếm tỷ trọng lớn hơn so với kênh OTC (kênh nhà thuốc) trong tổng doanh thu ngành dược. Năm 2019, kênh ETC chiếm 75,2% thị trường, tăng 0,9 điểm % lên 76,1% vào năm 2023. Điều này được giải thích bởi tốc độ tăng trưởng doanh số qua kênh ETC cao hơn một chút so với kênh OTC, phản ánh xu hướng người dân chuyển dần từ mua thuốc tại nhà thuốc sang khám chữa bệnh tại bệnh viện.

Hình 10: Doanh số kênh ETC cao hơn kênh OTC

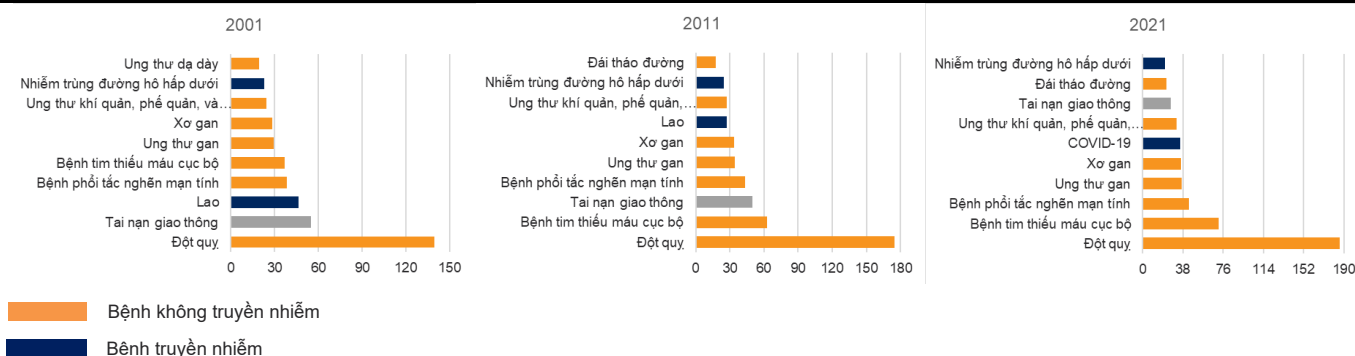


Nguồn: Fitch Solution, VNDIRECT RESEARCH

Bệnh không truyền nhiễm ngày càng tăng

Có thể thấy các bệnh không lây nhiễm ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng số các loại bệnh. Theo dữ liệu của WHO, năm 2001, các bệnh không lây nhiễm chiếm 71,8% nguyên nhân tử vong hàng đầu tại Việt Nam, và đến năm 2021, con số này đã tăng lên 90,0%. Với xu hướng này, nhu cầu được phẩm điều trị các loại bệnh này sẽ tiếp tục gia tăng, và phần lớn các loại thuốc này thuộc kênh ETC.

Hình 11: Nguyên nhân hàng đầu gây tử vong tại Việt Nam (số ca tử vong trên 10.000 người)



Nguồn: WHO, VNDIRECT RESEARCH

Thay đổi chính sách hỗ trợ các nhà sản xuất kênh ETC nội địa

Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi đã được đưa ra với các thay đổi quan trọng sau:

- Tăng mức hoàn trả chi phí thuốc bởi bảo hiểm y tế bằng cách loại bỏ giới hạn hoàn trả giữa các cấp bệnh viện. Trước đây, một số loại thuốc có thể được bảo hiểm chi trả tại bệnh viện chuyên khoa nhưng không được chi trả tại bệnh viện cơ bản. Hiện nay, danh mục thuốc được bảo hiểm chi trả đã được chuẩn hóa cho tất cả các bệnh viện.
- Mở rộng phạm vi đối tượng tham gia bảo hiểm y tế và các trường hợp được hỗ trợ tham gia bảo hiểm.
- Tăng sự tiện lợi và mức chi trả cao hơn cho khám chữa bệnh tại các bệnh viện khác với nơi đăng ký ban đầu.
- Thanh toán chi phí cho khám chữa bệnh trực tuyến.

Chúng tôi tin rằng những sửa đổi này sẽ khuyến khích nhiều người dân tham gia bảo hiểm y tế hơn, vì việc khám chữa bệnh giờ đây trở nên thuận tiện và tiết kiệm chi phí hơn, hướng tới mục tiêu bao phủ toàn dân. Năm 2023, 93,3% dân

số đã tham gia Bảo hiểm y tế, và mục tiêu của chính phủ đến năm 2025 là 95,2%. Rõ ràng, tỷ lệ tham gia bảo hiểm y tế cao hơn sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng thuốc ETC nói chung.

Trong bối cảnh nhu cầu thuốc ETC gia tăng, các nhà sản xuất trong nước sẽ hưởng lợi từ chính sách hạn chế nhập khẩu. **Thông tư 03/2024/TT-BYT**, ban hành vào tháng 4/2024, đã giới thiệu danh mục mới gồm 93 loại thuốc hạn chế nhập khẩu. Đây là các thuốc generic nhóm 2 có thể được sản xuất bởi ít nhất ba nhà sản xuất trong nước trên các dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương, và đáp ứng các tiêu chí khác về chất lượng, giá cả và năng lực cung ứng. Danh mục này dự kiến sẽ được mở rộng khi năng lực sản xuất của các nhà sản xuất trong nước được cải thiện trong tương lai. Những nhà sản xuất có dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương, như IMP, DHG, và Pymepharco, sẽ được hưởng lợi nhiều nhất từ chính sách này.

Ngoài ra, **Nghị định 24/2024/ND-CP** đã đưa ra một số quy định mới liên quan đến **Luật Đấu thầu**:

- Cho phép lựa chọn nhiều nhà thầu trúng thầu, đảm bảo khả năng cung ứng.
- Cho phép nhà thầu tham gia theo năng lực cung ứng, tạo thêm cơ hội đấu thầu cho các nhà sản xuất.
- Chính sách linh hoạt hơn để bệnh viện mua thuốc trong trường hợp khẩn cấp.
- Giá cao nhất có thể được chọn làm giá của gói thầu.
- Quy trình đấu thầu được rút ngắn.

Những sửa đổi này nhằm đẩy nhanh và cải thiện hiệu quả của quy trình đấu thầu. Chúng tôi tin rằng hệ thống đấu thầu trơn tru và linh hoạt hơn không chỉ mang lại lợi ích cho bệnh viện và bệnh nhân mà còn cho các nhà sản xuất dược phẩm. Bằng cách tiết kiệm thời gian và chi phí đấu thầu, các nhà sản xuất có thể cung cấp sản phẩm đến khách hàng nhanh hơn, từ đó ghi nhận doanh thu sớm hơn. Họ cũng có nhiều cơ hội hơn để tham gia đấu thầu và cung cấp các sản phẩm phù hợp với năng lực sản xuất cụ thể của mình, qua đó gia tăng doanh thu.

Kênh OTC vẫn sẽ tăng trưởng nhưng chậm hơn ETC

Tăng trưởng doanh số kênh OTC chậm lại

Tăng trưởng doanh thu OTC giảm từ 12,3% vào năm 2022 xuống còn 5,6% trong năm 2023. Khi đại dịch Covid-19 qua đi, người dân ít ngại đến bệnh viện hơn. Đồng thời, sự mở rộng của kênh ETC cũng làm giảm thị phần của kênh OTC.

Xu hướng này dường như tiếp tục trong năm 2024. Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu OTC của DBD chỉ tăng 1,7% svck, trong khi doanh thu từ kênh ETC tăng 8,6% svck. IMP ghi nhận xu hướng tương tự với doanh thu ETC tăng mạnh (+57% svck) trong khi doanh thu OTC không thay đổi. DHG, với 87% doanh thu từ kênh OTC, ghi nhận mức giảm 1,6% svck. TRA, với 90% doanh thu từ kênh OTC, chỉ tăng trưởng 1,1% svck.

Tăng trưởng tương lai của kênh OTC sẽ được dẫn dắt bởi chuỗi nhà thuốc

Kênh OTC vẫn hưởng lợi từ các động lực tăng trưởng chung của ngành như Luật Dược sửa đổi và những thay đổi về nhân khẩu học cũng như kinh tế - xã hội, nên sẽ tiếp tục tăng trưởng, với các chuỗi nhà thuốc là động lực chính.

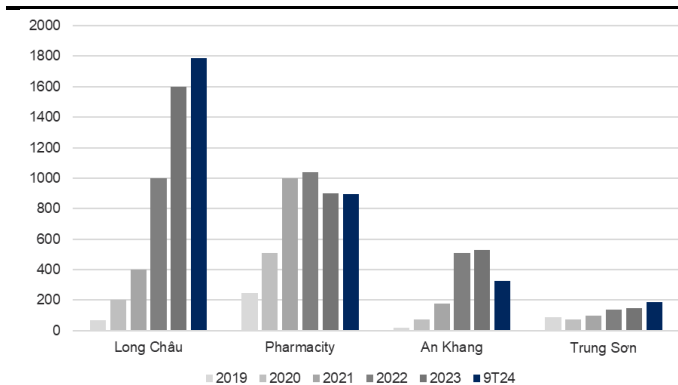
Long Châu, Pharmacity, An Khang và Trung Sơn là những chuỗi nhà thuốc lớn tại Việt Nam. Hầu hết đều ghi nhận tốc độ tăng trưởng cao về số lượng cửa hàng trong giai đoạn đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, trong 9T24, chỉ Long Châu và Trung Sơn duy trì được tốc độ tăng trưởng dương. Điều này được cho là do họ đã chọn đúng mô hình kinh doanh, tập trung vào các sản phẩm dược phẩm.

Hai chuỗi còn lại đang trong quá trình tái cấu trúc. Trong số đó, Long Châu ghi nhận tăng trưởng ấn tượng nhất với doanh thu tăng 66,7% svck lên 16 nghìn tỷ đồng (627,8 triệu USD) trong năm 2023 nhờ vào danh mục sản phẩm đa dạng, tập trung vào dược phẩm, bao gồm cả thuốc kê đơn và thuốc không kê đơn.

Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng ấn tượng của các chuỗi nhà thuốc có thể không đồng nghĩa với tăng trưởng cao cho kênh OTC vì:

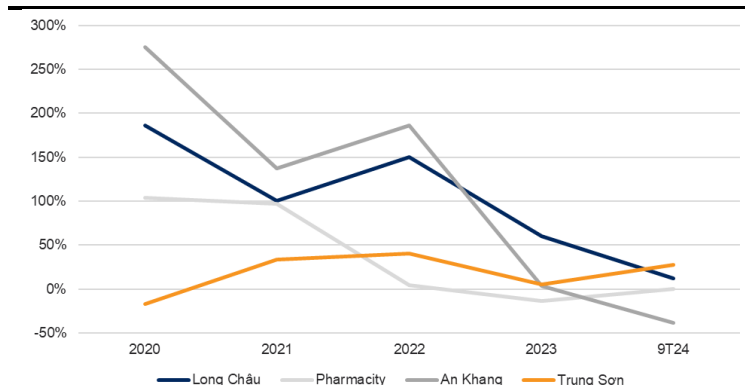
- Sự mở rộng của các chuỗi nhà thuốc chủ yếu dựa vào việc chiếm thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ, độc lập hơn là mở rộng thị trường tổng thể. Vấn nạn thuốc giả đã tồn tại lâu nay, với sự xuất hiện của các chuỗi nhà thuốc được hậu thuẫn bởi các tập đoàn uy tín như FPT và Thế Giới Di Động, người tiêu dùng có xu hướng chuyển đổi thói quen mua sắm sang các chuỗi lớn.
- Thuốc bán tại nhà thuốc thường là thuốc không kê đơn, có giá trị thấp hơn so với thuốc kê đơn.
- Một số nhà thuốc vẫn bán thuốc kê đơn, điển hình như Long Châu. Người tiêu dùng thường mua thuốc kê đơn tại nhà thuốc thay vì bệnh viện trong hai trường hợp chính: 1) Khi thuốc không được bảo hiểm y tế chi trả; 2) Khi bệnh viện quá tải, dẫn đến thời gian chờ lấy thuốc kéo dài. Chúng tôi tin rằng việc mở rộng danh mục thuốc được bảo hiểm y tế chi trả và số hóa dịch vụ y tế tại các bệnh viện sẽ dần giúp kênh ETC lấy lại thị phần từ kênh OTC.

Hình 12: Số cửa hàng của 4 chuỗi lớn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Tốc độ tăng trưởng số cửa hàng



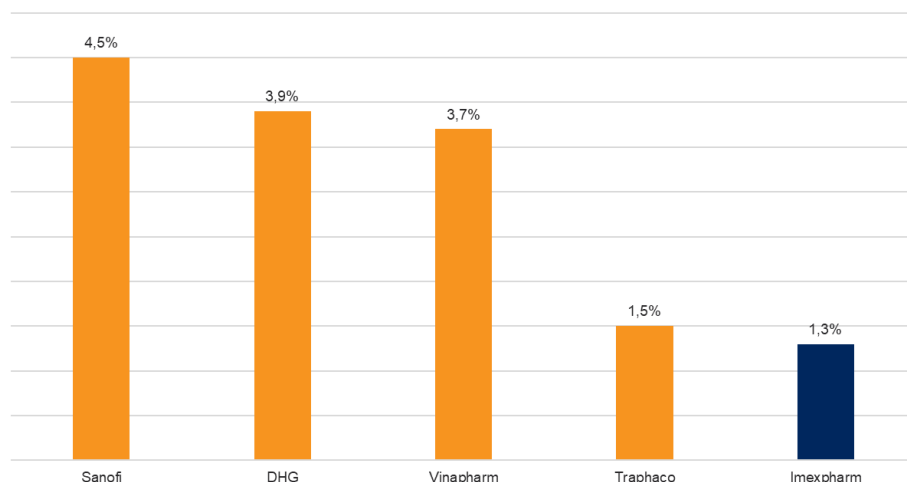
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Bối cảnh cạnh tranh

Thị trường khá phân mảnh

Thị trường dược phẩm Việt Nam khá phân mảnh, khi năm công ty dẫn đầu chỉ chiếm tổng cộng 14,9% thị phần. Trong đó, Sanofi – một công ty đa quốc gia (MNC) – nắm giữ thị phần lớn nhất với 4,5%. Các công ty còn lại đều là doanh nghiệp trong nước được niêm yết và có vốn đầu tư nước ngoài, ngoại trừ Vinapharm (65% vốn nhà nước).

