

CÔNG TY CỔ PHẦN DƯỢC PHẨM IMEXPHARM (HSX: IMP)
Nguyễn Thị Thúy Vân

Chuyên viên phân tích

 Email: vannnt3@fpts.com.vn

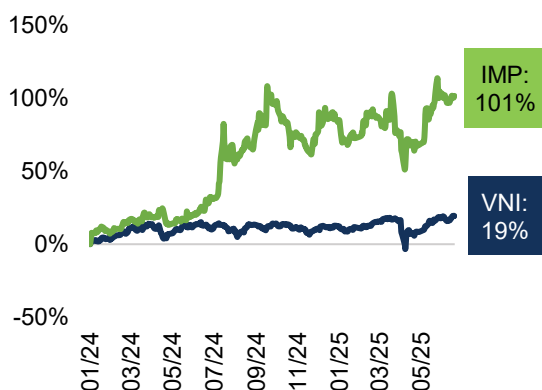
Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 7561

Giá thị trường:
51.100
Khuyến nghị
Giá mục tiêu:
48.300
THEO DÕI
Chênh lệch:
-5,5%

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân, CFA

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu IMP và VNINDEX

Thông tin giao dịch 23/06/2025

Giá hiện tại (đồng/cp)	51.100
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	53.200
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	30.313
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	154,04
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	154,01
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	63.166
% sở hữu nước ngoài	50,00%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.540,4
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.793
P/E trailing 12 tháng (lần)	23,37x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.165

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Dược phẩm Imexpharm
Địa chỉ	Số 04, Đường 30/4, P.1, Tp. Cao Lãnh, Tỉnh Đồng Tháp
HĐKD chính	Sản xuất thuốc, hóa dược và dược liệu
Lợi thế cạnh tranh	Dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh
Rủi ro chính	Dự án IMP5 bị chậm tiến độ do ảnh hưởng của việc sát nhập tỉnh

DẪN ĐẦU CHẤT LƯỢNG

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu IMP với giá mục tiêu cập nhật là **48.300 đồng/cp** (dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền, thấp hơn 5,5% so với mức giá đóng cửa ngày 23/06/2025). Nhà đầu tư có thể theo dõi bán cổ phiếu IMP ở mức giá 51.700 (tương đương với mức chênh lệch 7%).

➤ LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Kênh ETC (chiếm 55% tổng doanh thu năm 2024) tích cực nhờ động lực chính từ thuốc kháng sinh với nhu cầu tiêu thụ cao và môi trường chính sách thuận lợi**, thể hiện qua doanh thu ước tăng +17% YoY trong năm 2025 và ~15,9%/năm tới 2029. ([Chi tiết](#))
- **Kênh OTC (chiếm 43% tổng doanh thu năm 2024) có triển vọng cải thiện nhờ kế hoạch mở rộng thị trường miền Bắc và nhu cầu hồi phục**. Doanh thu kênh OTC của IMP ước đạt 1.236 tỷ đồng (+15% YoY) và tăng trưởng với CAGR = 10,5%/năm giai đoạn 2025F-2029F. Trong đó, doanh thu từ thị trường miền Bắc ước tăng +20,5%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ mở rộng đội ngũ bán hàng giúp phát triển hệ thống phân phối ([Chi tiết](#)).

➤ YẾU TỐ THEO DÕI

- **Kế hoạch xây dựng nhà máy IMP5 – Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh** kỳ vọng giúp IMP tăng trưởng trong dài hạn nhờ (1) mở rộng danh mục thuốc (tim mạch, tiểu đường,...), (2) cạnh tranh thấp trong nhóm thuốc đặc trị, và (3) chính sách ưu tiên đối với các sản phẩm mới. ([Chi tiết](#))
- **Livzon Pharmaceutical Group (Trung Quốc) mua lại 64,81% cổ phần tại Imexpharm**. ([Chi tiết](#))

➤ KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2025

Doanh thu thuần đạt 594 tỷ đồng (+21% YoY) nhờ hai kênh phân phối chính đều tích cực:

- Doanh thu kênh ETC đạt 345 tỷ đồng (+26,5% YoY) trong Q1/2025. Kết quả này đến từ (1) mở rộng hoạt động phân phối qua các đối tác và (2) lợi thế tại dòng thuốc kháng sinh dạng tiêm chất lượng cao. ([Chi tiết](#))
- Doanh thu kênh OTC tăng trưởng tích cực +24,5% YoY trong Q1/2025 nhờ (1) nhu cầu phục hồi ở kênh bán lẻ và (2) doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc mở rộng. ([Chi tiết](#))

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA IMP TRONG NĂM 2024 VÀ Q1/2025

Doanh thu thuần của IMP đạt 2.205 tỷ đồng (+10,6% YoY) trong năm 2024, đến từ sự tăng trưởng mạnh mẽ của kênh ETC (+55,9% YoY) nhờ mở rộng doanh thu qua kênh ETC-đối tác và lợi thế ở dòng thuốc kháng sinh dạng tiêm, và doanh thu kênh OTC ghi nhận đi ngang ở mức -0,7% YoY do nhu cầu tiêu thụ yếu.

Cho năm 2025, IMP đặt kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 6.649 tỷ đồng (+20,1% YoY) và 493 tỷ đồng (+22,1% YoY) dựa trên kế hoạch (1) mở rộng độ phủ kênh OTC, (2) tăng hiệu quả hoạt động đấu thầu tại kênh ETC, và (3) ra mắt các sản phẩm thuốc kháng sinh và thuốc ho mới. Chúng tôi đánh giá IMP có thể đạt được mức doanh thu kế hoạch, tuy nhiên chúng tôi dự phóng IMP đạt ~85% lợi nhuận trước thuế do chi phí bán hàng đến từ việc mở rộng kênh OTC kỳ vọng tăng. ([Chi tiết](#))

Trong Q1/2025, doanh thu thuần đạt 594 tỷ đồng (+21% YoY và 22,4% KH2025) nhờ kết quả kinh doanh tích cực tại hai kênh phân phối chính OTC (+24,5% YoY) và ETC (+26,5% YoY). Cụ thể như sau:

Khoản mục (Tỷ đồng)	2024	%YoY	1Q2025	%YoY	%KH25
Tổng doanh thu	2.513	18,9%	671	23,3%	22,5%
Kênh OTC	1.075	-0,7%	326	24,5%	26,1%
Kênh ETC	1.378	55,9%	345	26,5%	21,1%
Các khoản giảm trừ doanh thu	308	156,7%	77	44,4%	
Doanh thu thuần	2.205	10,6%	594	21,0%	22,4%
Giá vốn hàng bán	1.350	14,0%	360	15,6%	
Lợi nhuận gộp	856	5,5%	234	29,5%	
- Tỷ suất LNG	38,8%	-1,9 đpt	39,5%	+2,6 đpt	
Chi phí bán hàng	312	0,6%	98	41,4%	
- CPBH/DTT	14,1%	-1,4 đpt	16,4%	+2,4 đpt	
Chi phí QLDN	128	6,7%	37	27,6%	
- CP QLDN/DTT	5,8%	-0,2 đpt	6,2%	+0,3 đpt	
Lợi nhuận trước thuế	404	7,2%	95	22,5%	19,3%
- Tỷ suất LNTT	18,3%	-0,6 đpt	16,0%	+0,2 đpt	
Lợi nhuận sau thuế	321	7,0%	74	20,3%	

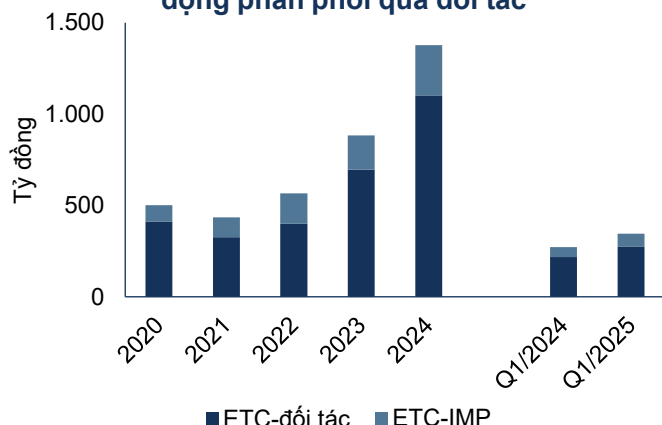
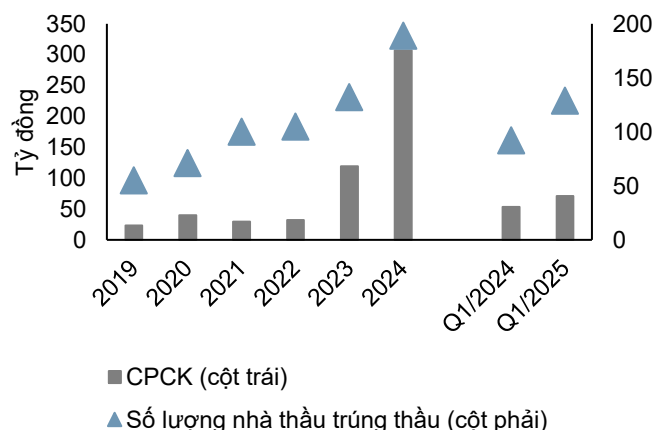
Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

1. Kênh ETC: Mở rộng nhờ kênh ETC-đối tác và lợi thế tại dòng thuốc kháng sinh ([Quay lại trang bìa](#))

Doanh thu kênh ETC của IMP đạt 1.378 tỷ đồng (+55,9% YoY) trong năm 2024 và 345 tỷ đồng (+26,5% YoY) trong Q1/2025. Kết quả này đến từ:

Kênh phân phối ETC-đối tác dẫn dắt tăng trưởng tại kênh ETC nhờ mở rộng kết nối với các nhà thầu. Cụ thể, doanh thu ETC-đối tác ước đạt lần lượt 1.102 tỷ đồng (+58,4% YoY) trong năm 2024 và 276 tỷ đồng (+26,5% YoY) trong Q1/2025. Theo đó, số lượng nhà thầu trúng thầu của IMP ước đạt 189 (+43,2% YoY) trong năm 2024 và 92 (+50,8% YoY) trong Q1/2025.

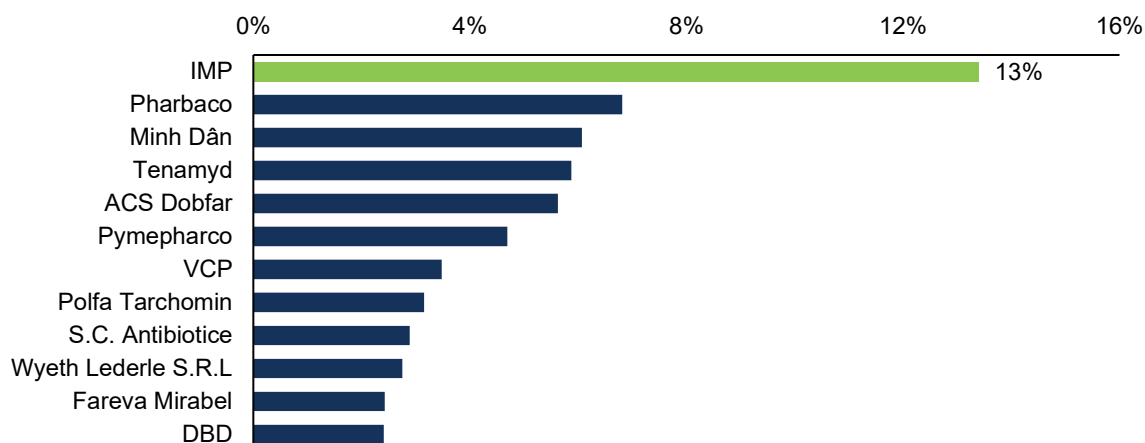
Chúng tôi đánh giá kênh ETC-đối tác có hiệu quả hoạt động tích cực nhờ (1) ước tính tiết kiệm khoảng ~4% chi phí đấu thầu so với chi phí chiết khấu (CPCK) cho các nhà phân phối hiện tại (đạt 307 tỷ đồng, +158% YoY trong năm 2024), (2) mở rộng độ bao phủ tại các bệnh viện (đạt 70% năm 2024), và (3) cải thiện dòng tiền nhờ thời hạn thanh toán ngắn hơn so với bệnh viện.

Doanh thu kênh ETC mở rộng nhờ hoạt động phân phối qua đối tác

Số lượng nhà thầu trúng thầu và CPCK tăng đáng kể


Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp và ước tính

Doanh thu thuốc kháng sinh tại kênh ETC của IMP ước đạt lần lượt 1.249 tỷ đồng (+92,5% YoY) trong năm 2024 và 262 tỷ đồng (+35,4% YoY) trong Q1/2025 nhờ (1) khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao (thuộc thể hệ mới¹ và dạng bào chế tiêm) với giá thấp hơn trung bình khoảng 25% so với thuốc nhập khẩu ([Xem thêm](#)) và (2) nhu cầu tiêu thụ thuốc kháng sinh cao tại các bệnh viện². Điều này giúp IMP dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh tại kênh ETC ở 13% trong năm 2024.

