

# CTCP Dược Hậu Giang (DHG)

# MUA



**Vũ Thị Trà Lý**

Chuyên viên

ly.vu@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 147

## Cập nhật

**Giá hiện tại** 87.000VND  
**Giá mục tiêu** 108.000VND  
**TL tăng** 24%  
**Tỷ suất cổ tức** 2,9%

## Hàng tiêu dùng

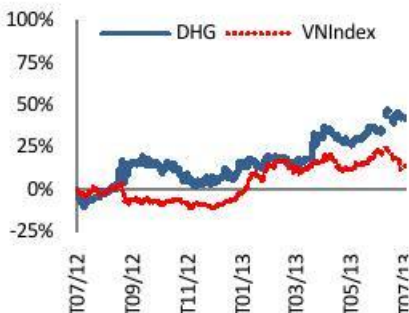
Giá trị vốn hóa 273 triệu USD  
 SL cổ phiếu lưu hành 65,4 triệu  
 Mức cao nhất 52 tuần 93.500 VND  
 Mức thấp nhất 52 tuần 57.000 VND

GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua 0,4 triệu USD  
 Sở hữu NN còn lại 0 triệu USD  
 TL sở hữu của NN/room tối đa 49,0% / 49,0%

## Cơ cấu cổ đông

SCIC 43,5%  
 Templeton 12,6%  
 Vietnam Holding 2,5%  
 Ban quản trị 0,8%  
 Khác 42,2%

## So sánh diễn biến DHG và VNI



## Công suất tăng gấp đôi dự kiến sẽ giúp lợi nhuận tăng 17%/năm

Chúng tôi nâng khuyến nghị dành cho DHG từ **THÊM VÀO** lên **MUA** với giá mục tiêu mới là 108.000 đồng/cổ phiếu dựa trên dự báo tăng trưởng lợi nhuận bình quân đạt 17%/năm trong 5 năm tới nhờ tổng công suất sẽ tăng gấp đôi từ năm 2014, đáp ứng nhu cầu sản xuất khi nhà máy hiện tại đang hoạt động hết công suất. Với sản lượng dự kiến tăng ít nhất 10%/năm, chúng tôi tin rằng DHG, doanh nghiệp đầu ngành dược phẩm, xứng đáng được định giá cao hơn mức PER 9,1 lần lợi nhuận 2013 và 8,2 lần lợi nhuận 2014. Chúng tôi cũng cho rằng DHG có thể tăng mức cổ tức bằng tiền mặt trong vòng 3 năm tới (cổ tức 2013 là 2.500 đồng/cổ phiếu, lợi tức 2,9%) mà vẫn duy trì được tỷ lệ chi trả cổ tức chỉ ở mức 30%.

### Công suất tăng gấp đôi dự kiến sẽ giúp lợi nhuận tăng 17%/năm.

Sản lượng bán ra của DHG từ 2010 đến 2012 tăng trung bình 7%/năm. Nhà máy hiện tại của DHG đã chạy hết công suất từ năm 2012 và đạt khoảng 4 tỷ đơn vị/năm. Sang năm 2014 DHG sẽ có thêm hai nhà máy mới giúp tăng gấp đôi sản lượng là nhà máy non-betalactam (công suất 4 tỷ đơn vị/năm, bắt đầu chạy vào tháng 01/2014) và nhà máy betalactam (công suất 1 tỷ đơn vị/năm, dự kiến bắt đầu chạy trong quý 1/2014). Ban lãnh đạo dự kiến sẽ tăng sản lượng sản xuất 20%/năm và đến năm 2018 sẽ hoạt động với công suất tối đa là 9 tỷ đơn vị/năm. Hai nhà máy mới này, đặt tại KCN Tân Phú Thạnh, sẽ được hưởng mức thuế ưu đãi 0% từ năm 2014-2017, 5% từ 2018-2026 và 10% từ 2027-2028. Chúng tôi cho rằng công suất mới sẽ giúp doanh thu tăng 17%/năm trong 5 năm tới nhờ sản lượng tăng 10% và giá bán trung bình tăng 6%-7% (theo lạm phát).