Hình 14: Sanofi nắm giữ thị phần lớn nhất (số liệu năm 2023-2024)

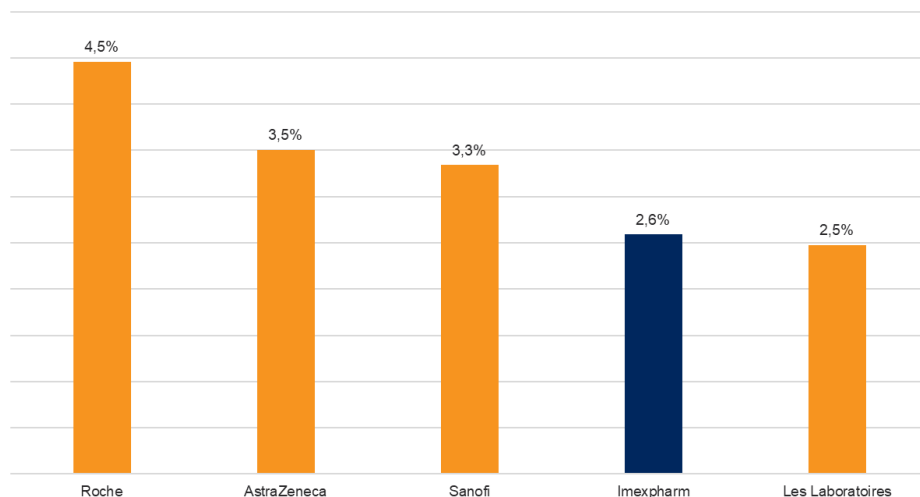


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

MNC dẫn đầu kênh ETC trong khi nhà sx nội địa chiếm lĩnh OTC

Do hạn chế về năng lực sản xuất, vẫn chưa có nhiều nhà sản xuất trong nước có khả năng sản xuất thuốc generic nhóm 1-2, và rất ít doanh nghiệp Việt Nam có thể sản xuất được biệt dược gốc. Do đó, kênh ETC vẫn phụ thuộc nhiều vào các công ty đa quốc gia. Trong số 5 nhà sản xuất hàng đầu trong kênh ETC, chỉ có Imexpharm là doanh nghiệp nội địa.

Hình 15: Các công ty đa quốc gia dẫn đầu kênh ETC (dựa trên kết quả đấu thầu 2023)



Nguồn: DAV, VNDIRECT RESEARCH

Do thông tin hạn chế, chúng tôi không thể đưa ra ước tính về thị phần của kênh OTC. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kênh này chủ yếu do các nhà sản xuất trong nước chiếm lĩnh, vì rào cản gia nhập về vốn đầu tư và công nghệ yêu cầu tương đối thấp.

Hình 16: Những nhà sản xuất đa quốc gia lớn

NSX	Sản phẩm chính	Thị phần	Kênh phân phối
Sanofi	Danh mục sản phẩm đa dạng với thuốc kê đơn và không kê đơn, như thuốc điều trị ung thư, huyết khối, giảm đau và bổ sung canxi.	4,5%	ETC & OTC
Roche	Chủ yếu sản xuất thuốc kê đơn, như thuốc điều trị ung thư và thiếu máu.	1,2%	Chủ yếu ETC
AstraZeneca	Chủ yếu sản xuất vắc-xin và các thuốc kê đơn khác như thuốc điều trị ung thư, tim mạch và thận.	1,1%	Chủ yếu ETC
Les Laboratoires	Cung cấp đa dạng các loại thuốc trong lĩnh vực tim mạch, ung thư và thần kinh.	0,8%	Chủ yếu ETC
Bayer	Tập trung vào thuốc tim mạch, sản phẩm chăm sóc sức khỏe phụ nữ, chất cản quang cho chẩn đoán hình ảnh, cũng như thuốc điều trị ung thư, huyết học và nhãn khoa.	0,5%	Chủ yếu ETC

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Những nhà sản xuất nội địa lớn

NSX	Sản phẩm chính	Thị phần	Kênh phân phối
DHG	Sản xuất đa dạng các sản phẩm điều trị các bệnh về hô hấp, tim mạch, thần kinh, da liễu và cơ xương khớp.	3,9%	Chủ yếu OTC
Vinapharm	Thuốc Đông y và nhiều loại thuốc hiện đại khác.	3,7%	Chủ yếu OTC
Traphaco	Sản xuất thuốc Đông y, thuốc tiêu hóa, giảm đau và hạ sốt.	1,5%	Chủ yếu OTC
Imexpharm	Tập trung vào kháng sinh.	1,3%	ETC & OTC
Bidiphar	Chuyên sản xuất thuốc ung thư và kháng sinh.	1,3%	ETC & OTC

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

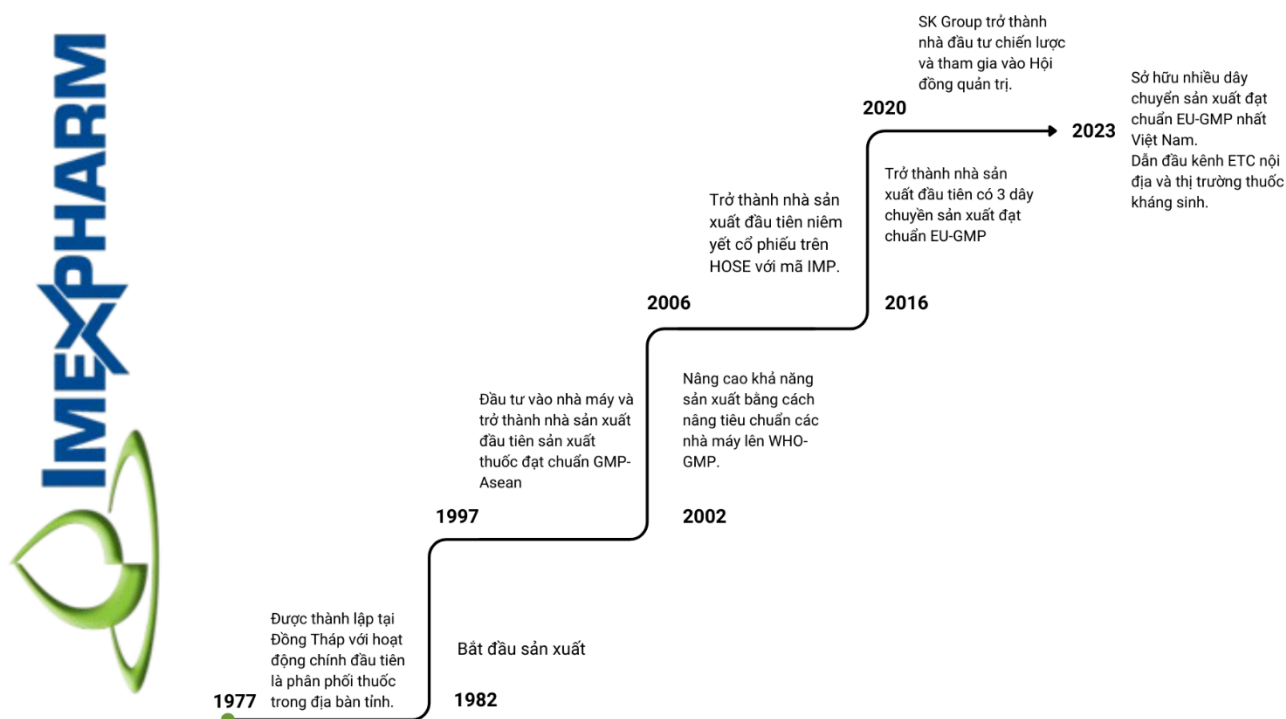
Tổng quan doanh nghiệp: Nhà sản xuất tận tụy với tầm nhìn dài hạn

Người tiên phong trong thị trường dược phẩm

Chiều dài lịch sử thể hiện tầm nhìn sâu rộng

Được thành lập vào năm 1977 với vai trò là nhà phân phối dược phẩm, Imexpharm chuyển sang sản xuất vào năm 1982. Thể hiện cam kết mạnh mẽ với các tiêu chuẩn chất lượng quốc tế, công ty là đơn vị đầu tiên tại Việt Nam đạt chứng nhận ASEAN-GMP vào năm 1997. Sau đó, IMP liên tục nâng cấp tiêu chuẩn lên WHO-GMP và EU-GMP, một bộ quy tắc tiêu chuẩn cao hơn, giúp họ mở rộng thị phần trong kênh ETC. Năm 2006, Imexpharm trở thành công ty dược phẩm đầu tiên niêm yết cổ phiếu trên sàn HOSE. Sự kiên định trong chiến lược phát triển và cam kết chất lượng ngay từ giai đoạn đầu đã giúp công ty trở thành một khoản đầu tư hấp dẫn. Năm 2020, SK Group, tập đoàn lớn của Hàn Quốc, đã đầu tư vào Imexpharm, trở thành cổ đông chiến lược và sở hữu 25% cổ phần. Đến cuối năm 2024, SK Group đã nâng tỷ lệ sở hữu lên 64,8% cổ phần tại IMP.

Hình 18: Lịch sử phát triển



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

IMP sở hữu số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP nhiều nhất tại Việt Nam

IMP có 18 chi nhánh bán hàng trải dài khắp cả nước và 4 khu phức hợp sản xuất với tổng cộng 22 dây chuyền sản xuất đặt tại Đồng Tháp (IMP1), TP.HCM (IMP2) và Bình Dương (IMP3,4). Đến cuối năm 2023, IMP có 3 công ty liên kết: Agimexpharm, Mephydica và Gia Đại Pharma.

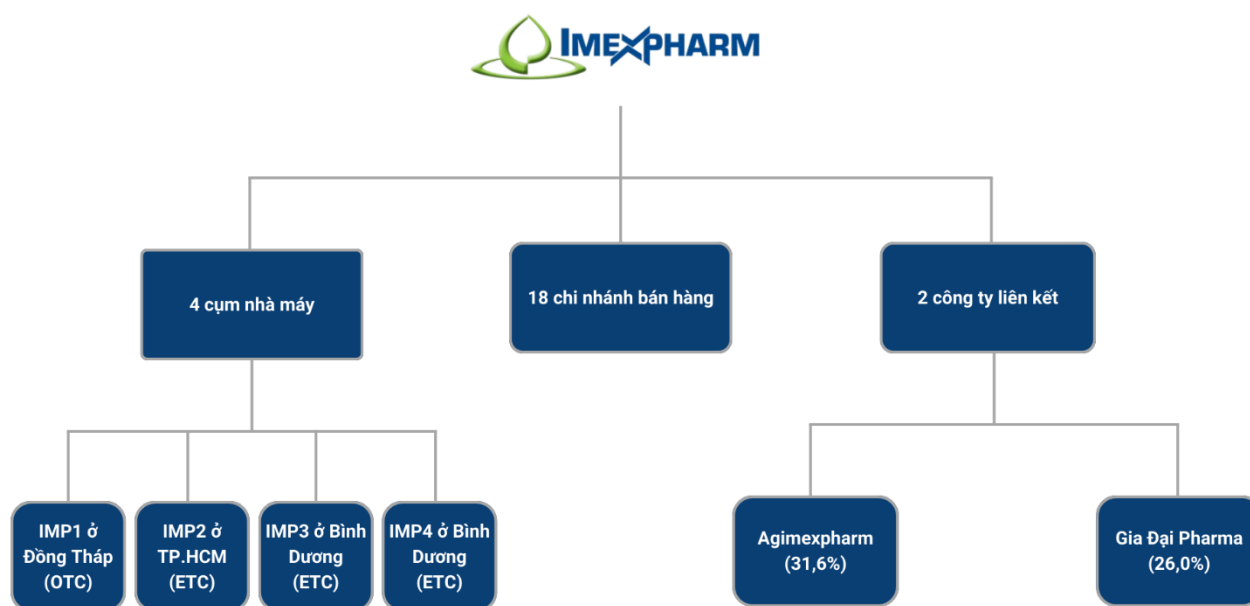
Tuy nhiên, vào cuối tháng 11 năm 2024, công ty thông báo rằng Mephydica không còn là công ty liên kết, do IMP đã thoái toàn bộ cổ phần tại Mephydica cho một bên thứ ba. Động thái này nhằm thu hồi vốn để tài trợ cho dự án nhà máy IMP5 tại Đồng Tháp. Ngoài Mephydica, công ty cũng đang chào bán cổ phần tại Vidiphar (VDP), Uphace (UPH) và một số bất động sản để hỗ trợ cho dự án này.

Hình 19: Danh sách tài sản đang được chào bán của IMP

Tài sản	Diện tích (m2)
Một căn hộ ở Sora Gardens, Bình Dương	159,5
Tuyệt Anh Villa Executive Guesthouse, huyện Củ Chi, TP.HCM	250,0
Chi nhánh ở Tây Ninh	245,5
Quyền sử dụng đất ở Bình Thuận	165,5
Chi nhánh Cửu Long 2 ở Đồng Tháp	552,0
Chi Nhánh Bình Tân, TP.HCM	400,0

Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Cấu trúc doanh nghiệp của IMP



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

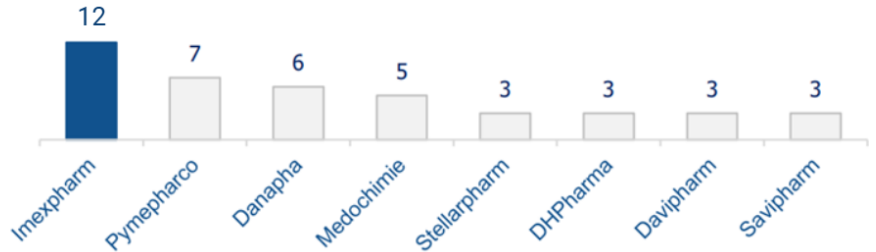
Hình 21: IMP sở hữu 4 cụm nhà máy

IMP1  • Thành lập: 1997 (WHO-GMP) • Non-beta Lactam, Penicillin, Supplements, Herbal medicine • Số dây chuyền sản xuất: 10 • Công suất: 1.038 triệu đơn vị	IMP3  • Thành lập: 2010 (EU-GMP) • Cephalosporin, Penicillin • Số dây chuyền sản xuất: 5 • Công suất: 139 triệu đơn vị
IMP2  • Thành lập: 2017 (EU-GMP) • Penicillin uống • Số dây chuyền sản xuất: 10 • Công suất: 92 triệu đơn vị	IMP4  • Thành lập: 2019 (EU-GMP) • Non-beta Lactam tiêm • Số dây chuyền sản xuất: 3 • Công suất: 24 triệu đơn vị

Nguồn: IMP

Theo IMP, các sản phẩm dành cho kênh OTC được sản xuất tại nhà máy IMP1, trong khi các sản phẩm dành cho kênh ETC được sản xuất tại ba nhà máy còn lại. Ngoài ra, công ty tự hào sở hữu số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP cao nhất (12 dây chuyền).

Hình 22: IMP sở hữu nhiều dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP nhất Việt Nam

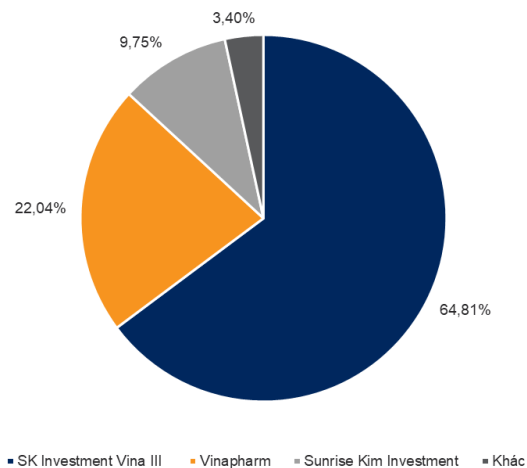


Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu cổ đông với tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành thấp

SK Group hiện là cổ đông lớn nhất của IMP, nắm giữ 64,8% cổ phần. Theo sau là Vinapharm, một công ty dược phẩm với 65% vốn nhà nước, nắm giữ 22,0%. Cuối cùng, Sunrise Kim, một công ty đầu tư Việt Nam, nắm giữ 9,8%. Có thể thấy rằng tỷ lệ cổ phiếu tự do lưu hành của IMP tương đối thấp, khoảng 13%, tương đương khoảng 20.000.000 cổ phiếu.