Thuốc kháng sinh dạng tiêm đạt EU-GMP của IMP là động lực tăng trưởng chính trong năm 2024 và Q1/2025 nhờ (1) môi trường cạnh tranh thấp do IMP là doanh nghiệp nội địa duy nhất sở hữu các dây chuyền sản xuất thuốc kháng sinh tiêm đạt tiêu chuẩn EU-GMP, *tính đến 24/04/2025 theo dữ liệu từ Cục Quản Lý Dược*; và (2) giá bán cao hơn so với các dạng bào chế khác ([Xem thêm](#)), và ước đóng góp 66,7% giá trị thuốc kháng sinh trúng thầu tại kênh ETC của IMP trong năm 2024.

IMP dẫn đầu thị phần thuốc kháng sinh trúng thầu trong năm 2024


Nguồn: Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, FPTs tổng hợp và ước tính

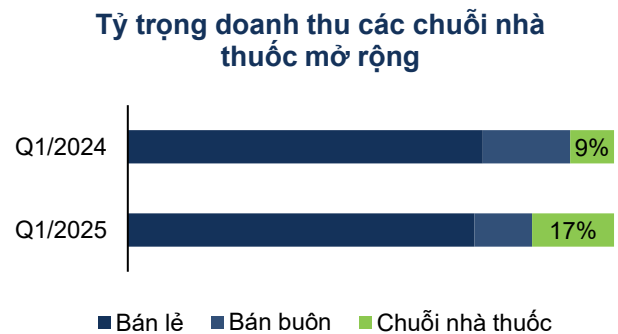
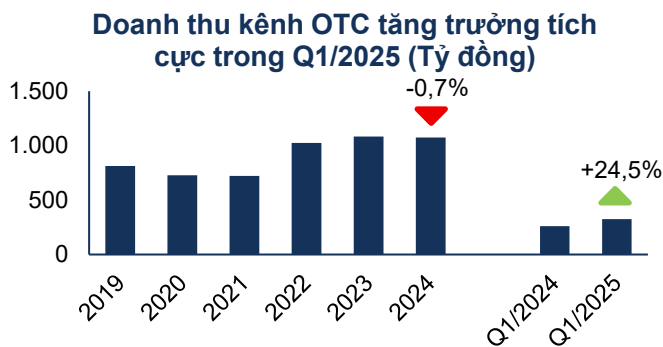
¹ Thuộc thể hệ 2,3 (theo IMP), có phổ tác dụng rộng, khả năng kháng khuẩn mạnh hơn và ít bị vi khuẩn kháng thuốc (vi khuẩn gram âm) so với các thể hệ trước. Theo đó, danh mục thuốc kháng sinh thể hệ mới chiếm 84% về số lượng danh mục thuốc kháng sinh Betalactam của IMP ([Xem thêm](#)).

² Giá trị tiêu thụ lớn thứ hai tại kênh ETC chỉ sau thuốc ung thư, với tỷ trọng ước chiếm 17% về giá trị trúng thầu. (Nguồn: Cục Quản Lý Dược (2023), FPTs ước tính)

2. Kênh OTC: Doanh thu từ chuỗi nhà thuốc tăng và nhu cầu hồi phục ở kênh bán lẻ ([Quay lại trang bìa](#))

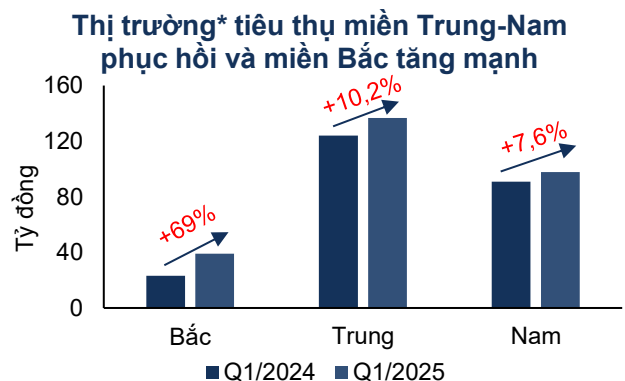
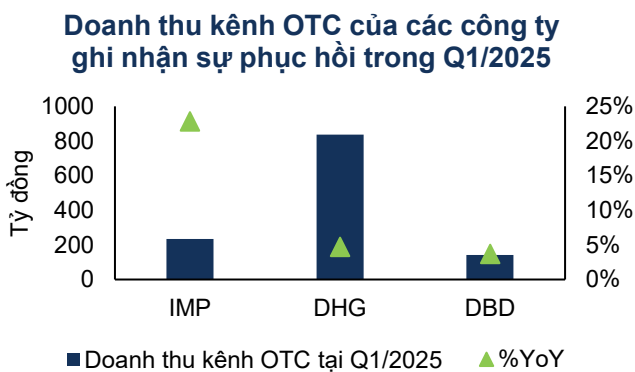
Tại kênh OTC, IMP hiện phân phối thuốc qua ba hình thức chính bao gồm: (1) Bán lẻ: ~72% doanh thu OTC trong Q1/2025, từ 17,500 cửa hàng thuốc tư nhân truyền thống; (2) Bán buôn: ~12% doanh thu OTC trong Q1/2025; và (3) Chuỗi nhà thuốc: ~17% doanh thu OTC trong Q1/2025 (+8% đpt YoY), gồm Long Châu, Pharmacy, An Khang và Trung Sơn ([Xem thêm](#)).

Doanh thu kênh OTC của IMP đi ngang ở mức -0,7% YoY, đạt 1.075 tỷ đồng trong năm 2024 do nhu cầu tiêu thụ yếu. Trong Q1/2025, doanh thu kênh OTC đạt 326 tỷ đồng (+24,5% YoY) đến từ (1) nhu cầu ở kênh bán lẻ nhìn chung hồi phục, và (2) doanh thu từ các chuỗi nhà thuốc tăng trưởng tích cực, đạt 55,4 tỷ đồng (+135% YoY) nhờ xu hướng người tiêu dùng ưu tiên mua thuốc tại các chuỗi nhà thuốc hiện đại. Theo đó, doanh thu kênh OTC của một số doanh nghiệp ghi nhận sự cải thiện (DHG và DBD ước lần lượt +4,7% YoY và +3,7% YoY trong Q1/2025).



Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp và ước tính

Doanh thu kênh bán lẻ của IMP ghi nhận tăng trưởng tích cực đạt 234,7 tỷ đồng (+22,8% YoY) nhờ (1) phục hồi về nhu cầu ở thị trường miền Trung (+10,2%) và miền Nam (+7,6% YoY) và (2) mở rộng thị trường mới ở miền Bắc (+69% YoY). Điều này thể hiện kết quả tích cực của kế hoạch thâm nhập thị trường miền Bắc của IMP trong Q1/2025 nhờ (1) thay đổi chiến lược bán hàng³ và (2) tăng cường các hoạt động quảng bá và khuyến mãi. Theo đó, chi phí bán hàng đạt 98 tỷ đồng (+41,4% YoY), chiếm 16,4% doanh thu thuần (+2,3 đpt YoY) trong Q1/2025.



(*) Do sự phân chia khu vực theo đặc thù kinh doanh của IMP, thị trường (1) **miền Trung** bao gồm miền Trung + Đông Nam Bộ (gồm TP. Hồ Chí Minh), và (2) **miền Nam** chủ yếu gồm vùng Tây Nam Bộ.

Nguồn: IMP, FPTs tổng hợp và ước tính

Trong khi đó, doanh thu kênh bán buôn đạt 39,1 tỷ đồng (-17% YoY) trong Q1/2025 do xu hướng mở rộng của chuỗi nhà thuốc làm tăng mức độ cạnh tranh, đồng thời lượng hàng tồn kho từ Q4/2024 vẫn còn ở mức cao nên nhu cầu nhập hàng mới thấp, *theo chia sẻ từ IMP*.

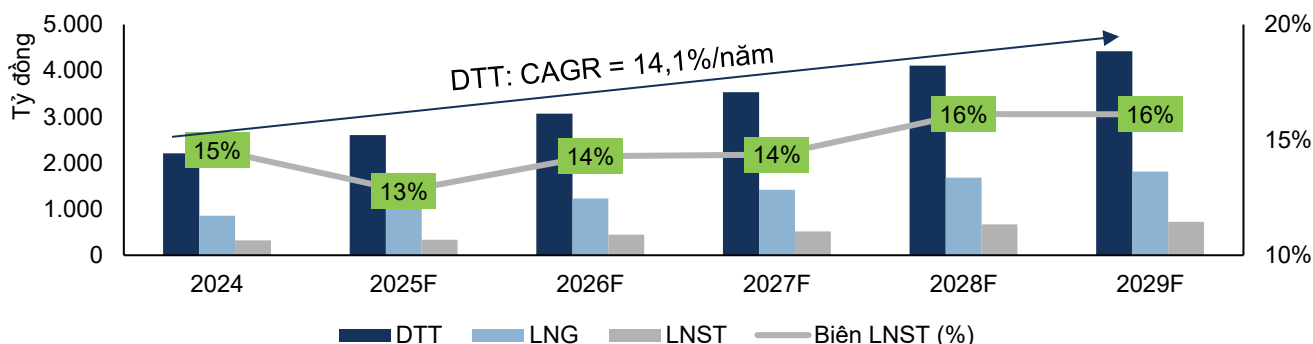
³ Tập trung vào phân khúc bán lẻ thông qua các nhà thuốc tư nhân truyền thống, thay vì chỉ phân phối cho các nhà bán buôn như ở giai đoạn trước tại miền Bắc.

II. TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA IMP [\(Quay lại\)](#)

Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế (LNTT) của IMP ước tính lần lượt đạt 2.604 tỷ đồng (+18,1% YoY) và 421 tỷ đồng (+4,3% YoY) trong năm 2025. Mức dự phóng này tương ứng hoàn thành 98% KH về doanh thu thuần và 85% KH về LNTT. Chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng về lợi nhuận trước thuế với giả định chi phí bán hàng/Doanh thu thuần ở mức cao do hoạt động mở rộng kênh OTC ở miền Bắc trong năm 2025.

Giai đoạn 2025F-2029F, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của IMP kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 14,1%/năm và 20,9%/năm nhờ triển vọng tích cực tại cả hai kênh ETC và OTC.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận của IMP (2025F-2029F)



Nguồn: FPTS tổng hợp và dự phóng

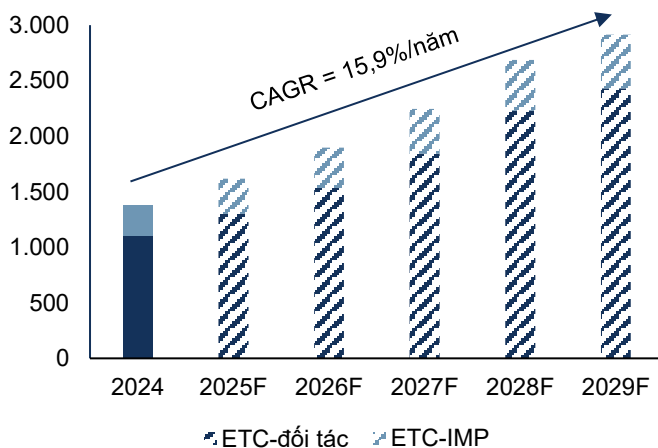
Chỉ tiêu	2025	2025F-2029F	Giả định
Doanh thu thuần	+18,1%	+14,1%/năm	
Kênh ETC	+17%	+15,9%/năm	Doanh thu dự phóng đạt 1.618 tỷ đồng (+17% YoY) trong năm 2025 và tăng trưởng với tốc độ trung bình đạt 15,9% trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ (1) triển vọng tích cực ở dòng thuốc kháng sinh với (i) nhu cầu tiêu thụ tăng và (ii) khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao thế hệ mới và dạng bào chế tiêm; cộng thêm (2) môi trường chính sách thuận lợi.
Kênh OTC	+15%	+10,5%/năm	Doanh thu ước tính đạt 1.236 tỷ đồng (+15% YoY) trong năm 2025 và tăng trưởng với CAGR = 10,5% trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ nhu cầu tiêu thụ phục hồi và kế hoạch mở rộng doanh thu tại thị trường miền Bắc.
Biên lợi nhuận gộp	39%	39%-41%	Biên lợi nhuận gộp của IMP kỳ vọng duy trì ở mức 39% trong năm 2025 và cải thiện lên 41% trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ tập trung vào dòng thuốc kháng sinh tiêm có biên lợi nhuận cao.
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	15,5%	15%-14%	Giai đoạn 2025F-2027F, chúng tôi giả định chi phí bán hàng/doanh thu duy trì ở mức cao 15,0%-15,5% do mở rộng hệ thống phân phối tại kênh OTC; và giảm nhẹ xuống 14% khi hệ thống bán hàng đã đi vào ổn định.
Lợi nhuận sau thuế	+5,1%	+21%/năm	Chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2025 đạt 337 tỷ đồng (+5,1% YoY), dựa trên giả định thuế TNDN là 20%. Giai đoạn 2025F-2029F, chúng tôi giữ nguyên giả định này.