### Dự báo tăng trưởng nhẹ trong quý 2 sau khi quý 1 đã tăng trưởng mạnh.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận quý 2 sẽ tăng 7% so với quý 1, dựa trên giả định biên lợi nhuận hoạt động ổn định tại mức 18%, và phù hợp với dự báo cả năm của chúng tôi. Quý 2 tuy sẽ tương đối tích cực hơn quý 1 do lễ Tết ảnh hưởng đến tiến độ bán hàng, nhưng quý 2 vẫn là quý thấp điểm trong năm.

### Dự địa cho cổ tức tăng trong 5 năm tới.

DHG sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt VND2.500/ cổ phiếu cho năm 2013, lợi tức 2,9%. Chúng tôi cho rằng khi các nhà máy mới của DHG bắt đầu đi vào hoạt động, DHG sẽ đạt được tăng trưởng lợi nhuận 17%/năm cho đến năm 2017. Vì vậy, chúng tôi dự báo công ty vẫn còn khả năng tăng mức chi trả cổ tức lên 3.000 đồng/cổ phiếu trong năm 2014 và 3.500 đồng/năm trong năm 2015 trong khi vẫn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức thấp ở mức 30%.

Các chỉ số chính	Thực tế		Ước tính		
	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	2.491	2.931	3.422	4.098	4.876
Biên LN gộp	48,5%	49,3%	49,3%	48,7%	48,5%
Biên LN từ hoạt động (%)	18,7%	17,5%	19,5%	18,2%	17,5%
Biên LN ròng	16,9%	17,0%	18,4%	16,7%	16,1%
LN ròng cho cổ đông (tỷ đồng)	416	491	623	676	775
EPS bao gồm LN bất thường (đồng)	6.375	7.515	9.530	10.346	11.860
Tăng trưởng EPS (không LNBT)	-1,0%	17,9%	7,3%	28,3%	14,6%
Cổ tức/CP (đồng)	2.000	3.000	2.500	3.000	3.500
Tỷ suất cổ tức (%)	3,6%	3,9%	2,9%	3,4%	4,0%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	21.197	25.898	32.429	39.275	47.136
PER (lần)	8,8	10,1	9,1	8,4	7,3
PBR (lần)	2,6	2,9	2,7	2,2	1,8
ROA (%)	22,0%	22,7%	25,0%	23,3%	22,4%
ROE (%)	31,3%	32,0%	32,7%	28,9%	27,6%
Nợ/CSH (%)	1,5%	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%