Hình 23: Cơ cấu cổ đông của IMP

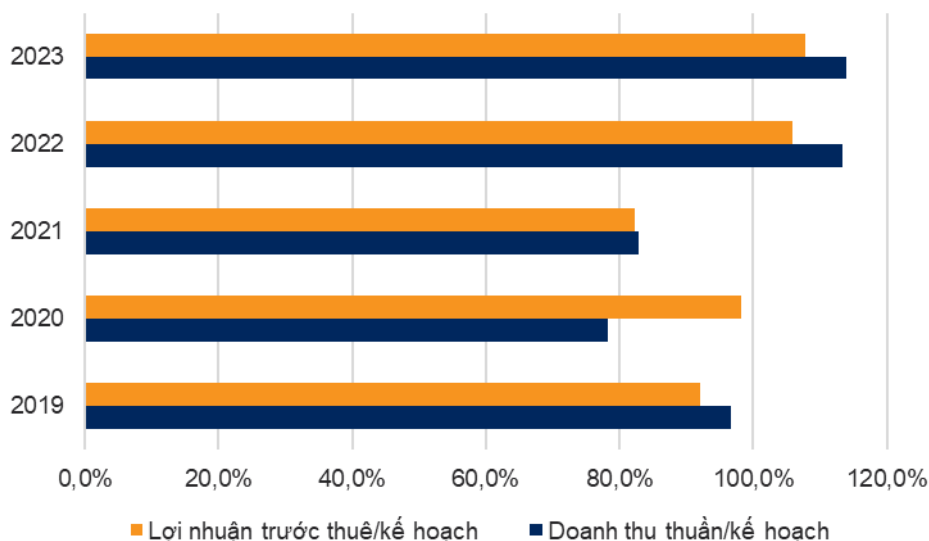


Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

IMP được dẫn dắt bởi đội ngũ quản lý giàu kinh nghiệm

Đội ngũ quản lý của IMP sở hữu chuyên môn và nhiều năm kinh nghiệm trong ngành dược phẩm. Có thể thấy rằng năng lực quản lý của họ đã được cải thiện đáng kể trong hai năm qua, khi cả doanh thu và lợi nhuận trước thuế đều vượt qua các mục tiêu ban đầu.

Hình 24: IMP vượt chỉ tiêu kinh doanh trong 2 năm gần đây



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

IMP đã thay đổi chủ tịch hội đồng quản trị vào tháng 10 năm 2024. Trước đó, bà Chun Chaerhan từ SK Group giữ vị trí chủ tịch từ tháng 5 năm 2023. Hiện tại, người thay thế bà là ông Sung Min Woo, cũng đến từ SK.

Hình 25: Chủ tịch Hội đồng Quản trị



Mr. Sung Min Woo

- Hơn 20 năm kinh nghiệm hỗ trợ các doanh nghiệp châu Á trở thành những đơn vị dẫn đầu ngành.
- Trưởng chi nhánh SK Group tại TP.HCM và cựu đối tác của Oliver Wyman.
- Hiểu biết sâu sắc về ngành dược phẩm Việt Nam.
- Gần một thập kỷ kinh nghiệm thực tiễn tại thị trường Việt Nam.

Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng Giám đốc



Ms. Tran Thi Dao

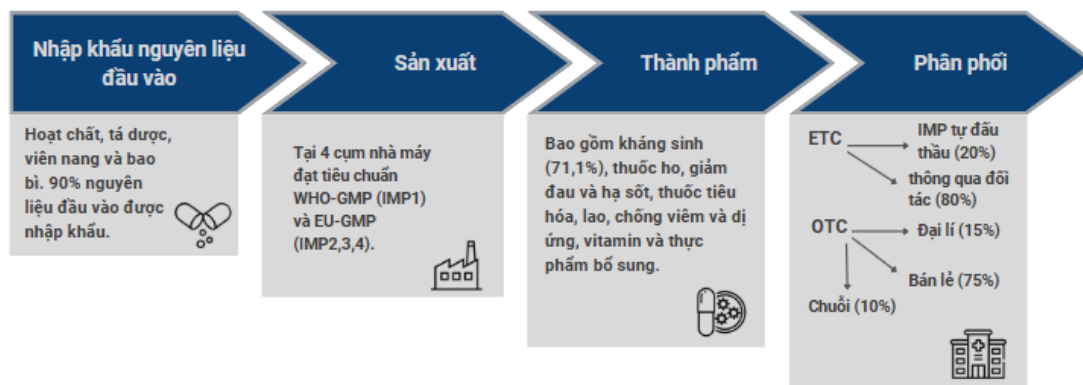
- Với sự nghiệp 30 năm, bà Đào hiện giữ các vị trí Phó Chủ tịch Hội đồng Quản trị kiêm Tổng Giám đốc. Bà tận tâm xây dựng Imexpharm và đã đạt được nhiều thành công lớn khi phát triển một doanh nghiệp sản xuất dược phẩm nhỏ ở tỉnh Đồng Tháp trở thành Imexpharm như ngày nay.

Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Ngoài việc quản trị kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng SK sẽ tham gia vào quá trình chuyển giao công nghệ để sản xuất một số SKU mới tại IMP5 thông qua SK Plasma trong tương lai.

Kháng sinh chiếm phần lớn danh mục sản phẩm

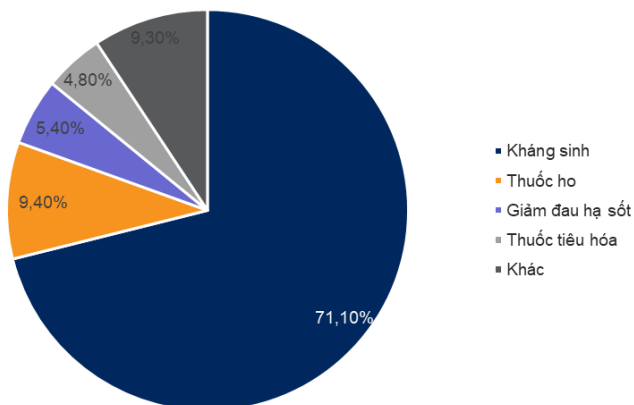
Hình 27: Chuỗi giá trị của IMP



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

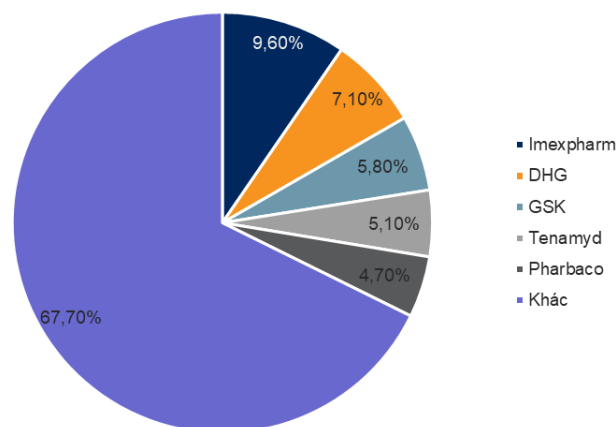
Các sản phẩm chính của IMP là kháng sinh, chiếm 71,1% tổng doanh thu. Công ty hiện dẫn đầu thị trường kháng sinh tại Việt Nam với 9,6% thị phần (trong 6T24, theo IQVIA). IMP sản xuất cả kháng sinh dạng uống và dạng tiêm, chủ yếu là thuốc kê đơn. Kháng sinh dạng tiêm thường mang lại doanh thu cao hơn do được sử dụng để điều trị các bệnh nhiễm trùng nghiêm trọng, chủ yếu tại các bệnh viện.

Hình 28: Kháng sinh là sản phẩm chính tại (số liệu 2023)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Top 1 thị trường kháng sinh nội địa (số liệu 6T24)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Một vài sản phẩm tiêu biểu của IMP

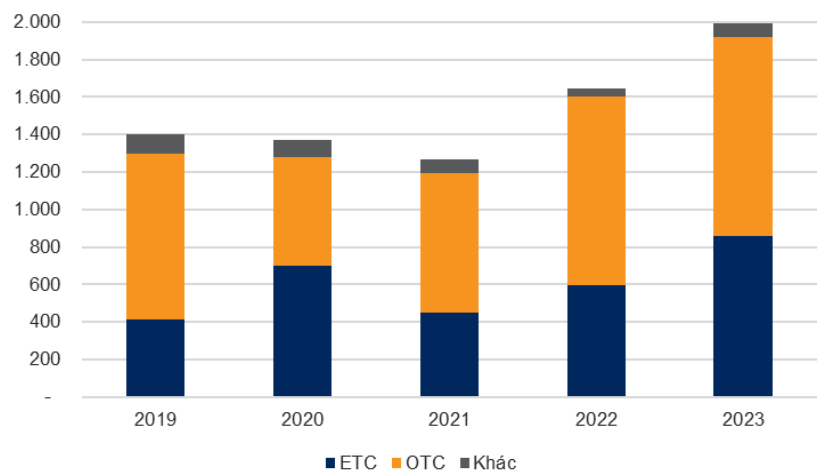


Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Cấu trúc doanh thu

Doanh thu của IMP chủ yếu đến từ các sản phẩm do chính công ty sản xuất, chiếm 95% tổng doanh thu. 5% còn lại đến từ hoạt động CMO (Gia công sản xuất theo hợp đồng) tại các công ty khác, chẳng hạn như Agimexpharm. Trong các sản phẩm tự sản xuất, tỷ trọng doanh thu từ kênh ETC đã tăng lên đáng kể. Năm 2019, doanh thu từ kênh ETC chỉ chiếm 29,5% tổng doanh thu, nhưng đến năm 2023, con số này đã đạt 43%. Tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của doanh thu thuần trong giai đoạn 5 năm là 9,2%, dẫn đầu bởi kênh ETC với CAGR đạt 20%, trong khi tỷ lệ này của kênh OTC là 4,7%.

Hình 31: Cấu trúc doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Điều này là dễ hiểu vì IMP đang tập trung vào nhóm kháng sinh, phần lớn là thuốc kê đơn và thường được phân phối qua kênh ETC.

Xu hướng gia tăng tỷ trọng đóng góp của kênh ETC vào tổng doanh thu dự kiến sẽ tiếp tục trong tương lai khi thị trường ngày càng ưa chuộng kênh ETC. Năm 2024, tổng doanh thu kênh ETC tăng 56,0% svck trong khi doanh thu kênh OTC giảm 0,8% svck.

Phân tích tài chính

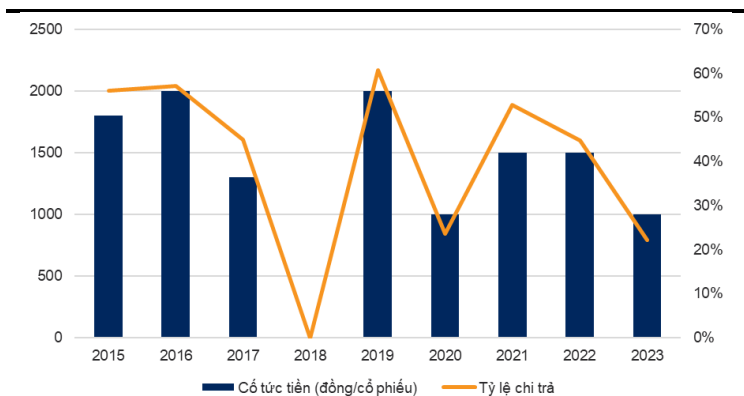
IMP có dòng tiền lành mạnh

Có thể thấy rằng vốn lưu động của IMP đã cải thiện đều đặn nhờ vào hiệu quả quản lý ngày càng tốt hơn. Số ngày quay vòng các khoản phải thu và tồn kho của IMP đã giảm dần kể từ năm 2021. Bên cạnh đó, IMP hầu như không dựa nhiều vào đòn bẩy tài chính khi tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu phần lớn là âm, ngoại trừ năm 2020.

Doanh thu và lợi nhuận của IMP duy trì tốc độ tăng trưởng khá ổn định qua thời gian, ngoại trừ năm 2020 và 2021 khi doanh nghiệp ghi nhận sự sụt giảm nhẹ cả về doanh thu và lợi nhuận do ảnh hưởng của Covid-19. Ngoài ra, cổ tức bằng tiền mặt vẫn được chi trả trong hầu hết các năm, mặc dù tỷ lệ chi trả có giảm. Nguyên nhân là do công ty đã tái đầu tư vào các cụm nhà máy EU-GMP mới, tạo nền tảng cho sự tăng trưởng trong tương lai của IMP.

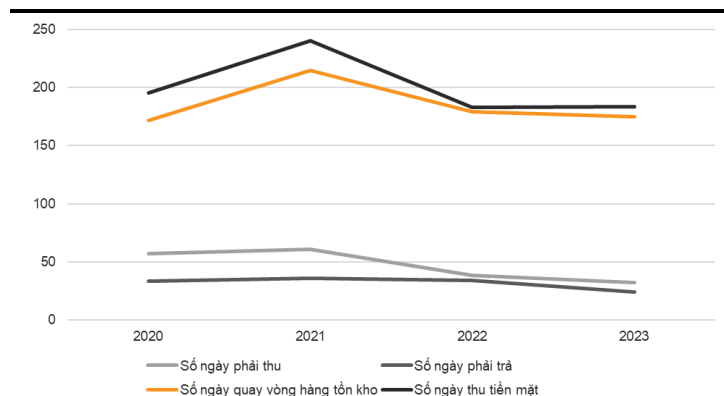
Vì vậy, có thể thấy IMP là một doanh nghiệp mang tính phòng thủ, với hoạt động ít chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố chu kỳ. Hệ số beta của cổ phiếu khoảng 0,6 cũng phản ánh đặc điểm này.

Hình 32: Cổ tức tiền được trả gần nhưng mỗi năm nhưng tỷ lệ chi trả giảm



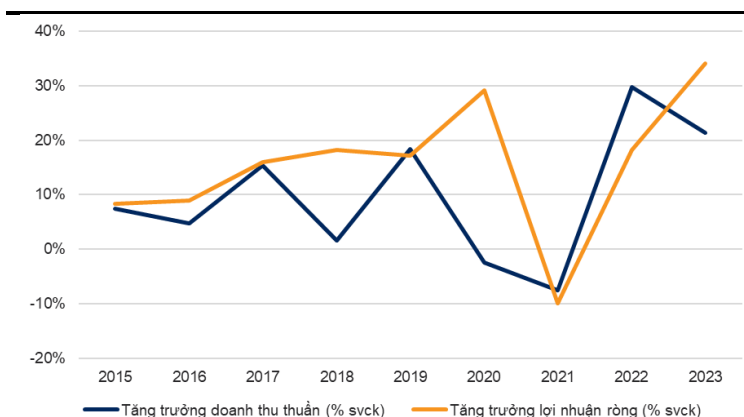
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Số ngày phải thu và số ngày vòng quay hàng tồn kho đang giảm



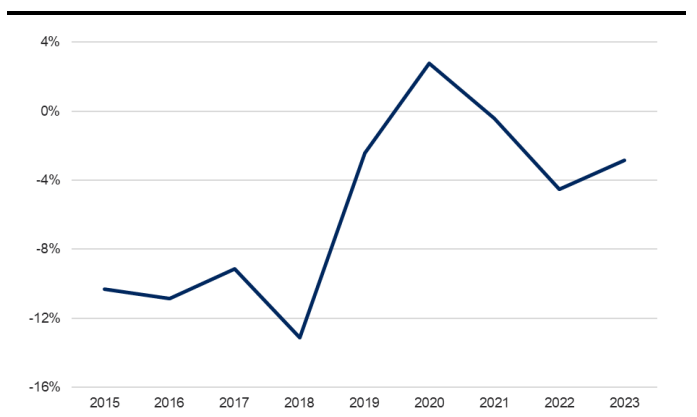
Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: DT và LN tăng trưởng hàng năm trừ những năm Covid-19



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của IMP phần lớn là số âm



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

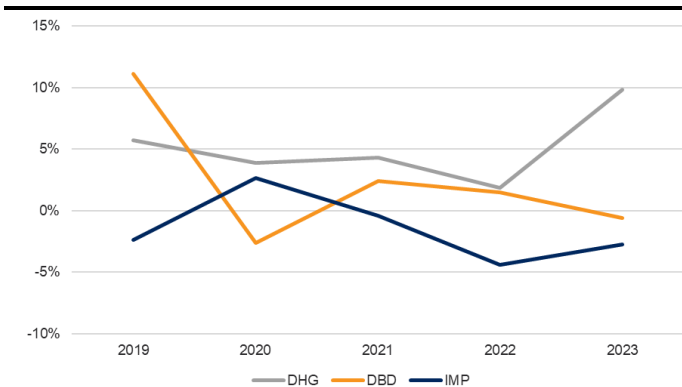
Khả năng sinh lời đang được cải thiện

Mặc dù sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, ROE của IMP đã tăng đáng kể. Nhìn chung, các nhà sản xuất dược phẩm có mức đòn bẩy thấp nhưng đã trải qua sự gia tăng ROE trong những năm gần đây. So với DHG (+3,5 điểm %) và DBD (+3,7 điểm %), IMP (+4,5 điểm %) có tốc độ tăng trưởng ROE cao nhất mặc dù có mức đòn bẩy thấp nhất. Điều này một phần nhờ vào lợi thế sản xuất sản phẩm cho kênh ETC, đã góp phần vào sự gia tăng đáng kể doanh thu của IMP gần đây.