1. Kênh ETC: Triển vọng khả quan nhờ nhu cầu thuốc kháng sinh cao và chính sách thuận lợi ([Quay lại](#))

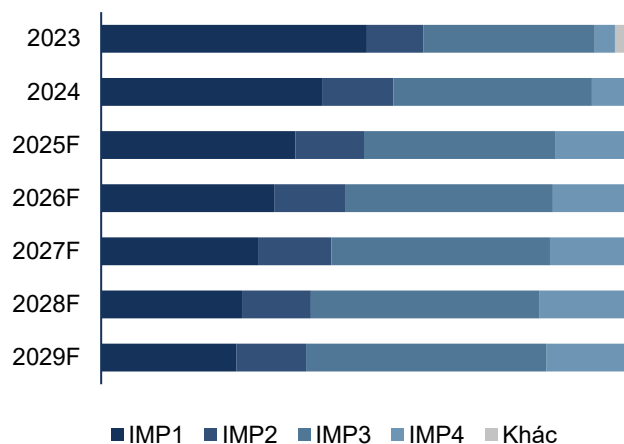
Doanh thu kênh ETC của IMP ước đạt 1.618 tỷ đồng (+17% YoY) trong năm 2025, và tăng trưởng trung bình 15,9%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ triển vọng tích cực ở dòng thuốc kháng sinh và chính sách ưu tiên thuốc nội địa chất lượng cao.

Triển vọng tích cực ở dòng thuốc kháng sinh tại kênh ETC trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ ước tăng với tốc độ trung bình 9,2%/năm (theo IQVIA, IMP), và (2) khả năng sản xuất thuốc chất lượng cao (nhóm 1-2) thế hệ mới và dạng bào chế phức tạp có hàm lượng công nghệ cao. Tương ứng, tỷ trọng đóng góp doanh thu tại các nhà máy IMP 2-3-4 (sản xuất thuốc kháng sinh tiêu chuẩn EU-GMP, nhóm 1-2) sẽ tăng từ 58% trong năm 2024 lên 75% trong năm 2029F.

Dự phóng doanh thu kênh ETC của IMP (Tỷ đồng)



Dự phóng tỷ trọng đóng góp doanh thu các nhà máy của IMP



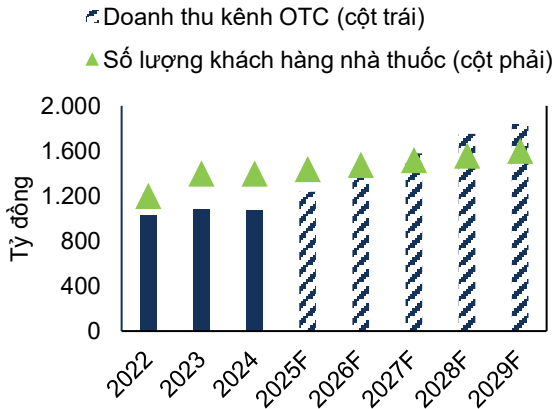
Nguồn: FPTTS dự phóng

Môi trường chính sách thuận lợi giúp IMP mở rộng doanh thu thuốc chất lượng cao thông qua các quy định ưu tiên thuốc nội địa sản xuất dưới tiêu chuẩn EU-GMP hoặc tương đương tại [Luật số 22/2023/QH15](#) (tại Điều 10, và Khoản 1 Điều 56), [Thông tư 03/2024/TT-BYT](#). Chúng tôi nhận định IMP sẽ hưởng lợi đáng kể từ các chính sách ưu tiên này nhờ sở hữu khả năng sản xuất thuốc kháng sinh nhóm 1-2 với 12 dây chuyền đạt EU-GMP tại các nhà máy IMP 2-3-4. Ngoài ra, [Luật số 44/2024/QH15](#) (Khoản 10 Điều 1) đã sửa đổi một số quy định nhằm đơn giản hóa thủ tục đăng ký và gia hạn số thuốc, giúp các doanh nghiệp được phẩm tiết kiệm thời gian và chi phí trong việc đưa sản phẩm ra thị trường. Điều này có thể làm gia tăng áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài ở nhóm thuốc 1-2, tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng IMP sẽ duy trì lợi thế về giá so với thuốc nhập khẩu (thấp hơn ~25%).

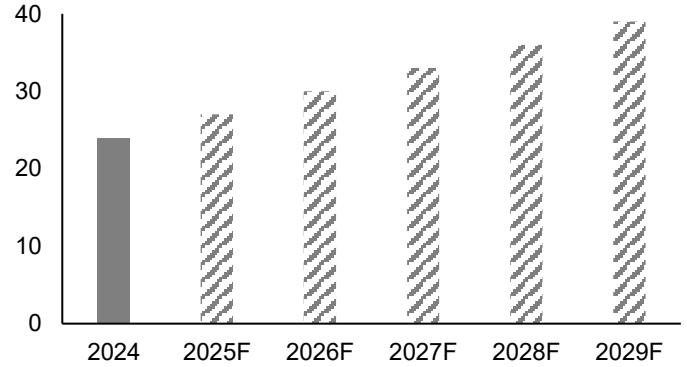
2. Kênh OTC: Triển vọng tích cực đến từ nhu cầu phục hồi và mở rộng thị trường miền Bắc [\(Quay lại\)](#)

Doanh thu kênh OTC của IMP dự báo đạt 1.236 tỷ đồng (+15% YoY) trong năm 2025, trước khi tăng trưởng với CAGR = 10,5%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F, nhờ (1) kế hoạch mở rộng doanh thu tại thị trường miền Bắc và (2) nhu cầu tiêu thụ thuốc tại kênh OTC ước tăng 6,1%/năm (theo BMI).

Dự phóng doanh thu kênh OTC của IMP



Số lượng trình dược viên miền Bắc tăng giúp mở rộng hệ thống bán hàng của IMP



Nguồn: FPTIS tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tại thị trường miền Bắc sẽ mở rộng tích cực với CAGR = +20,5%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F nhờ mở rộng đội ngũ bán hàng (trình dược viên) giúp phát triển hệ thống phân phối qua các nhà thuốc tư nhân truyền thống. Tại Q1/2025, số lượng trình dược viên của IMP tại miền Bắc là 24 và dự phóng đạt 39 trong năm 2029F, tương ứng với CAGR=9,6%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F.