## Sơ lược về Công ty

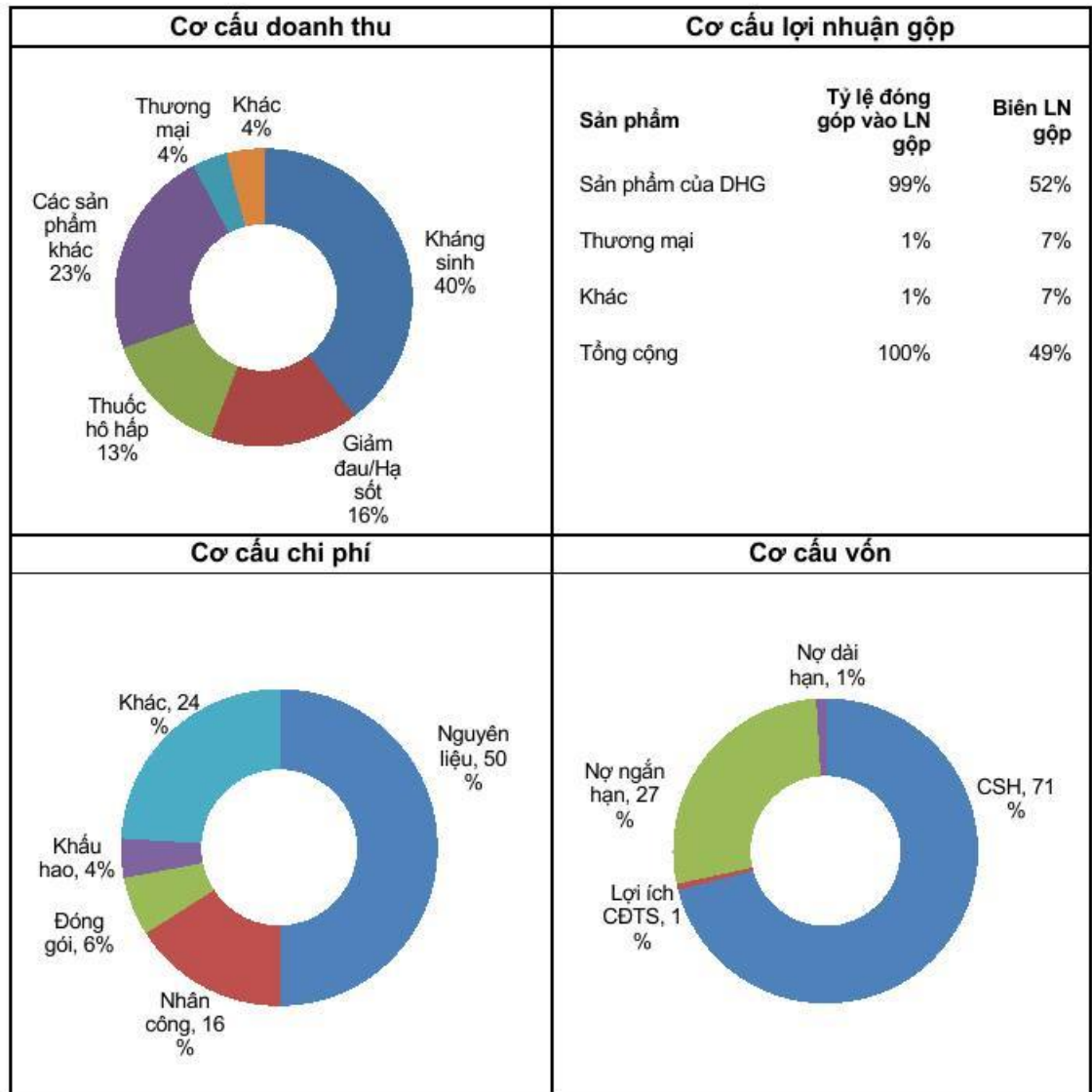
**Lĩnh vực kinh doanh** Sản xuất dược phẩm và thực phẩm chức năng  
**Doanh thu** 252 triệu USD, ước đạt 5% thị phần (2012)  
**Lợi nhuận ròng** 24 triệu USD (2012)

**Yếu tố DT chính** Thuốc kháng sinh, thuốc giảm đau, thuốc hạ sốt  
**Yếu tố chi phí chính** Nguyên liệu (Active Ingredients) và đóng gói  
**Yếu tố rủi ro chính** Chi phí nguyên liệu

**Các đối thủ chính** Sanofi Aventis, GSK Group, Novartis, Pfizer  
**Các khách hàng chính** Trên 2.000 khách hàng (các hiệu thuốc)

**Lãnh đạo** Bà Phạm Thị Việt Nga (Chủ tịch HĐQT), Bà Lê Minh Hồng (TGD)

**Địa chỉ** 288 Bis Nguyễn Văn Cừ  
 TP. Cần Thơ, Việt Nam  
**Website** [www.dhg.com.vn](http://www.dhg.com.vn)  
**Điện thoại** +84.710.389.14  
**Email** [dhgpharma@dhgpharma.com.vn](mailto:dhgpharma@dhgpharma.com.vn)



Nguồn: DHG, tính đến ngày 31/12/2012 và ước tính của VCSC



## Nội dung cập nhật

- Mục tiêu 2013 của DHG thấp.
- Lợi nhuận Quý 2 dự báo tăng 7% so với Quý 1.
- Dự báo 2013: Lợi nhuận tăng 27%
- Định giá cổ phiếu DHG

## Kế hoạch 2013 của DHG

Bảng 1: Kế hoạch 2013 của DHG

Kế hoạch HKKD		2012	2013		VCSC 2013
Doanh thu	tỷ đồng	2.931	3.200	9%	3.423
Lợi nhuận trước thuế (không bao gồm thu nhập tài chính và thu nhập bất thường)	tỷ đồng	512	570	11%	668

Nguồn: ĐHCĐ DHG, 25/04/2013

DHG đặt mục tiêu thận trọng với doanh thu tăng 9% và lợi nhuận trước thuế tăng 11%, không bao gồm thu nhập tài chính và thu nhập bất thường. Vì vậy, công ty đã đặt mục tiêu 3.200 tỷ đồng doanh thu và 570 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, không tính thu nhập tài chính và thu nhập bất thường. DHG sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt tại mức 2.500 đồng/cổ phiếu cho năm 2013, với lợi tức là 2,9%.