Tuy nhiên, ROE của IMP vẫn ở mức thấp nhất. Điều này một phần do công ty chưa khai thác hết công suất của các nhà máy. Cuối năm 2023, tổng công suất sử dụng của IMP chỉ đạt 63,2%. Ngoài ra, DBD và DHG vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn IMP nhờ danh mục sản phẩm khác biệt. Năm 2023, tỷ suất lợi nhuận gộp của DBD đạt 48,3%, trong khi của DHG là 47,0%. Tỷ suất cao hơn của DBD đến từ các phân khúc thuốc ung thư và dung dịch thẩm tách, với tỷ suất gộp vượt 50%. Trong trường hợp của DHG, công ty hưởng lợi từ khả năng tự cung cấp nguyên liệu cho các loại thuốc đông y, chiếm 58% doanh thu thuần.

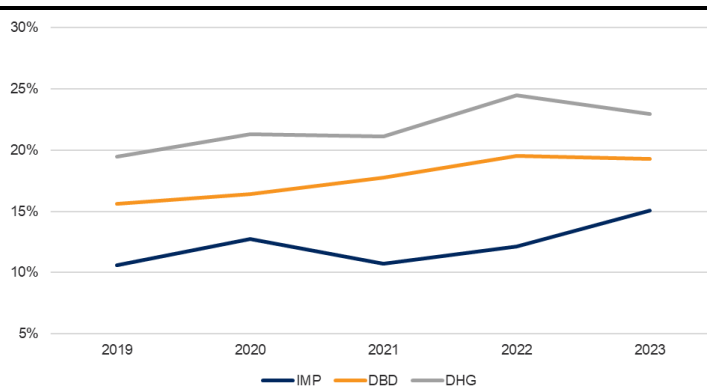
Với môi trường thuận lợi cho kênh ETC và các nhà máy chưa được sử dụng hết công suất, chúng tôi tin rằng tốc độ tăng trưởng khả năng sinh lời cao hơn của IMP sẽ tiếp tục trong tương lai.

Hình 36: Nợ ròng/vốn chủ sở hữu của IMP hầu như là nhỏ nhất



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: ROE của IMP tăng mạnh nhất



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt kết quả kinh doanh quý 4 và cả năm 2024

Hình 38: 3Q24 & 9M24 result recap

Tỷ đồng	Q4/24	%svck	2024	%svck
Doanh thu thuần	652,1	7,2%	2205,1	10,6%
Lợi nhuận gộp	265,7	29,4%	855,6	5,6%
Chi phí BH&QLDN	111,1	1,7%	440,4	2,5%
Chi phí tài chính ròng	2,6	-44,5%	11,9	78,8%
Lợi nhuận hoạt động	153,5	66,2%	407,7	6,4%
LNTT	152,3	66,5%	404,2	7,1%
Lợi nhuận ròng	120,6	66,7%	320,9	7,1%
Biên LN gộp	40,7%	+7,0 điểm %	38,8%	-1,8 điểm %
Biên LN ròng	18,5%	+6,6 điểm %	14,6%	-0,5 điểm %

Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh nhờ kênh ETC

Doanh thu thuần quý 4/2024 và cả năm 2024 lần lượt tăng 7,2% và 10,6% svck, đạt 652,1 tỷ đồng và 2.200 tỷ đồng. Nhìn chung, tăng trưởng doanh thu của IMP chủ yếu được dẫn dắt bởi kênh ETC, với doanh thu gộp của kênh này tăng lần lượt 52,9% và 56,0% svck trong Q4/24 và cả năm 2024.

Năm 2024 cũng đánh dấu sự trở lại của kênh ETC với vai trò chủ đạo trong cơ cấu doanh thu của IMP, chiếm 55% tổng doanh thu. Trong khi đó, doanh thu từ kênh OTC giữ ổn định với mức tăng trưởng +0,8%/-0,8% YoY trong Q4/24/2024. Động lực chính của kênh OTC đến từ doanh thu thông qua các chuỗi nhà thuốc, ghi nhận mức tăng trưởng 74% YoY và chiếm 9% tổng doanh thu.

Biên LN gộp Q4/24 cải thiện nhưng biên ln gộp cả năm 2024 thu hẹp

Biên lợi nhuận gộp trong Q4/24 cải thiện đáng kể, tăng 7,0 điểm %, chủ yếu nhờ vào đóng góp từ IMP4, với doanh thu tăng gấp 2,4 lần svck trong năm 2024, trong đó phần lớn mức tăng trưởng diễn ra trong Q4/24. Trong Q4/23, IMP ghi nhận khấu hao từ IMP4, khiến chi phí khấu hao trong quý này tăng 75,5% svck, trong khi doanh thu ghi nhận từ IMP4 vẫn chưa đáng kể.

Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp năm 2024 thu hẹp do:

- Tỷ trọng doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc tăng cao.
- Giá API tăng khoảng 3% svck, theo ban lãnh đạo công ty.
- Chi phí khấu hao gia tăng. Do IMP chỉ bắt đầu ghi nhận khấu hao từ IMP4 từ Q3/23, nên chi phí khấu hao tài sản cố định cho cả năm 2024 tăng 27,5% svck.

Lợi nhuận ròng Q4/24 tăng vọt

Lợi nhuận ròng trong Q4/24 tăng 66,7% svck nhờ cải thiện biên lợi nhuận, từ đó kéo lợi nhuận cả năm tăng 7,1% svck.

Triển vọng: Doanh thu tăng trưởng hai chữ số nhờ kênh ETC

Hình 39: Dự phóng kết quả kinh doanh 2025-26

Tỷ đồng	2024	2025	% svck	2026	% svck
Doanh thu thuần	2205,1	2621,5	18,9%	3004,7	14,6%
ETC	1175,5	1523,8	29,6%	1840,2	20,8%
OTC	1029,6	1097,7	6,6%	1164,5	6,1%
Lợi nhuận gộp	855,6	999,5	16,8%	1139,6	14,0%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>38,8%</i>	<i>38,1%</i>	<i>-0,7 điểm %</i>	<i>37,9%</i>	<i>-0,2 điểm %</i>
Chi phí bán hàng	312,1	384,8	23,3%	439,2	14,1%
Chi phí QLDN	128,3	151,5	18,1%	171,5	13,2%
Chi phí tài chính ròng	11,9	12,6	6,2%	13,3	5,6%
Thu nhập khác ròng	0,9	0,5	-44,9%	0,5	0,0%
LNTT	404,2	451,0	11,6%	516,1	14,4%
Lợi nhuận ròng	320,9	360,8	12,5%	412,9	14,4%
<i>Biên LN ròng</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,8%</i>	<i>-0,8 điểm %</i>	<i>13,7%</i>	<i>-0,1 điểm %</i>
<i>Biên EBITDA</i>	<i>23,3%</i>	<i>21,5%</i>	<i>-1,8 điểm %</i>	<i>21,0%</i>	<i>-0,5 điểm %</i>
EPS (đồng)	2083,4	2342,9	12,5%	2680,8	14,4%

Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

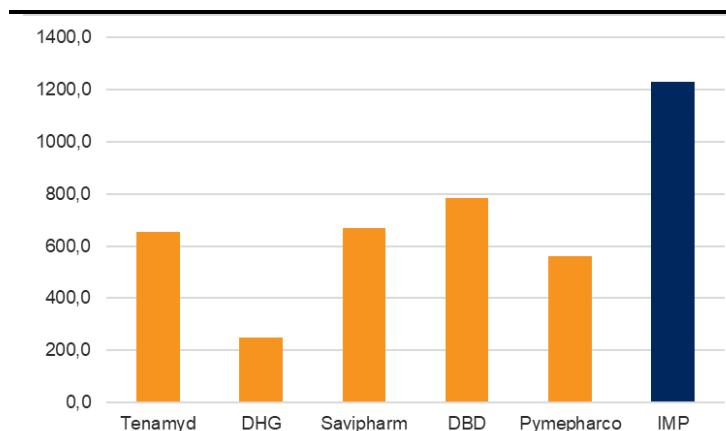
IMP ở vị thế thuận lợi để tận dụng cơ hội từ kênh ETC

Nhà sản xuất nội địa dẫn đầu trong kênh ETC

Tại Việt Nam, hoạt động mua sắm dược phẩm trong kênh ETC chủ yếu diễn ra thông qua đấu thầu, giúp Chính phủ kiểm soát giá cả, chất lượng và thanh toán bảo hiểm y tế. IMP dẫn đầu về giá trị trúng thầu trong số các nhà sản xuất trong nước năm 2023, với tổng giá trị trúng thầu đạt 1.230 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần từ kênh ETC đạt khoảng 858 tỷ đồng (tăng 40% svck). Việc doanh thu thực tế tăng mạnh nhưng vẫn thấp hơn giá trị trúng thầu cho thấy dư địa ghi nhận doanh thu lớn trong vòng 1-2 năm tới.

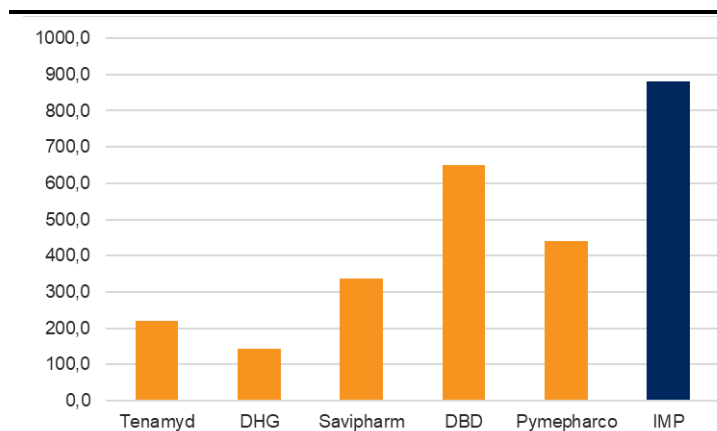
Kết quả đấu thầu của IMP trong 9 tháng đầu năm 2024 cũng cao nhất, đạt 881,1 tỷ đồng, cao hơn 35,5% so với đơn vị đứng thứ hai. Doanh thu ETC 9T2024 tăng 57%, vượt xa mức tăng trưởng 11% của toàn thị trường ETC, phản ánh mức độ vượt trội đáng kể của IMP.

Hình 40: Kết quả đấu thầu năm 2023 (tỷ đồng)



Nguồn: DAV, VNDIRECT RESEARCH

Hình 41: Kết quả đấu thầu 9T24 (tỷ đồng)

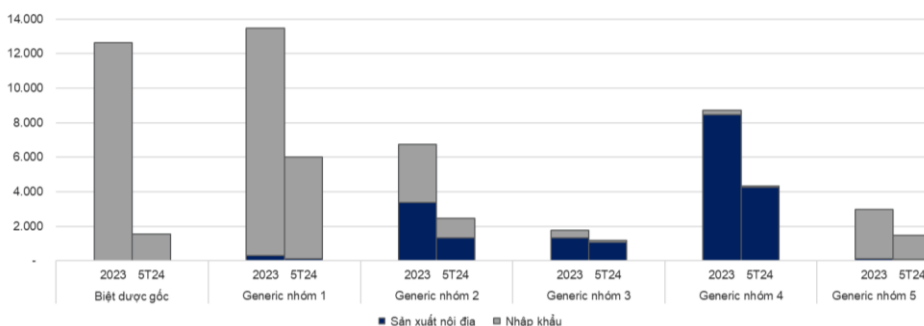


Nguồn: DAV, VSS, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng mở rộng thị phần đầy hứa hẹn trong kênh ETC

Ở kênh ETC, Việt Nam hầu như nhập khẩu toàn bộ các loại thuốc phát minh, do các nhà sản xuất trong nước chủ yếu sản xuất thuốc generic. Ở nhóm thầu thuốc generic nhóm 1, chỉ 2,3% giá trị sản phẩm là do doanh nghiệp trong nước sản xuất. Đối với nhóm thầu thuốc generic nhóm 2, tỷ lệ nhập khẩu khoảng 50%. Để được phân loại vào nhóm thầu thuốc nhóm 1 và 2, một trong những điều kiện tiên quyết là sản phẩm phải được sản xuất trên dây chuyền đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương. Do đó, sự phụ thuộc lớn vào nhập khẩu ở hai nhóm này chủ yếu xuất phát từ số lượng hạn chế của các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương tại Việt Nam.

Hình 42: Thuốc nhập khẩu chiếm phần lớn trong giá trị đấu thầu (đồng)

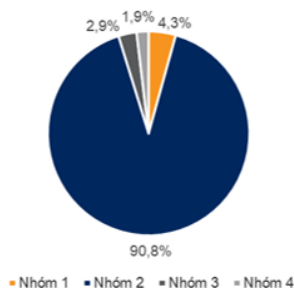


Nguồn: DAV, VNDIRECT RESEARCH

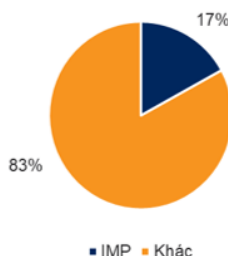
IMP nổi bật trong số các nhà sản xuất trong nước nhờ năng lực lớn trong việc sản xuất thuốc generic nhóm 1 và nhóm 2, vốn có yêu cầu khắt khe về cơ sở sản xuất. Lợi thế cạnh tranh này được củng cố bởi việc IMP sở hữu số lượng dây chuyền sản xuất đạt chuẩn EU-GMP nhiều nhất tại Việt Nam. Thuốc nhóm 2 chiếm gần 91% tổng giá trị trúng thầu của công ty, tiếp theo là thuốc nhóm 1 với tỷ lệ 4,3%. So với các nhà sản xuất trong nước khác, IMP nắm giữ thị phần đáng kể trong hai nhóm thuốc này. Cụ thể, IMP chiếm 17% giá trị đấu thầu trong nước đối với thuốc nhóm 1 và ấn tượng hơn là 33% đối với thuốc nhóm 2 trong năm 2023.