Sự mở rộng của đội ngũ bán hàng ở miền Bắc giúp tăng độ phủ tại các nhà thuốc tư nhân truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng số lượng nhà thuốc khách hàng của IMP đạt 20.000 trong năm 2029 trên toàn quốc, tương ứng với CAGR=3%/năm trong giai đoạn 2025F-2029F, chủ yếu đến từ việc tăng kết nối với các nhà thuốc tư nhân tại miền Bắc. Ngược lại, dư địa mở rộng độ phủ nhà thuốc tại miền Nam và miền Trung tương đối hạn chế do mức độ cạnh tranh cao, theo chia sẻ từ IMP.

III. YẾU TỐ THEO DÕI

1. Kế hoạch xây dựng nhà máy IMP5 – Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh [\(Quay lại\)](#)

Do hạn chế về thông tin, chúng tôi hiện chưa đưa triển vọng về nhà máy IMP5 vào mô hình định giá.

Về tiến độ, IMP hiện đã hoàn thành việc nhận bàn giao đất của tỉnh Đồng Tháp vào tháng 03/2025 và đã thông qua việc triển khai xây dựng Nhà máy Dược Phẩm Cát Khánh (IMP5) tại tỉnh Đồng Tháp vào tháng 05/2025. Các sản phẩm sản xuất tại nhà máy IMP5 dự kiến là thuốc ngoài kháng sinh (tim mạch, tiêu đường, tiêu hóa,...), giúp IMP mở rộng danh mục sản phẩm, thay vì chỉ tập trung vào dòng thuốc kháng sinh như hiện tại.

Trong giai đoạn tới, IMP kỳ vọng sẽ hoàn tất thủ tục pháp lý cho dự án trong tháng 09/2025. Theo chia sẻ từ IMP, việc xin giấy phép cho dự án có thể bị chậm tiến độ do ảnh hưởng của việc sát nhập các tỉnh. Thông tin chi tiết về dự án như sau:

Bảng: Thông tin chi tiết về Dự án Tổ hợp Nhà máy Dược phẩm Cát Khánh (IMP5)

Hạng mục	Chi tiết
Công suất thiết kế dự kiến	1,4 tỷ đvsp (~83% công suất hiện tại)
Tiêu chuẩn nhà máy	EU-GMP
Dòng thuốc dự kiến	Thuốc ngoài kháng sinh (tim mạch, tiểu đường, tiêu hóa,...)

Địa điểm xây dựng	Cụm công nghiệp Quảng Khánh (giai đoạn 1), tỉnh Đồng Tháp
Tổng mức đầu tư	1.495 tỷ đồng
Nguồn vốn đầu tư dự kiến	- Vốn chủ sở hữu 20%: 300 tỷ đồng - Vốn vay 80%: 1.195 tỷ đồng
Tiến độ triển khai dự án dự kiến	- Khởi công xây dựng: Q4/2025 - Hoàn thành xây dựng: Cuối năm 2028 - Đưa vào vận hành 2028-2030

Nguồn: [Nghị quyết số 05/2025/NQ-HĐQT-IMP](#), FPTS tổng hợp

Chúng tôi đánh giá kế hoạch này sẽ giúp IMP tăng trưởng tích cực trong dài hạn nhờ (1) mở rộng danh mục thuốc để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ thuốc đặc trị (tim mạch, tiểu đường,...) cao, (2) cạnh tranh ở mức thấp do số lượng doanh nghiệp sản xuất thuốc đặc trị nội địa còn hạn chế, và (3) chính sách ưu tiên thủ tục hành chính đối với các sản phẩm mới (theo Điều 4 tại [Luật số 44/2024/QH15](#)).

2. Thông tin M&A: Livzon Pharmaceutical Group (Trung Quốc) mua lại 64,81% cổ phần tại IMP [\(Quay lại\)](#)

Tại ngày 22/05/2025, Livzon Pharmaceutical Group⁴ (Trung Quốc) công bố thông tin về việc mua lại 64,81% cổ phần tại IMP thông qua Lian SGP Holding Pte. Ltd. – một công ty con thuộc 100% sở hữu gián tiếp của tập đoàn Livzon tại Singapore.

Lian SGP Holding Pte. Ltd hiện đã ký kết thỏa thuận khung với SK Investment Vina III Pte. Ltd., Sunrise Kim Investment JSC và KBA Investment JSC về việc mua lại cổ phần của IMP.

Giá trị thương vụ ước đạt khoảng 5.731 tỷ đồng, tương ứng với mức giá trung bình 57.400 đồng/cổ phiếu và cao hơn 13,4% so với giá đóng cửa phiên cùng ngày. Theo đó, Lian SGP Holding Pte. Ltd. dự kiến sẽ mua lại cổ phần từ các cổ đông lớn của Imexpharm, gồm SK Investment, Sunrise, và KBA như sau:

Tên cổ đông	% cổ phần tại ngày 22/05/2025	Giá trị mua lại (tỷ VNĐ)
SK Investment Vina III Pte. Ltd.	47,69%	4.216
Sunrise Kim Investment JSC	9,75%	863
KBA Investment JSC	7,37%	652
Tổng	64,81%	5.731

Nguồn: Livzon, IMP, FPTS tổng hợp

Giá trị giao dịch được xác định dựa trên (1) vốn hóa bình quân của IMP trong 30 ngày giao dịch trên sàn HOSE (khoảng 269 triệu USD, tính đến 21/05/2025) và (2) phí bù quyền kiểm soát (control premium) dựa trên các thương vụ mua bán – sát nhập (M&A) trước đây của các công ty niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn 2011-2024⁵. Chúng tôi ước tính phí bù quyền kiểm soát (control premium) của giao dịch này là 22%, thấp hơn khoảng 16,4 đpt – 20 đpt so với các thương vụ trước đây.

⁴ Livzon Pharmaceutical Group (1993) có vốn điều lệ 911 triệu nhân dân tệ (~3.285 tỷ đồng, tính đến 31/03/2025). Công ty được niêm yết đồng thời trên hai sàn chứng khoán là Sàn Thâm Quyển (000513.SZ) và Sàn Hồng Kông (1513.HK). Livzon chuyên sản xuất các loại thuốc hóa dược (tiêu hóa, hormone, thần kinh,...), hoạt chất dược phẩm (APIs), và thuốc đông y,....

Xem thêm thông tin được công bố tại: [Discloseable Transaction Acquisition of Shareholdings in a Vietnamese Company](#)

⁵ Cụ thể, mức phí trung bình so với giá đóng cửa bình quân 1 tháng khoảng 42%, và so với giá trung bình gia quyền theo khối lượng giao dịch 1 tháng là khoảng 38,4%.