Hình 43: IMP chủ yếu đấu thầu thuốc generic nhóm 2

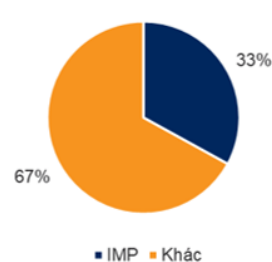
Danh mục trúng thầu của IMP (dữ liệu 2023)



Thị phần của IMP trong phân khúc đấu thầu sản xuất nội địa nhóm 1



Thị phần của IMP trong phân khúc đấu thầu sản xuất nội địa nhóm 2



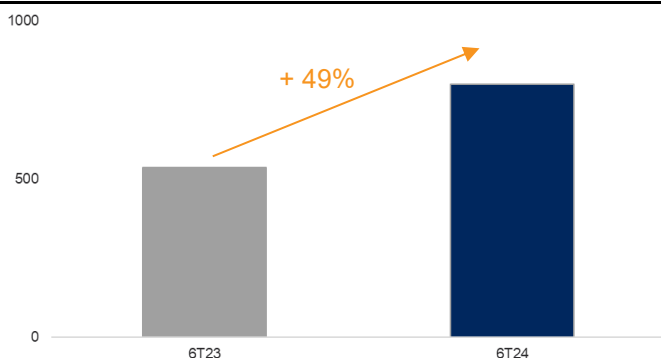
Nguồn: DAV, VNDIRECT RESEARCH

- Lợi thế này, cùng với môi trường đấu thầu linh hoạt hơn, chính sách hạn chế nhập khẩu và sự gia tăng của nhóm khách hàng ETC, sẽ là

động lực đầy hứa hẹn cho việc mở rộng thị trường. Trong Thông tư 03/2024/TT-BYT, Bộ Y tế đã công bố danh mục 93 loại thuốc mới bị hạn chế nhập khẩu, tất cả đều thuộc nhóm 2 – nhóm sản phẩm chủ lực của IMP. Hiện tại, IMP sở hữu 12/93 SKU trong danh mục này, và con số này có thể tăng lên nhờ vào năng lực R&D mạnh mẽ của công ty. Từ đầu năm đến nay, IMP đã ra mắt 10 SKU mới và hiện đang nghiên cứu, phát triển thêm 93 dự án khác.

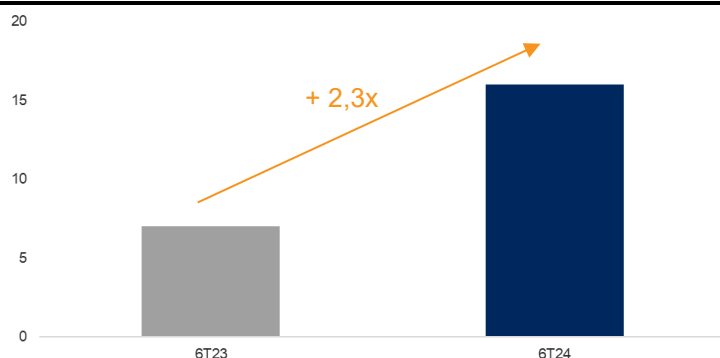
- Hơn nữa, tệp khách hàng của IMP đã tăng mạnh, với tổng số khách hàng trong nửa đầu năm 2024 tăng 49% svck, đạt khoảng 800 khách hàng. Ngoài ra, nỗ lực mở rộng thị trường ra khu vực miền Bắc của công ty đã mang lại kết quả đáng kể, khi số lượng khách hàng tại đây tăng 2,3 lần svck trong nửa đầu năm 2024, đạt 16 khách hàng. Kết quả này đạt được nhờ chiến lược tập trung vào kháng sinh, đặc biệt là kháng sinh tiêm chất lượng cao, vốn có nhu cầu lớn tại các bệnh viện tuyến trung ương và tuyến tỉnh ở khu vực miền Bắc. Bên cạnh đó, việc tăng cường đội ngũ kinh doanh y tế và mở rộng hợp tác với các nhà phân phối tại miền Bắc cũng đã góp phần nâng cao độ nhận diện thương hiệu và độ phủ sản phẩm của IMP.
- Thêm vào đó, những cải tiến mới trong Luật Đấu thầu đã giúp đơn giản hóa quy trình đấu thầu, khiến nó trở nên nhanh chóng, ít phức tạp hơn và linh hoạt hơn. Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội để IMP đẩy nhanh hoạt động đấu thầu, mở rộng thị phần và gia tăng doanh thu trong kênh này.

Hình 44: Số lượng khách hàng ETC tăng mạnh trong 6T24 (khách hàng)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: ETC đang mở rộng tệp khách hàng ở miền Bắc



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Các nhà máy của IMP sẵn sàng cho nhu cầu ngày càng tăng

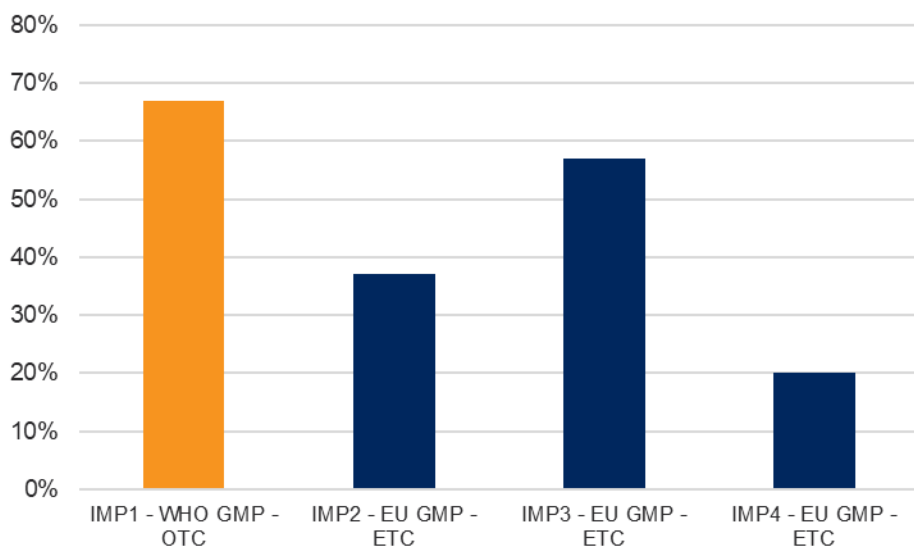
Luật Bảo hiểm Y tế sửa đổi chủ yếu nhằm mở rộng phạm vi bao phủ bảo hiểm y tế về số lượng người thụ hưởng và cải thiện sự thuận tiện trong việc khám chữa bệnh bằng bảo hiểm y tế. Điều này sẽ dẫn đến nhu cầu khám chữa bệnh tại các bệnh viện gia tăng, cùng với đó là sự tăng trưởng trong việc sử dụng dược phẩm qua kênh này.

IMP đã sẵn sàng đáp ứng nhu cầu gia tăng này do công ty vẫn chưa khai thác hết công suất của các nhà máy. Năm 2023, mặc dù doanh thu từ kênh ETC tăng 40% svck, nhưng tỷ lệ sử dụng công suất của hai nhà máy đạt chuẩn EU-GMP, IMP2 và IMP3 – chuyên sản xuất sản phẩm cho kênh ETC – chỉ đạt lần lượt 37% và 57%. Tại thời điểm đó, toàn bộ nhà máy IMP4 vẫn chưa đi vào hoạt động. IMP chỉ bắt đầu vận hành dây chuyền sản xuất cuối cùng của IMP4 vào

c cuối quý 3 năm 2024. Trong 9 tháng đầu năm 2024, IMP4 mới chỉ hoạt động ở mức 20% công suất.

Hơn nữa, IMP đang có kế hoạch xây dựng Tổ hợp Dược phẩm Cát Khánh tại Đồng Tháp với tiêu chuẩn EU-GMP, tập trung vào bốn nhóm điều trị chính: tim mạch, cơ xương khớp, tiểu đường và tiêu hóa. Dự án dự kiến có quy mô 25.000 m², với tổng vốn đầu tư 1,5 nghìn tỷ đồng và công suất thiết kế đạt 1,4 tỷ đơn vị sản phẩm. Thời gian dự kiến đưa vào hoạt động là giai đoạn 2029-2030. Tuy nhiên, do IMP hiện vẫn đang trong quá trình chuẩn bị hồ sơ pháp lý, nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá của mình.

Hình 46: Tất cả các nhà máy EU-GMP đều khai thác dưới 60% công suất tính đến cuối 2023

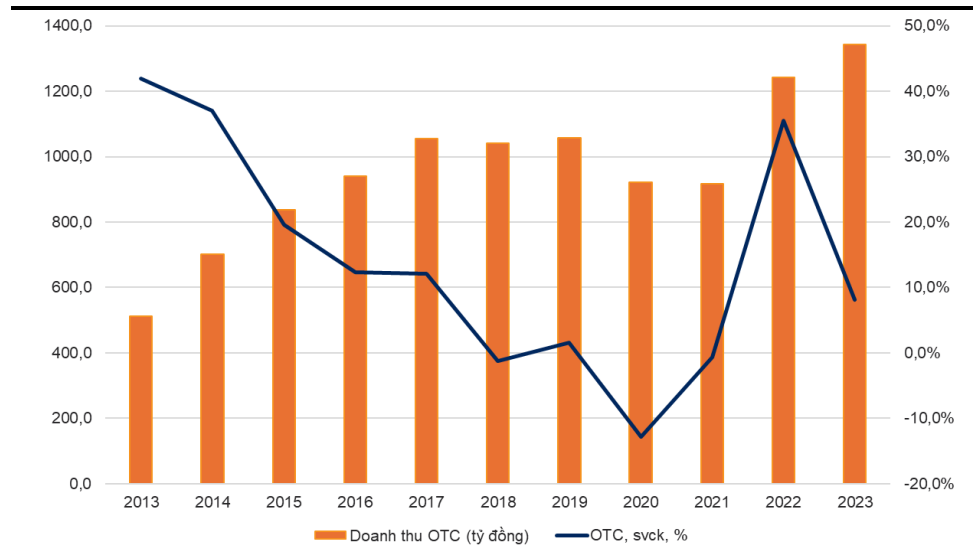


Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Bán vào chuỗi và mở rộng ra miền Bắc sẽ bù đắp cho kênh OTC

Có thể thấy rằng doanh thu kênh OTC của IMP đã không đạt kết quả tốt ngay cả trước khi đại dịch COVID-19 diễn ra. Điều này xuất phát từ một số yếu tố sau: (1) doanh thu bắt đầu chững lại sau giai đoạn tăng trưởng nhanh; (2) quy định kiểm soát thuốc kê đơn trong kênh OTC ngày càng chặt chẽ hơn theo Thông tư 02/2018/TT-BYT; (3) môi trường cạnh tranh ngày càng gay gắt do rào cản gia nhập thấp; và (4) Imexpharm dường như tập trung nhiều hơn vào kênh ETC trong giai đoạn này, thể hiện qua việc liên tục đầu tư vào các nhà máy đạt chuẩn EU-GMP.

Hình 47: Tăng trưởng doanh thu OTC đã giảm dần từ trước Covid-19 (% svck)

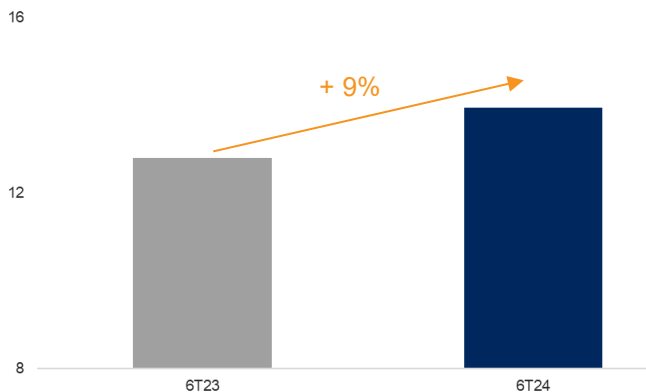


Nguồn: DAV, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu kênh OTC đã tăng 35% vào năm 2022, chủ yếu do tác động của đại dịch COVID-19, khi người dân hạn chế đến bệnh viện và chuyển sang mua thuốc tại các nhà thuốc. Tuy nhiên, sau khi đại dịch lắng xuống, đà tăng trưởng bắt đầu chững lại, giảm xuống còn +8% trong năm 2023 và tiếp tục suy giảm xuống -4% svck trong 11 tháng đầu năm 2024.

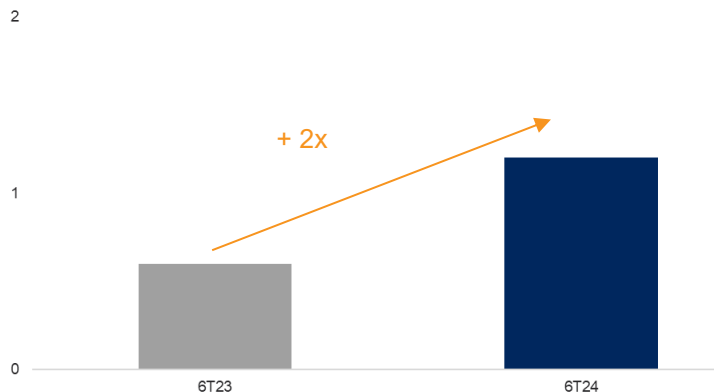
Theo ban lãnh đạo, IMP sẽ tập trung vào cả hai kênh OTC và ETC trong giai đoạn tới. Công ty đang tích cực mở rộng tệp khách hàng, đặc biệt tại khu vực miền Bắc và thông qua các chuỗi nhà thuốc. Trong nửa đầu năm 2024, số lượng khách hàng OTC của IMP đã tăng 9% svck, riêng khu vực miền Bắc tăng gấp đôi. Doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc lần lượt tăng 158% và 182% svck trong 9T2024 và Q3/2024. Tuy nhiên, do các chuỗi nhà thuốc hiện chỉ chiếm khoảng 10% tổng doanh thu OTC, nên vẫn chưa thể bù đắp hoàn toàn sự sụt giảm từ các nhà thuốc bán lẻ truyền thống. Dù vậy, chúng tôi tin rằng việc tiếp tục mở rộng tệp khách hàng sẽ dần hỗ trợ quá trình phục hồi của kênh OTC trong những năm tới.

Hình 48: Số lượng khách hàng kênh OTC tăng 9% svck trong 6T24 (nghìn khách hàng)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Hình 49: Số lượng khách hàng kênh OTC ở miền Bắc tăng gấp đôi svck trong 6T24 (nghìn khách hàng)



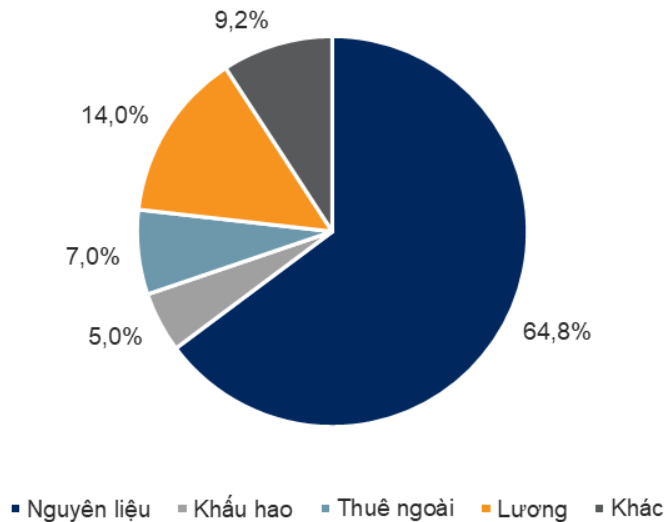
Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Có áp lực lên biên LN gộp

Không thể tự chủ nguồn nguyên liệu ảnh hưởng đến biên LN gộp

Nguyên liệu đầu vào chiếm gần 65% tổng giá vốn hàng bán, trong đó, hoạt chất dược phẩm (API) chiếm tới 86% chi phí nguyên liệu. IMP phụ thuộc lớn vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, với 90% nguyên liệu đầu vào được nhập từ châu Âu, Trung Quốc và Ấn Độ. Điều này khiến công ty chịu rủi ro tỷ giá hối đoái, đặc biệt là biến động của cặp tỷ giá USD/VND. Nếu đồng USD tăng giá so với VND, chi phí nguyên liệu đầu vào sẽ tăng cao, có thể làm giảm biên lợi nhuận gộp của công ty.

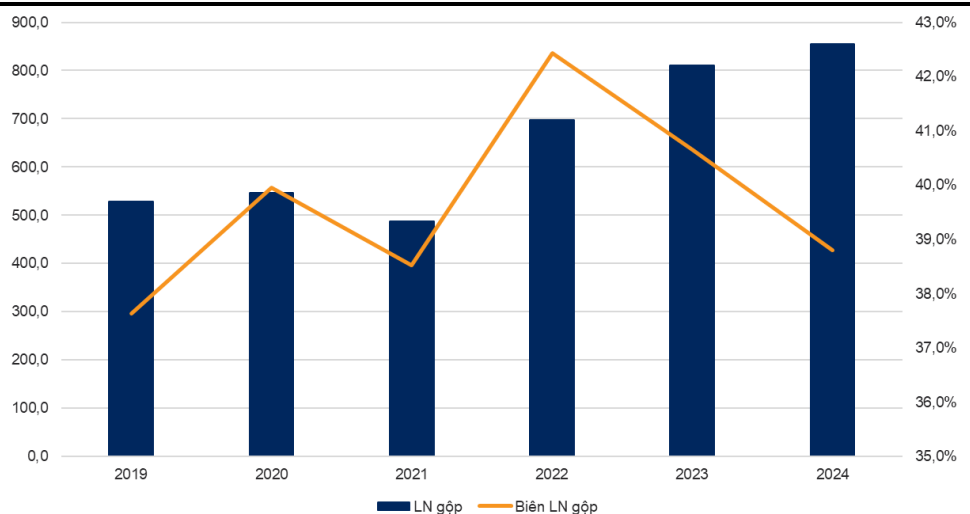
Hình 50: Cấu trúc vốn của IMP (2023)



Nguồn: IMP, VNDIRECT RESEARCH

Biên lợi nhuận gộp của IMP có biến động nhẹ, duy trì quanh mức 39,5%. Biên lợi nhuận được cải thiện trong năm 2022 khi chuỗi cung ứng dần ổn định sau đại dịch COVID-19, giúp giảm chi phí nhập khẩu nguyên liệu đầu vào. Tuy nhiên, biên lợi nhuận đã giảm 1,8 điểm % svck trong cả năm 2023 và 2024. Trong cùng giai đoạn, tỷ giá USD/VND đã tăng lần lượt 4,0% svck trong năm 2023 và 5,2% svck trong năm 2024.

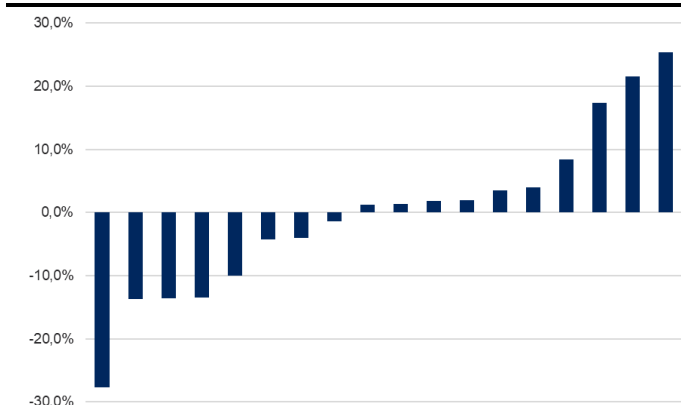
Hình 51: Biên LN gộp giảm trong 2023/24 (tỷ đồng)



Nguồn: Fiin Pro, VNDIRECT RESEARCH

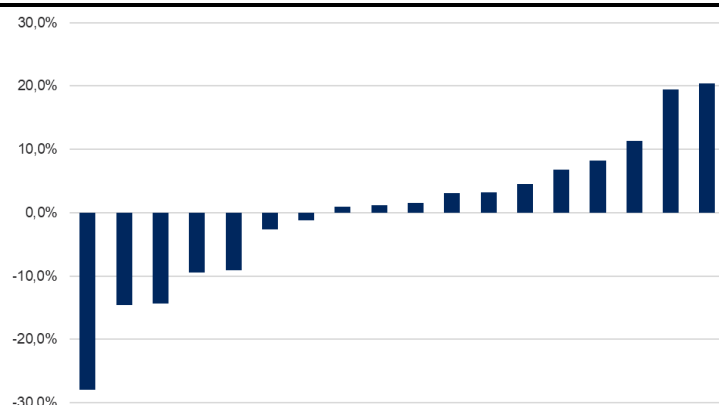
Chúng tôi đã thu thập dữ liệu giá của 18 hoạt chất dược phẩm (API) phổ biến tại khu vực APAC (chủ yếu là Trung Quốc) và thị trường châu Âu – hai khu vực mà IMP nhập khẩu API – và nhận thấy rằng phần lớn giá API đã tăng. Cụ thể, 10/18 API có giá tăng tại thị trường APAC, trong khi 11/18 API ghi nhận mức tăng tại thị trường châu Âu. Xu hướng này phù hợp với thông tin từ ban lãnh đạo IMP rằng giá API trong 9 tháng đầu năm 2024 đã tăng 3% so với đầu năm.

Hình 52: Diễn biến giá 9T24 của 18 loại API phổ biến ở Châu Á



Nguồn: Chemanalyst, VNDIRECT RESEARCH

Hình 53: Diễn biến giá 9T24 của 18 loại API phổ biến ở Châu Âu



Nguồn: Chemanalyst, VNDIRECT RESEARCH

Giá API giảm chủ yếu do tình trạng dư cung, xuất phát từ việc thanh lý hàng tồn kho sau khi một số nhà máy đóng cửa và nhu cầu tự nhiên suy giảm.

Trong khi đó, các yếu tố làm giá API tăng bao gồm gián đoạn sản xuất do thời tiết cực đoan, bảo trì nhà máy nhằm tuân thủ quy định, gián đoạn chuỗi logistics do khủng hoảng Biển Đỏ, cùng với sự gia tăng tự nhiên của nhu cầu.

Dù cung – cầu thị trường sẽ dần cân bằng, vẫn tồn tại những yếu tố khó lường như khủng hoảng Biển Đỏ. Để có góc nhìn thận trọng, chúng tôi giả định giá API của IMP sẽ tăng 4%/3% trong năm 2024/2025, sau đó tốc độ tăng trưởng giá sẽ giảm dần trong những năm tiếp theo. Điều này dựa trên kỳ vọng rằng các sáng kiến nhằm giảm sự phụ thuộc của Ấn Độ vào API từ Trung Quốc sẽ giúp gia tăng nguồn cung API trong tương lai. Theo chương trình Khuyến khích Liên kết Sản xuất (PLI), chính phủ Ấn Độ đã khởi động sản xuất 35 loại API khác nhau, trước đây phụ thuộc tới 90% vào nhập khẩu từ Trung Quốc.

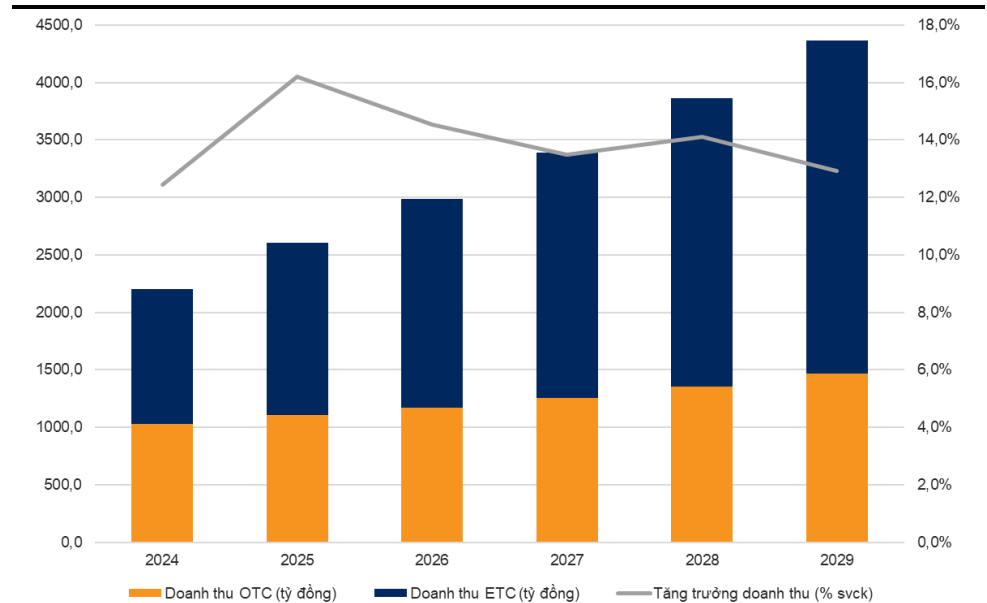
Tăng bán hàng vào chuỗi nhà thuốc

Các chuỗi nhà thuốc đang mở rộng và phát triển trên toàn quốc với sức mua mạnh mẽ, ngày càng chiếm được lòng tin của người tiêu dùng và dần giành thị phần từ các nhà thuốc bán lẻ nhỏ lẻ nhờ thương hiệu uy tín được xây dựng bài bản. Trước thực tế này, việc bán hàng thông qua chuỗi nhà thuốc sẽ trở thành điều kiện thiết yếu để các nhà sản xuất duy trì và phát triển trong kênh OTC, đồng thời tạo ra môi trường cạnh tranh gay gắt. Để có thể vào được các chuỗi này, các nhà cung cấp phải đưa ra mức giá hấp dẫn và các chương trình khuyến mãi cạnh tranh, đồng nghĩa với việc phải hy sinh biên lợi nhuận để duy trì và tăng trưởng doanh thu.

Dự phóng KQKD 2025-2026

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần của IMP sẽ tăng 16,5%/14,5% svck trong năm 2025/26. Kênh ETC sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính cho doanh thu của IMP trong giai đoạn 2025/26, mặc dù với tốc độ tăng trưởng chậm hơn (+29,6%/+20,8% svck) so với năm 2024 do mức cơ sở cao của năm trước. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng kênh OTC sẽ ghi nhận mức tăng nhẹ (+6,6%/+6,1% svck trong năm 2025/26) khi việc mở rộng của IMP vào chuỗi nhà thuốc và thị trường miền Bắc dần được phản ánh vào doanh thu.

Hình 54: Dự phóng doanh thu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp (GM) sẽ giảm trong năm 2025/26 do tác động kết hợp của việc tỷ trọng doanh thu từ chuỗi nhà thuốc tăng cao và giá API tăng. Tuy nhiên, đóng góp của IMP4 vào doanh thu ngay từ đầu năm sẽ giúp giảm bớt tác động của chi phí khấu hao. Chúng tôi dự báo mức giảm lần lượt là -0,7 điểm %/-0,2 điểm % trong năm 2025/26.

Về lợi nhuận ròng, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ tăng 12,5%/14,4% svck trong năm 2025/2026, tuy nhiên biên lợi nhuận ròng sẽ giảm 0,8 điểm %/0,1 điểm % svck do biên lợi nhuận gộp thấp hơn.

Định giá: Chúng tôi khuyến nghị nắm giữ với giá mục tiêu 51.300 đồng

Chúng tôi kết hợp ba phương pháp định giá: DCF, P/E và EV/EBITDA với tỷ trọng lần lượt là 50%/25%/25%, để đưa ra mức giá mục tiêu là 51.300 VND, dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro 3,0% (lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 31/12/2024).
- Chúng tôi áp dụng phần bù rủi ro thị trường 8,35% (dựa trên báo cáo cập nhật của [Damodaran](#) về phần bù rủi ro thị trường ngày 01/01/2025).
- Chúng tôi tin rằng IMP xứng đáng với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 3%, do các yếu tố nhân khẩu học và kinh tế cho thấy nhu cầu dược phẩm sẽ tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt trong bối cảnh Chính phủ đang thúc đẩy sự phát triển của thị trường nội địa. Bên cạnh đó, IMP sở hữu lợi thế cạnh tranh, khi dẫn đầu kênh ETC với danh mục thuốc generic chất lượng cao nằm trong danh mục hạn chế nhập khẩu.
- Vì những lý do tương tự, IMP xứng đáng với mức P/E mục tiêu là 23,2x và EV/EBITDA là 14,3x, cao hơn mức trung bình 5 năm qua và tiệm cận với các hệ số hiện tại.

Hình 55: Giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng)
DCF	49.210	50%	24.605
P/E	54.356	25%	13.589
EV/EBITDA	52.377	25%	13.094
Giá trị hợp lý			51.288
Giá mục tiêu (làm tròn)			51.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 56: Định giá DCF

Định giá DCF	
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	6.429
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	7.500
Cộng: Tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	183
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	104
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	-
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	7.579
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	154
Giá trị cổ phiếu (đồng)	49.210
Mục tiêu P/E năm 2025	21x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 57: Định giá P/E & EV/EBITDA

Định giá P/E		2025
EPS năm 2025 (đồng)		2.343
P/E mục tiêu		23,2x
Giá trị hợp lý		54.356
Định giá EV/EBITDA		FY25E
EBITDA (tỷ đồng)		564
EV/EBITDA mục tiêu		14,3x
Giá trị hợp lý		52.377

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 58: Định giá DCF – Tóm tắt dòng tiền tự do

FCFF (tỷ đồng)	2025	2026	2027	2028	2029
LN sau thuế	361	413	505	626	766
Cộng: khấu hao	109	113	117	121	124
Trừ: CAPEX	67	67	67	67	67
Cộng: Lãi vay*(1-thuế)	3	2	2	1	0
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	290	201	344	316	397
FCFF	116	260	213	366	427
Yếu tố thời gian	1	2	3	4	5
Hệ số chiết khấu	93%	86%	80%	74%	69%
Giá trị hiện tại của FCFF	108	225	170	272	295
Tổng giá trị hiện tại của FCFF	1.071				
Giá trị năm cuối	9.464				
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối	6.429				
Giá trị doanh nghiệp	7.500				
Tiền & tương đương tiền	183				
Nợ	-	104			
Giá trị VCSH	7.579				
Số lượng cp đang lưu hành	154.008.962				
Giá/cp (đồng)	49.210				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 59: Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Phần bù VCSH	8,4%
Beta	0,5
Chi phí VCSH	7,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 60: WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Giá trị VCSH	2.150,1
Nợ	104,2
Chi phí nợ	5,5%
Thuế	20%
WACC	7,6%
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn	3,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 61: EV/EBITDA lịch sử kể từ 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 62: P/E lịch sử kể từ 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 63: Phân tích độ nhạy của định giá DCF

		Chi phí VCSH					
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	Cơ sở	Cơ sở					
		7,4%	7,6%	7,8%	8,0%	8,2%	
		3,4%	58.886	55.973	53.323	50.902	48.683
		3,2%	56.264	53.604	51.174	48.945	46.894
		3,0%	53.888	51.448	49.210	47.150	45.248
		2,8%	51.724	49.477	47.409	45.498	43.727
		2,6%	49.747	47.669	45.750	43.972	42.319

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

Động lực tăng giá bao gồm: 1) Việc khởi công xây dựng nhà máy mới đạt chuẩn EU-GMP và 2) Việc mở rộng danh mục sản phẩm thuộc danh mục hạn chế nhập khẩu.