Trong dài hạn, thương vụ này sẽ giúp tập đoàn Livzon mở rộng thị trường quốc tế trong lĩnh vực dược. Bên cạnh đó, Livzon với thế mạnh trong việc sản xuất thuốc đặc trị (tim mạch, thần kinh, gan,...) kỳ vọng sẽ hỗ trợ IMP trong quá trình nghiên cứu và sản xuất các thuốc đặc trị tại nhà máy IMP5 trong thời gian tới.

Chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật diễn biến của giao dịch trên khi có thêm thông tin.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá IMP bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu IMP theo các phương pháp có mức bình quân là 48.300 VNĐ/cp, thấp hơn 5,5% so với mức giá đóng cửa ngày 23/06/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

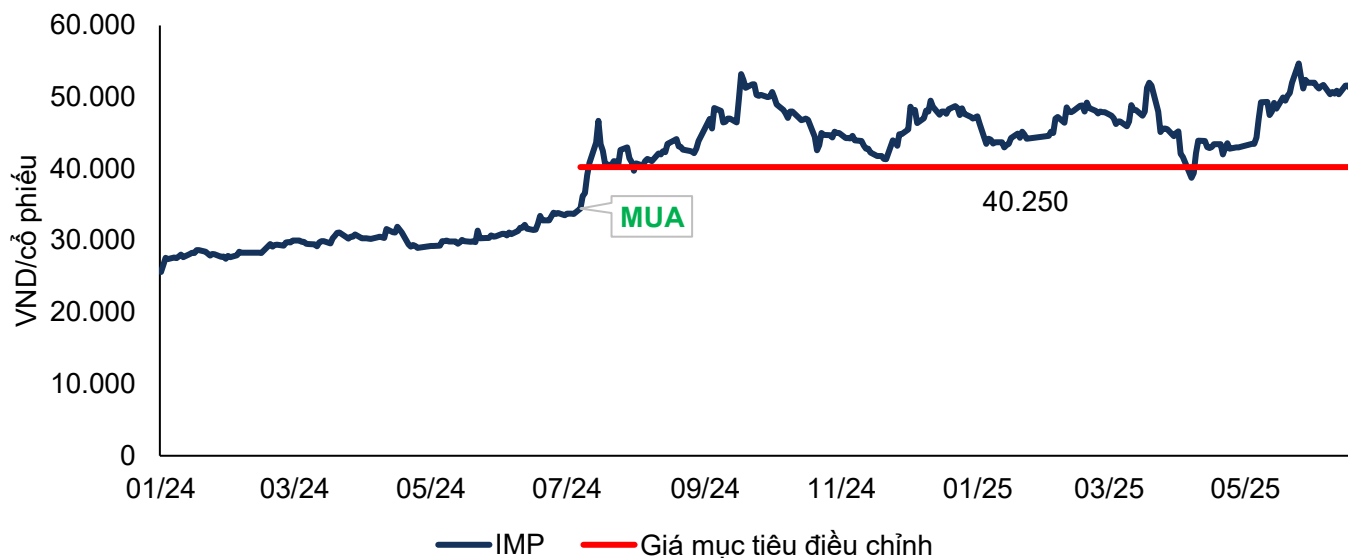
STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	48.279	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	48.326	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		48.300	

➤ Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	06/2025	Thay đổi so với T05/2025	Giả định mô hình	06/2025	Thay đổi so với T05/2025
WACC	9,01%	+0,1 đpt	Phần bù rủi ro	9,88%	-0,5 đpt
Chi phí sử dụng nợ	7,7%	+0,1 đpt	Hệ số Beta	0,6	-
Chi phí sử dụng vốn	9,08%	+0,1 đpt	Tăng trưởng dài hạn	2%	-
Lãi suất phi rủi ro	3,04%	+0,4 đpt	Thời gian dự phóng	5 năm	-

➤ Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		7.296.149
(+) Tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VNĐ)		303.983
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		86.122
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		7.436.989
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		154
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		48.279
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		7.444.211
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		48.326

V. LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ
Biểu đồ: Lịch sử các báo cáo khuyến nghị

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị điều chỉnh	Giá mục tiêu điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
MUA	07/2024	34.400	40.250	Báo cáo cập nhật định giá

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Tỷ đồng

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.994	2.205	2.604	3.070
Giá vốn hàng bán	(1.184)	(1.350)	(1.589)	(1.842)
Lợi nhuận gộp	811	856	1.016	1.228
Chi phí bán hàng	(310)	(312)	(404)	(461)
Chi phí quản lý DN	(120)	(128)	(161)	(190)
Lợi nhuận thuần HKDK	381	415	451	577
(Lỗ)/lãi HĐTC	(1)	(8)	(26)	(21)
Lợi nhuận khác	3	1	2	3
LNTT, lãi vay	383	408	427	559
Chi phí lãi vay	(6)	(3)	(6)	(4)
LNTT	377	404	421	555
Thuế TNDN	(78)	(83)	(89)	(117)
LNST CT Mẹ	300	321	333	439
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST CT Mẹ	300	321	333	439
EPS (đ)	4	2	2	2
EBITDA	464	515	607	741
Khấu hao, dự phòng	80	107	180	182
Tăng trưởng doanh thu	21%	11%	18%	18%
Tăng trưởng LN HKDK	29%	9%	9%	28%
Tăng trưởng EBIT	30%	6%	5%	31%

Chỉ số khả năng sinh lời	2023A	2024A	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41%	39%	39%	40%
Tỷ suất LNST	15%	15%	13%	14%
ROE DuPont	15%	15%	14%	16%
ROA DuPont	13%	13%	12%	14%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	19%	18%	16%	18%
LNTT / EBIT	98%	99%	99%	99%
LNST/LNTT	79%	79%	80%	80%
Vòng quay tổng tài sản	0,9	0,9	1,0	1,0
Đòn bẩy tài chính	1,2	1,1	1,2	1,2

Chỉ số hiệu quả vận hành	2023A	2024A	2025F	2026F
Thời gian luân chuyển tiền	151,0	189,6	173,3	171,7
Số ngày phải thu	51,9	56,3	56,6	54,7
Số ngày tồn kho	175,1	189,9	176,7	182,2
Số ngày phải trả	76,0	56,6	60,0	65,2
COGS / Hàng tồn kho	2,7	1,9	2,3	2,2

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2023A	2024A	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	3,9	4,4	4,4	5,2
CS thanh toán nhanh	1,6	2,2	2,5	3,0
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,9	1,5	1,9
Nợ / Tài sản	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ / Vốn CSH	0,1	0,1	0,2	0,2
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,1	0,1	0,2	0,2
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0
Khả năng TT lãi vay	63,5	116,8	76,3	144,6