Rủi ro giảm giá bao gồm sự gia tăng mạnh của giá API và sự chậm trễ trong quá trình đăng ký hoặc gia hạn chứng nhận EU-GMP.

Hình 64: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cp	Thị giá vốn	Doanh thu thuần	svck	LN ròng	svck	Nợ/VCSH	ROE	P/E trượt	P/B	EV/EBITDA
		Triệu USD	Triệu USD	%	Triệu USD	%	%	%	x	x	x
Dược Hậu Giang	DHG	520,9	193,1	-2,6%	30,8	-25,9%	26,2%	17,9%	16,9	2,8	16,1
Dược Bình Định	DBD	223,0	68,3	4,6%	10,9	2,3%	2,9%	17,9%	20,5	3,7	15,2
Dược Hà Tây	DHT	280,5	82,5	4,4%	2,8	-15,6%	39,1%	6,4%	98,9	6,7	76,3
Vinapharm	DVN	246,4	218,3	-1,1%	17,1	25,2%	35,6%	14,1%	14,4	1,9	31,4
Dược Cửu Long	DCL	70,2	51,7	14,2%	2,1	-13,2%	50,6%	4,3%	33,1	1,2	24,8
Traphaco	TRA	124,5	92,4	1,6%	9,4	-9,2%	11,8%	14,8%	13,2	2,5	8,1
Trung bình			122,7	3,9%	12,7	66,6%	27,7%	12,6%	36,8	3,3	28,6
Imexpharm	IMP	7531,0	2.205	10,6%	320,9	-11,0%	4,8%	12,9%	23,5	3,6	15,8

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục

Phụ lục 1 – Những thay đổi chính của luật Bảo Hiểm Y Tế và luật Đầu Thầu

Hình 65: Những thay đổi chính trong luật Bảo Hiểm Y Tế

Phân loại	Trước	Sau	Nhận xét
Phân loại thuốc được bảo hiểm y tế chi trả theo cấp bệnh viện.	Danh mục thuốc được bảo hiểm y tế chi trả được phân loại theo cấp bệnh viện (Chăm sóc ban đầu, Chăm sóc cơ bản, Chăm sóc chuyên sâu).	Quy định này sẽ bị loại bỏ khỏi luật bảo hiểm y tế sửa đổi.	Trước đây, bệnh nhân sử dụng bảo hiểm y tế tại các cơ sở chăm sóc ban đầu không được cấp cùng loại thuốc như tại các cơ sở chăm sóc chuyên sâu. Do đó, bệnh nhân có xu hướng đến các bệnh viện chuyên khoa với kỳ vọng được sử dụng các sản phẩm chất lượng cao hơn, dẫn đến nhu cầu ảo và tình trạng quá tải tại các bệnh viện này. Chúng tôi kỳ vọng luật sửa đổi có thể giảm bớt tình trạng này.
Phạm vi bảo hiểm cho người tham gia bảo hiểm y tế.	1. Chỉ áp dụng cho các lần khám trực tiếp tại bệnh viện; 2. Thuốc, hóa chất, thiết bị y tế và dịch vụ y tế.	1. Bổ sung khám và tư vấn y tế trực tuyến 2. Bổ sung máu, chế phẩm máu và khí y tế	Điều này sẽ cải thiện khả năng tiếp cận dịch vụ y tế cho những người sống ở vùng sâu, vùng xa và những người gặp khó khăn trong việc di chuyển. Ngoài ra, vì máu, chế phẩm máu và khí y tế được sử dụng thường xuyên trong điều trị tại bệnh viện, việc đưa chúng vào danh mục bảo hiểm sẽ giảm đáng kể chi phí tự chi trả của bệnh nhân. Những thay đổi này sẽ giúp tăng tỷ lệ bao phủ bảo hiểm y tế trong dân số.
Tiếp cận dịch vụ y tế ngoài cơ sở đăng ký ban đầu.	1. Để được bảo hiểm chi trả toàn bộ khi chuyển lên bệnh viện tuyến cao hơn (ví dụ: từ tuyến cơ bản lên tuyến chuyên khoa) để điều trị, cần có hồ sơ chuyển viện và sự chấp thuận từ bệnh viện hiện tại. 2. Khám ngoại trú không được bảo hiểm chi trả khi điều trị tại bệnh viện tuyến tính ở tỉnh khác với nơi đăng ký bảo hiểm. 3. Không có quy định cụ thể về trường hợp cấp cứu.	1. Bệnh nhân mắc bệnh hiểm gấp, nguy hiểm đến tính mạng hoặc tình trạng phức tạp có thể tìm kiếm điều trị tại bất kỳ cơ sở y tế nào phù hợp với nhu cầu của họ. 2. Từ ngày 1/7/2026, bảo hiểm y tế sẽ chi trả 50% chi phí điều trị. 3. 100% chi phí khám bệnh sẽ được bảo hiểm y tế chi trả, còn chi phí điều trị sẽ được bảo hiểm y tế thanh toán theo tỷ lệ quy định tại Khoản 1, Điều 22.	Việc điều trị kịp thời và hiệu quả, cùng với mức chi trả bảo hiểm tăng lên, sẽ khuyến khích người dân tham gia các chương trình bảo hiểm y tế và tiếp cận dịch vụ chăm sóc sức khỏe tốt hơn tại các bệnh viện.
Phạm vi các đối tượng được nhà nước, bảo hiểm xã hội hoặc người sử dụng lao động chi trả toàn bộ hoặc một phần bảo hiểm y tế.	1. Những cá nhân được người sử dụng lao động chi trả một phần bảo hiểm y tế: - Luật yêu cầu hợp đồng lao động có thời hạn trên 3 tháng. - Không có quy định về người lao động nước ngoài. - Những cá nhân được ngân sách nhà nước chi trả bảo hiểm y tế; 2. Người từ 80 tuổi trở lên đang hưởng trợ cấp tuổi già hằng tháng.	1. Những cá nhân được người sử dụng lao động chi trả một phần bảo hiểm y tế: - Thời hạn hợp đồng yêu cầu chỉ còn 1 tháng. - Quy định mới về người lao động nước ngoài: Người nước ngoài làm việc tại Việt Nam theo hợp đồng lao động xác định thời hạn ít nhất 12 tháng với một doanh nghiệp tại Việt Nam được hưởng bảo hiểm y tế. 2. Những cá nhân được ngân sách nhà nước chi trả bảo hiểm y tế: - Người từ 75 tuổi trở lên đang hưởng trợ cấp tuổi già hằng tháng. - Người từ 70 đến 74 tuổi thuộc hộ cận nghèo cũng đang hưởng trợ cấp tuổi già hằng tháng.	Những thay đổi này cho thấy sự thúc đẩy mạnh mẽ của Chính phủ trong việc mở rộng bảo hiểm y tế, qua đó cải thiện khả năng tiếp cận dịch vụ chăm sóc sức khỏe và có thể làm gia tăng nhu cầu được phẩm trong kênh ETC.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

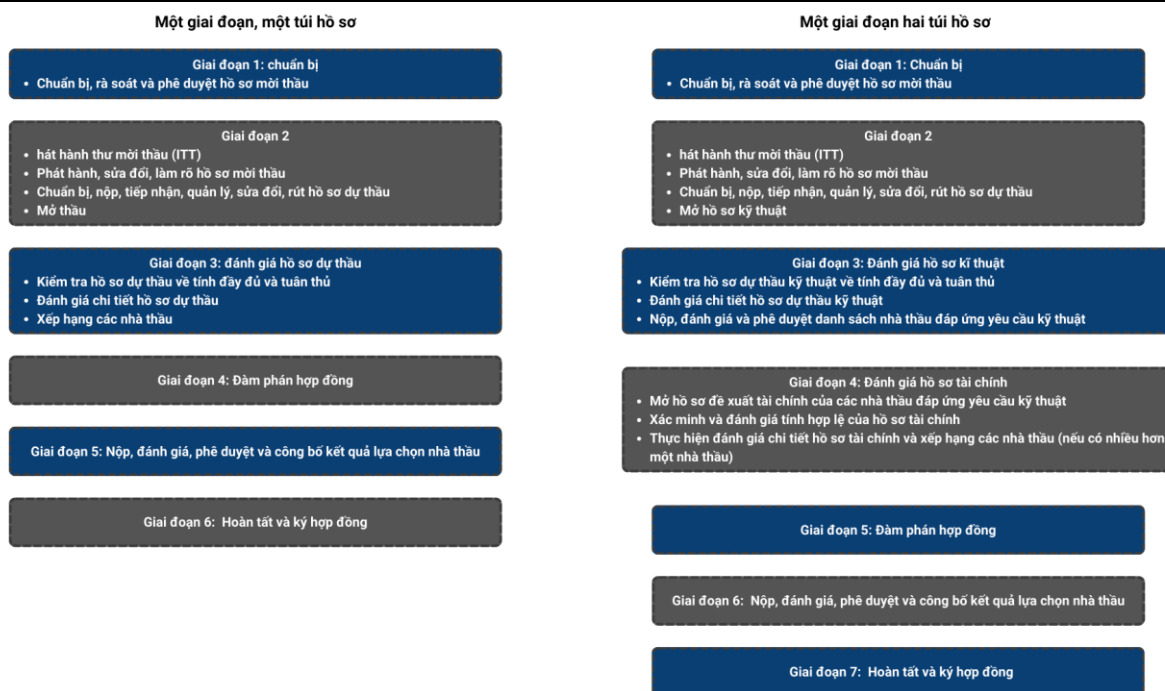
Hình 66: Những thay đổi chính trong luật Đấu Thầu

Trước	Sau	Nhận xét
Các bệnh viện chỉ chọn một người thắng thầu duy nhất.	Các bệnh viện có thể chọn nhiều người thắng thầu.	Điều này có nghĩa là nếu nhà thầu xếp hạng nhất không thể cung cấp, đơn vị mua sắm có thể ngay lập tức ký hợp đồng với nhà thầu xếp hạng tiếp theo, ngăn chặn sự gián đoạn trong việc cung ứng thuốc khi nhà thầu chính không thể cung cấp.
Nhà thầu chỉ có thể tham gia đấu thầu nếu họ có khả năng cung cấp toàn bộ gói thầu.	Nhà thầu có thể chào thầu theo số lượng phù hợp với khả năng cung ứng của họ.	Sẽ có nhiều nhà thầu đủ điều kiện tham gia đấu thầu hơn. Điều này sẽ giúp các bệnh viện nhanh chóng nhận đủ thuốc để điều trị và tạo thêm cơ hội cho các nhà cung cấp hoặc nhà sản xuất bán sản phẩm của họ.
Nếu một bệnh viện hết thuốc, họ phải chờ quá trình đấu thầu hoàn tất trước khi có thể nhận thêm.	Khi quá trình đấu thầu tập trung bị trì hoãn hoặc không hoàn tất, các bệnh viện được phép mua sắm riêng lẻ với hợp đồng không quá 12 tháng. Quỹ Bảo hiểm Y tế sẽ hoàn trả các khoản mua sắm này theo giá hợp đồng.	
Không có tùy chọn mua bổ sung.	Áp dụng tùy chọn mua bổ sung, các bệnh viện có thể mua thêm tối đa 30% so với hợp đồng đã mua trước đó. Đã bổ sung thêm các quy định về trường hợp các bệnh viện được phép trực tiếp trao hợp đồng, bỏ qua quy trình đấu thầu khi cần thiết.	Điều này giúp giải quyết nhu cầu cấp bách về thuốc để kịp thời điều trị cho bệnh nhân.
Khi có các mức giá chào thầu khác nhau, mức trung bình sẽ được chọn làm giá của gói thầu.	Mức giá cao nhất có thể được chọn.	Quy định này giúp các bệnh viện lựa chọn hàng hóa chất lượng cao, phù hợp với nhu cầu cụ thể và khả năng tài chính của họ.
Phương thức đấu thầu là 'một giai đoạn - hai túi hồ sơ' (Phụ lục 2).	Phương thức đấu thầu được rút gọn thành 'một giai đoạn - một túi hồ sơ' (Phụ lục 2).	Một quy trình tinh gọn sẽ giúp tiết kiệm nhiều thời gian hơn.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 2 – Phương thức đấu thầu “một giai đoạn-một túi hồ sơ”

Hình 67: “Một giai đoạn-một túi hồ sơ” tiết kiệm thời gian hơn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 3 – Phân loại thuốc generic

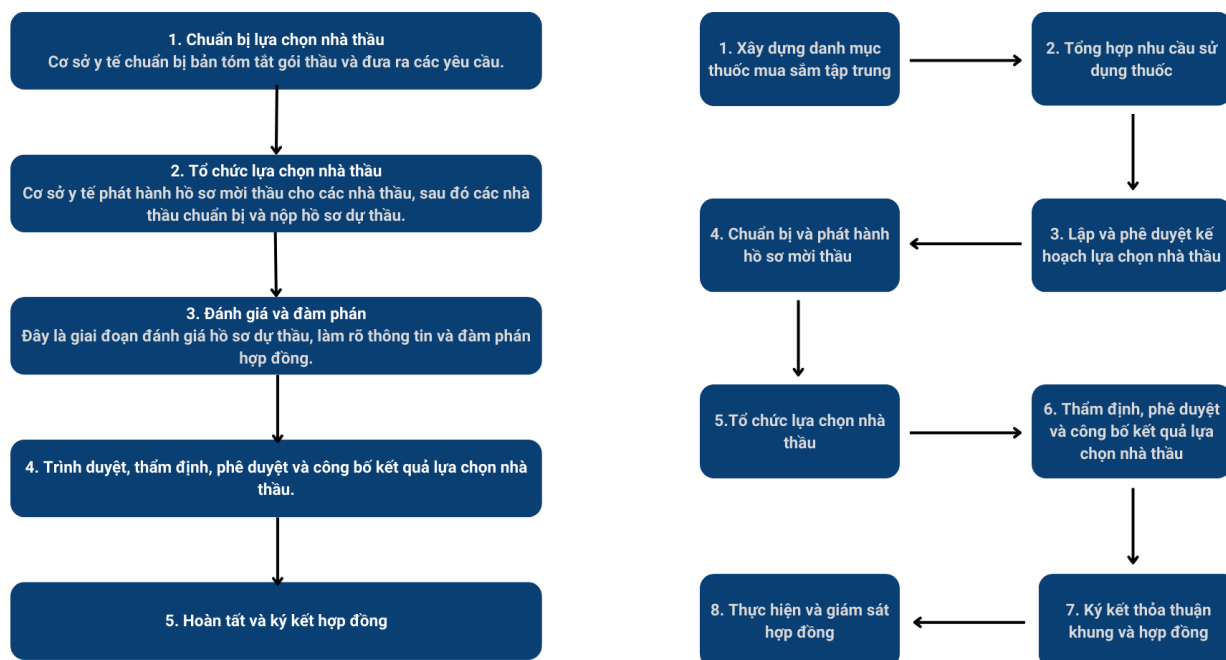
Hình 68: Phân loại thuốc generic

	Yêu cầu phân loại	Sản phẩm chính	Đối thủ cạnh tranh
Nhóm 1	Thuốc Generic Nhóm 1 là những thuốc đáp ứng ít nhất một trong các tiêu chí sau: - Sản xuất hoàn toàn trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương - Dây chuyền sản xuất thuốc tuân thủ tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tiêu chuẩn tương đương của một quốc gia thuộc danh sách SRA hoặc EMA. - Được Cục Quản lý Dược Việt Nam (DAV) công nhận đạt chuẩn EU-GMP hoặc tiêu chuẩn tương đương. - Thuốc được Bộ Y tế (MOH) công nhận là thuốc có bằng sáng chế hoặc sản phẩm sinh học tham chiếu, ngoại trừ: - Thuốc gốc ban đầu (original drugs) hoặc sản phẩm sinh học tham chiếu nằm trong danh mục thuốc đàm phán giá do Bộ Y tế ban hành, đã có kết quả đàm phán. - Thuốc sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam và đáp ứng đủ các điều kiện sau: - Dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương do DAV công nhận. - Được cơ quan quản lý dược của một quốc gia thuộc SRA hoặc EMA cấp phép lưu hành. - Thuốc lưu hành tại Việt Nam và thuốc được cấp phép bởi SRA hoặc EMA phải có công thức, quy trình sản xuất, tiêu chuẩn chất lượng, phương pháp kiểm nghiệm giống nhau. - Được cơ quan quản lý dược phải có tiêu chuẩn chất lượng, cơ sở sản xuất, địa điểm sản xuất giống nhau, theo quy định tại Khoản 8, Điều 50 của Thông tư 06/2023/TT-BYT.	Thuốc điều trị Ung thư, Tim mạch, Tiểu đường, Đột quỵ, Phế quản, Thần kinh, Kháng sinh và Cơ xương khớp.	Các nhà sản xuất châu Âu như Pháp và Đức.
Nhóm 2	Gói thầu này bao gồm các thuốc đáp ứng một trong hai tiêu chí sau: - Được sản xuất hoàn toàn trên dây chuyền đạt chuẩn EU-GMP hoặc tương đương, và đã được Cục Quản lý Dược Việt Nam (DAV) chứng nhận đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương. - Được sản xuất hoàn toàn trên dây chuyền được phẩm tại một quốc gia là thành viên của cả PIC/s và ICH, được cơ quan có thẩm quyền của quốc gia đó chứng nhận đạt tiêu chuẩn PIC/s-GMP, và được DAV công nhận đạt chuẩn PIC/s-GMP.	Thuốc kháng sinh, Ung thư, Tim mạch, Huyết áp và Cơ xương khớp.	Stellapharm, Savipharm, Tenamyd, DHG và các nhà sản xuất châu Á khác (Hàn Quốc, Ấn Độ).
Nhóm 3	Nhóm 3 bao gồm các thuốc được cấp giấy đăng ký lưu hành hoặc giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam và được Cục Quản lý Dược Việt Nam (DAV) công bố có bằng chứng tương đương sinh học.	Thuốc kháng sinh, Tiểu đường, Thần kinh và Huyết áp.	Pymapharco, Me Di Sun, Pharbaco, Danapha, Stellapharm, DHG và Bidiphar.
Nhóm 4	Nhóm 4 bao gồm các thuốc được sản xuất hoàn toàn trên dây chuyền tại Việt Nam và được Cục Quản lý Dược Việt Nam (DAV) công bố đáp ứng các nguyên tắc và tiêu chuẩn GMP.	Thuốc giảm đau, Giảm đau - Hạ sốt, Chống viêm (NSAIDs), Hạ sốt, Tâm thần, Tiêu hóa và Nhân khoa.	Bidiphar, Danapha và Fresenius Kabi.
Nhóm 5	Nhóm 5 bao gồm các thuốc được cấp giấy đăng ký lưu hành hoặc giấy phép nhập khẩu để lưu hành tại Việt Nam.	Vắc xin	Các nhà sản xuất nước ngoài, chủ yếu từ châu Á, như Trung Quốc và Ấn Độ.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 4 – Quy trình đấu thầu

Hình 69: Đấu thầu trực tiếp (bên trái) và đấu thầu tập trung (bên phải)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 5 - M&A báo hiệu nhiều cơ hội

Trong hai năm qua, thị trường dược phẩm và y tế đã trở nên sôi động với hàng loạt thương vụ M&A được công bố. Hầu hết các nhà đầu tư mua lại là các quỹ đầu tư nước ngoài đến từ Mỹ và Singapore, ngoại trừ Tâm Trí Healthcare, hệ thống bệnh viện được hậu thuẫn bởi VinaCapital, đã mua lại Bệnh viện Đa khoa Quảng Nam và Bệnh viện Đa khoa Vạn Phúc Tân Quý tại TP.HCM.

Thương vụ đáng chú ý nhất là Thomson Medical mua lại Bệnh viện FV, vì đây là giao dịch M&A lớn nhất trong lĩnh vực y tế Đông Nam Á kể từ năm 2020, với tổng giá trị lên tới 381,4 triệu USD.

Hình 70: Những thương vụ M&A nổi bật trong 2023-2024

Mục tiêu	Người mua	đến từ	Giá trị thương vụ (TrUSD)
Chuỗi nhà thuốc Trung Sơn	Dongwha Pharm	Hàn Quốc	30
Bệnh viện FV	Thomson Medical	Singapore	381,4
Bệnh viện Hoàn Mỹ	Raffles Medical	Singapore	Không tiết lộ
Bệnh viện quốc tế Phương Châu	CVC Capital	Mỹ	116
Bệnh viện đa khoa Xuyên Á	Warburg Pincus	Anh	Không tiết lộ
Bệnh viện Mắt Sài Gòn	KKR	Anh	Không tiết lộ
Bệnh viện quốc tế Mỹ	Raffles Medical	Singapore	46
Bệnh viện đa khoa Quảng Nam	Tâm Trí Healthcare	Việt Nam	Không tiết lộ
Bệnh viện Vạn Phúc Tân Quý Sài Gòn	Tâm Trí Healthcare	Việt Nam	Không tiết lộ

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Thống kê trong những năm gần đây cho thấy người Việt Nam chi khoảng 2 tỷ USD mỗi năm để ra nước ngoài khám chữa bệnh.

Hiện nay, Việt Nam có dân số hơn 100 triệu người và nằm trong top 10 quốc gia có tốc độ già hóa nhanh nhất thế giới. Ngoài ra, Việt Nam cũng là một trong những quốc gia có tầng lớp trung lưu phát triển nhanh nhất, tăng từ 13% trong giai đoạn 2022-2023 lên dự kiến 26% vào năm 2026. Với những đặc điểm này, Bộ Y tế dự báo chi phí khám chữa bệnh của người Việt Nam ở nước ngoài sẽ tăng lên khoảng 3-4 tỷ USD trong những năm tới.

Các khoản đầu tư từ quỹ y tế và tập đoàn nước ngoài sẽ góp phần phát triển hệ thống y tế trong nước. Các cơ sở y tế tư nhân trong nước sẽ hưởng lợi từ năng lực tài chính mạnh, công nghệ tiên tiến và kinh nghiệm sâu rộng của các cổ đông lớn này. Điều này phù hợp với kế hoạch của Bộ Y tế nhằm xây dựng dịch vụ y tế chất lượng cao cho người nước ngoài và bệnh nhân trong nước có thu nhập cao, hướng tới mục tiêu đưa Việt Nam trở thành trung tâm y tế của ASEAN và thu hút lại dòng tiền chi tiêu y tế của người Việt ra nước ngoài.

Vì chi phí được phẩm thường chiếm khoảng 27,2% tổng chi tiêu y tế, nên việc thu hút lại chi tiêu y tế từ nước ngoài sẽ có tác động tích cực đến ngành dược phẩm, với tiềm năng tăng trưởng từ 500 triệu USD đến 1 tỷ USD.

Báo cáo KQ HĐKD

Tỷ đồng	2020A	2021A	2022A	2023A	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	1369	1267	1644	1994	2205	2621	3005
Chi phí hàng bán	822	779	946	1184	1350	1622	1865
LN gộp	547	488	697	811	856	999	1140
Chi phí QLDN	71	73	132	120	128	151	172
Chi phí bán hàng	213	181	269	310	312	385	439
LN hoạt động	263	234	297	381	415	463	529
EBITDA	316	294	357	464	521	572	642
Khấu hao	53	60	60	83	106	109	113
EBITDA	263	234	297	381	415	463	529
Doanh thu tài chính	10	18	24	25	13	15	16
Chi phí tài chính	20	18	29	31	25	27	29
Doanh thu khác	3	4	1	3	1	1	1
LN trước thuế	255	239	291	377	404	451	516
Thuê	46	50	68	78	83	90	103
LN ròng	210	189	224	300	321	361	413
LN ròng sau điều chỉnh	210	189	224	300	321	361	413

Bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	2020A	2021A	2022A	2023A	2024	2025	2026
Tiền và tương đương tiền	85	271	179	106	162	272	513
Đầu tư ngắn hạn	64	112	211	93	142	142	142
Phải thu	398	295	271	297	384	406	492
Hàng tồn kho	424	492	436	699	705	967	954
Tài sản ngắn hạn khác	11	5	7	12	17	23	24
Tổng tài sản ngắn hạn	982	1176	1104	1207	1410	1809	2124
Tài sản cố định	503	510	489	936	859	853	806
Các khoản đầu tư cố định	574	570	652	119	111	111	111
Tài sản dài hạn khác	37	38	33	131	126	76	68
Tổng tài sản ngắn hạn	2096	2295	2277	2393	2505	2850	3109
Nợ ngắn hạn	131	172	95	49	86	66	46
Phải trả	202	220	269	224	195	299	282
Nợ ngắn hạn khác	14	17	18	35	40	40	40
Tổng nợ ngắn hạn	347	409	382	308	322	406	368
Tổng nợ dài hạn	0	92	0	0	0	0	0
Nợ khác	19	0	0	0	0	0	0
Vốn cổ phần	1525	1597	1630	1644	1862	1888	1916
LN giữ lại	205	197	265	440	321	556	825

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Tỷ đồng	<u>2020A</u>	<u>2021A</u>	<u>2022A</u>	<u>2023A</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>	<u>2026</u>
LN trước thuế	255	239	291	377	404	451	516
Khấu hao	53	60	60	83	106	109	113
Thuế	-41	-45	-60	-84	-71	-98	-103
Điều chỉnh khác	0	-23	-8	-19	-4	1	-11
Thay đổi vốn lưu động	-235	-41	35	-481	-292	-290	-201
Tiền từ hoạt động kinh doanh	73	235	379	-40	214	271	417
Capex	-90	-53	-99	-64	-95	-67	-67
Thu từ thanh lý tài sản	5	9	1	3	5	0	0
Khác	-52	-39	-101	140	-35	26	26
Thay đổi tài sản cố định khác	0	0	0	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-136	-83	-199	79	-125	-41	-41
Phát hành cổ phiếu	30	0	0	0	0	0	0
Mua lại cổ phiếu	0	0	0	0	0	0	0
Nợ vay ròng	93	135	-172	-46	37	-20	-20
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức	-49	-100	-100	-67	-70	-100	-116
Tiền từ hoạt động tài chính	74	34	-272	-112	-33	-120	-136
Tiền đầu kì	75	85	271	179	106	162	272
Tiền trong kì	10	186	-92	-73	56	110	241
Tiền cuối kì	85	272	179	106	162	272	513

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2020A	2021A	2022A	2023A	2024	2025	2026
EPS (đồng)	1.362	1.228	1.451	1.945	2.083	2.343	2.681
P/E	35,3	39,1	33,1	24,7	23,0	20,5	17,9
PEG 1 năm	1,2	(4,0)	1,8	0,7	3,2	1,6	1,2
EV/EBIT	6,8	7,3	6,1	5,3	5,2	4,9	4,4
EV/EBITDA	5,7	5,9	5,1	4,4	4,1	4,0	3,6
Giá/doanh thu	5,4	5,8	4,5	3,7	3,4	2,8	2,5
Giá/GTSS	4,3	4,1	3,9	3,5	3,4	3,0	2,7
Cổ tức	0,7%	1,4%	1,4%	0,9%	0,9%	1,7%	1,7%
Tỷ lệ chi trả	23,6%	52,9%	44,7%	22%	21,8%	34,1%	29,8%

Chỉ số phát triển

Doanh thu thuần	-2,4%	-7,5%	29,8%	21,3%	10,6%	18,9%	14,6%
LN gộp	3,6%	-10,8%	42,9%	16,2%	5,6%	16,8%	14,0%
LN ròng	29,1%	-9,8%	18,2%	34,0%	7,1%	12,5%	14,4%
EPS	29,1%	-9,8%	18,2%	34,0%	7,1%	12,5%	14,4%

Chỉ số sinh lời

Biên gộp	39,9%	38,5%	42,4%	40,6%	38,8%	38,1%	37,9%
Biên EBITDA	22,9%	24,1%	21,6%	23,4%	23,3%	21,5%	21,0%
Biên hoạt động	19,0%	19,3%	18,0%	19,2%	18,5%	17,4%	17,3%
Biên LN ròng	15,3%	14,9%	13,6%	15,0%	14,6%	13,8%	13,7%
ROAA	10,6%	8,6%	9,8%	12,8%	13,1%	13,5%	13,9%
ROAE	12,7%	10,7%	12,1%	15,1%	15,0%	15,6%	15,9%

Chỉ số đòn bẩy

Tỷ lệ bao phủ lãi vay (EBIT/Lãi vay)	48,2	44,5	77,8	63,5	109,4	108,7	168,2
EBITDA / (Lãi vay + Cap Ex)	3,3	5,2	3,4	6,7	5,2	8,0	9,1
Nợ vay / Vốn	7,0%	12,8%	4,8%	2,3%	3,8%	2,6%	1,7%
Nợ vay / VCSH	7,6%	14,7%	5,0%	2,4%	3,9%	2,7%	1,7%
Nợ vay ròng / VCSH	2,6%	-0,4%	-4,4%	-2,7%	-3,5%	-8,4%	-17,0%

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Vòng quay khoản phải thu	18,0	14,2	21,0	27,0	20,5	21,2	21,8
Số ngày phải thu	20,3	25,7	17,4	13,5	17,8	17,2	16,7
Vòng quay khoản phải trả	10,9	10,2	10,6	15,1	18,3	15,1	15,1
Số ngày phải trả	33,4	35,7	34,4	24,1	20,0	24,2	24,2
Vòng quay hàng tồn kho	2,1	1,7	2,0	2,1	1,9	1,9	1,9
Số ngày hàng tồn kho	171,9	214,8	178,9	175,1	189,9	188,2	188,0

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự phóng và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Phương Diêu – Chuyên viên phân tích

Email: dienu.nguyenphuong@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>