Cân đối kế toán	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản				
Tiền, tương đương tiền	199	304	642	868
Các khoản phải thu	297	384	423	497
Hàng tồn kho	699	705	834	1.006
Tài sản ngắn hạn khác	12	17	16	20
Tổng tài sản ngắn hạn	1.207	1.410	1.915	2.390
Tài sản CDHH	936	859	698	534
<i>Nguyên giá</i>	<i>1.553</i>	<i>1.577</i>	<i>1.596</i>	<i>1.614</i>
<i>Khấu hao lũy kế</i>	<i>-617</i>	<i>-718</i>	<i>-898</i>	<i>-1.080</i>
Đầu tư tài chính dài hạn	71	67	67	67
Tài sản dài hạn khác	131	126	124	174
Xây dựng cơ bản dở dang	47	44	131	218
Tổng tài sản dài hạn	1.185	1.095	1.020	994
Tổng Tài sản	2.393	2.505	2.934	3.385
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Vay và nợ ngắn hạn	49	86	59	75
Các khoản phải trả	224	195	327	331
Quỹ khen thưởng	35	40	48	56
Nợ ngắn hạn	308	322	434	462
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ	308	322	434	462
Vốn góp chủ sở hữu	700	1.540	1.694	1.864
Thặng dư	507	187	187	187
LN chưa phân phối	440	321	468	704
Các khoản khác	437	135	151	167
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.085	2.183	2.500	2.922
Tổng cộng nguồn vốn	2.393	2.505	2.934	3.385

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024A	2025F	2026F
Tiền đầu năm	390	199	304	642
Lợi nhuận sau thuế	293	333	333	439
Khấu hao	83	106	180	182
Dự phòng	(2)	2	0	0
Thay đổi VLĐ và điều chỉnh	(413)	(224)	(42)	(304)
Tiền từ hoạt động KD	(40)	216	471	316
Thanh lý tài sản cố định	3	5	0	0
Chi mua sắm TSCĐ	(64)	(97)	(106)	(106)
Các HĐ đầu tư khác	140	(35)	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	79	(127)	(106)	(106)
Thay đổi nợ	(46)	37	(27)	15
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(67)	(70)	0	0
Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	(112)	(33)	(27)	15
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(73)	56	338	226
Chênh lệch tỷ giá	(0)	0	0	0
Tiền cuối năm	199	304	642	868

VII. PHỤ LỤC

Phụ lục: So sánh giá trúng thầu thuốc kháng sinh nhóm 1-2 (2024) ([Quay lại](#))

Dạng viên

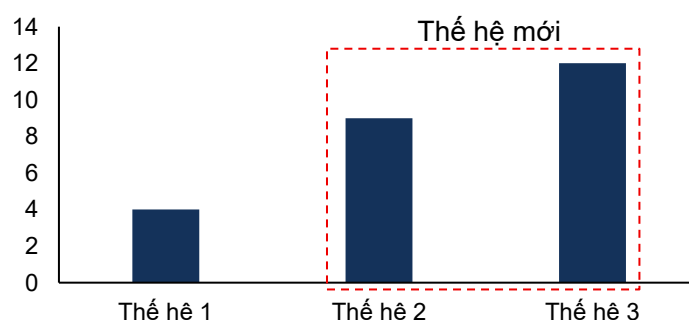
Tên hoạt chất - Hàm lượng	Nhà sản xuất	Giá trúng thầu trung bình (2024)	% Chênh lệch giá
Amoxicilin + acid clavulanic - 875mg + 125mg	IMP	12.365	35%
	SmithKline Beecham (Anh)	16.680	
Ampicilin + sulbactam - 375mg	IMP	14.745	0,3%
	Haupt Pharma Latina S.r.l (Ý)	14.790	

Dạng tiêm

Tên hoạt chất - Hàm lượng	Nhà sản xuất	Giá trúng thầu trung bình (2024)	% Chênh lệch giá
Colistin - 1MIU	IMP	300.700	26%
	Polfa Tarchomin (Ba Lan)	377.881	
Amoxicilin + acid clavulanic - 1g+0,2g	IMP	36.625	11%
	S.C. Antibiotice S.A (Romania)	40.812	
Ampicilin + sulbactam - 1g + 0.5g	IMP	41.431	59%
	Haupt Pharma Latina S.r.l (Ý)	65.999	
Ofloxacin - 200mg/100ml	IMP	135.000	17%
	Altan Pharmaceuticals (Tây Ban Nha)	157.731	

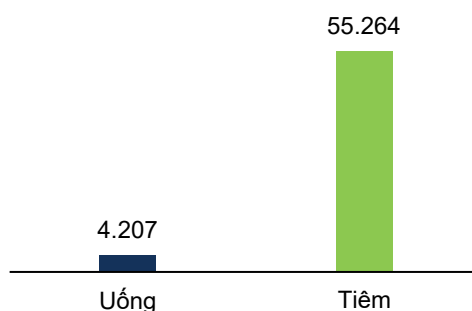
Nguồn: Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Số lượng hoạt chất thuốc kháng sinh Betalactam của IMP theo thể hệ (2024) ([Quay lại](#))



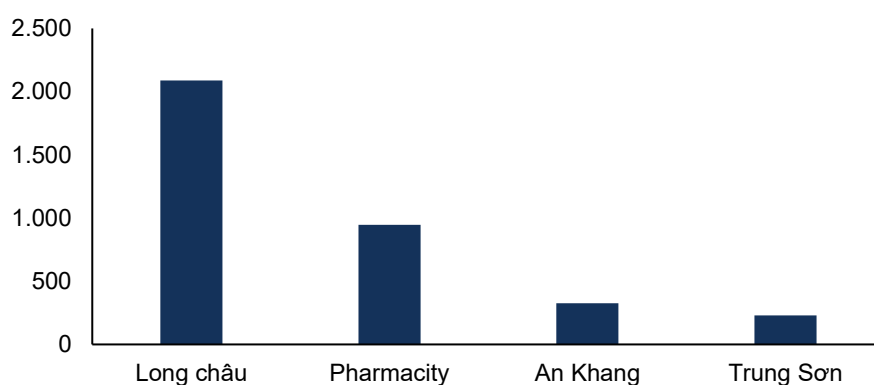
Nguồn: IMP, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Giá thuốc kháng sinh trúng thầu trung bình của IMP theo dạng dùng (2024, đồng) ([Quay lại](#))



Nguồn: Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, FPTS tổng hợp

Phụ lục: Số lượng cửa hàng của các chuỗi nhà thuốc ([Quay lại](#))



Nguồn: Website các công ty, FPTS tổng hợp tại ngày 28/05/2025

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu IMP, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận
Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Tầng 3, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh TP. Đà Nẵng

100, Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888