## Lợi nhuận quý 2 dự báo sẽ tăng 7% so với quý 1

Bảng 2: KQLN Quý 1/2013 của DHG

	Q1/2012	Q1/2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	620	770	24%	Tăng trưởng chủ yếu nhờ sản lượng tăng của các sản phẩm hiện tại.
LN gộp	291	345	16%	Biên LN giảm do doanh thu từ thương mại tăng.
LN từ hoạt động	111	140	19%	Chi phí quản lý và bán hàng tăng chậm hơn so với doanh thu
Lỗ/lãi ngoài hoạt động	7	11	57%	Lãi suất huy động tăng
Chi phí lãi vay	(1)	(1)	0%	
Lợi nhuận trước thuế	116	150	29%	
Lợi nhuận sau thuế trừ cổ đông thiểu số	102	116	14%	Thuế TNDN tăng từ 15% lên 20%, không còn ưu đãi về thuế

Nguồn: Kết quả họp nhất Quý 1/2013 của DHG

### Doanh thu tăng 24%, lợi nhuận ròng tăng 14% trong Quý 1.

Theo báo cáo quý 1 của DHG, doanh thu tăng 24% lên 770 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 14% lên 116 tỷ đồng. DHG đã đạt 24% mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2013 là 570 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp trong Quý 1/2013 giảm xuống 44,8% so với mức 50% trong Quý 4/2012, vì sau khi nhãn hàng Eugica được bán cho Megalife Sciences, doanh thu từ các từ nhãn hàng này được xếp vào phân khúc thương mại. Thay đổi về mặt kế toán này khiến doanh thu từ thương mại tăng mạnh, với biên lợi nhuận gộp quý 1 dưới 5%, chiếm khoảng 8% tổng doanh thu quý 1, cao hơn so với mức 4% trong quý 4/2012. Chi phí quản lý và bán hàng tăng 14% so với cùng kì, chậm hơn so với tăng trưởng của doanh thu, giúp cải thiện biên lợi nhuận hoạt động từ 17,8% lên 18,1%.

**Quý 2 là giai đoạn thấp điểm trong năm nhưng chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ tăng 7% so với quý 1.**

Theo ban lãnh đạo, quý 2 vẫn tiếp tục là giai đoạn thấp điểm của dược phẩm nên công ty không kỳ vọng tăng trưởng doanh thu sẽ đạt mức cao trong giai đoạn này. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu quý 2 sẽ tăng khoảng 7% so với quý 1 lên 1.309 tỷ đồng, dựa trên giả định doanh thu 6 tháng đầu năm sẽ chiếm khoảng 45% doanh thu cả năm như năm 2012 và 2013. Hơn nữa, lợi nhuận quý 2 sẽ cao hơn quý 1 do kỳ nghỉ Tết kéo dài một tuần khiến việc bán hàng của quý 1 gián đoạn. Lợi nhuận ròng dự báo sẽ tăng 7% lên khoảng 124 tỷ đồng, với giả định biên lợi nhuận hoạt động không đổi so với quý 1.

**Việc bán lại nhãn hàng Eugica cho Megalife Sciences sẽ giúp lợi nhuận 6 tháng cuối năm tăng mạnh**

DHG dự kiến sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường này (ước đạt 120 tỷ đồng) vào 6 tháng cuối năm, xấp xỉ lợi nhuận trung bình của một quý. Theo thỏa thuận, DHG chịu trách nhiệm sản xuất và phân phối sản phẩm nhãn hàng Eugica tại Việt Nam cho đến hết năm 2013. Từ 2014 đến 2018, DHG sẽ tiếp tục sản xuất sản phẩm nhãn hàng Eugica nhưng Megalife Science sẽ đảm nhiệm khâu phân phối.

## Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Bảng 3: Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

	2012	2013	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	2.931	3.423	17%	
- Doanh thu từ các sản phẩm của DHG	2.704	3.150	17%	Giá bán trung bình tăng 6%-7% và sản lượng bán ra tăng 9%
- Lĩnh vực thương mại	227	272	20%	
Lợi nhuận gộp	1.444	1.688	17%	Chi phí nguyên liệu ổn định
Lợi nhuận từ hoạt động	513	668	30%	Chi phí quản lý và bán hàng tăng 10% nhờ quản lý hiệu quả
Lỗ/lãi ngoài hoạt động	71	120	69%	Lợi nhuận bất thường 120 tỷ đồng từ việc bán nhãn hàng Eugica
Chi phí lãi vay	(3)	(2)	-33%	
Lợi nhuận trước thuế	582	786	35%	
Lợi nhuận sau thuế	497	629	26%	Thuế TNDN năm 2013 là 20%, không còn ưu đãi
LNST trừ lợi ích CĐTS	491	623	27%	

*Nguồn: dự báo của VCSC*

Chúng tôi dự báo doanh thu của công ty trong năm 2013 sẽ tăng 17% lên 3.423 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng với chiến lược bán hàng mới là tối ưu hóa mạng lưới phân phối bằng cách tập trung tăng trưởng doanh số của các khách hàng hiện hữu (nhà thuốc) đang có doanh số thấp. Vì vậy, chúng tôi cho rằng công ty có thể tăng sản lượng bán hàng khoảng 10%. Giá bán trung bình dự báo sẽ tăng 6%-7%. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ đạt khoảng 49% với giá nguyên liệu ổn định.

Chúng tôi tin rằng chiến lược này sẽ giúp DHG tăng doanh thu mà không phải tăng đáng kể chi phí bán hàng.

Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của công ty sẽ tăng 27% so với năm ngoái. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận hoạt động sẽ tăng từ 17,5% lên 19,5% do chúng tôi cho rằng DHG sẽ kiểm soát tốt chi phí quản lý và bán hàng nhờ tối ưu hóa mạng lưới phân phối.



## Phân tích bảng cân đối kế toán

Đến hết Quý 1/2013, DHG tiếp tục có bảng cân đối kế toán tích cực khi lượng tiền mặt lên tới 828 tỷ đồng và gần như không có nợ. DHG sẽ xây dựng nhà máy mới dựa trên tiền có sẵn của công ty và dự định sẽ giải ngân khoảng 500 tỷ đồng cho đầu tư XDCB trong năm 2013.

## Định giá

Tỷ đồng		Các giả định chính	
Phương pháp định giá	DCF 5 năm	WACC	13,0%
Giá mục tiêu	108.263	Tỷ lệ nợ	0%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	1.650	Thuế suất	25%
Giá trị hiện tại	4.795	Chi phí CSH	13,3%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu và giá trị hiện tại	6.445	Lãi suất phi rủi ro	8,3%
+ Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	719	Phí bảo hiểm rủi ro CSH	8%
- Nợ ngắn và dài hạn	19	Hệ số beta	0,60
- Lợi ích cổ đông thiểu số	67	Chi phí nợ	7,0%
Giá trị vốn CSH	7.145	Tăng trưởng cuối cùng	3%
Giá trị doanh nghiệp	5.723		
EV/EBITDA	6,7		

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>FFCF</b>					
EBIT*(1-thuế)	631	685	785	933	1.094
cộng: khấu hao	85	115	130	143	159
trừ: Đầu tư XDCB	(513)	(205)	(146)	(174)	(207)
Δ thay đổi giá trị vốn hóa	(83)	(111)	(115)	(151)	(179)
Dòng tiền tự do	120	484	653	751	867
Dòng tiền tự do chiết khấu	94	335	400	407	415

Theo phương pháp dòng tiền chiết khấu 5 năm, chúng tôi đã đưa ra được giá mục tiêu cho cổ phiếu DHG là 108.000 đồng/cổ phiếu, với WACC đạt 13,0% dựa trên giả định hệ số beta là 0,6, lãi suất phi rủi ro là 8,3%, phần bù trừ rủi ro là 8% và chi phí nợ là 7%. Với giá mục tiêu mới PER dự phóng 2013 là 11,3 lần và PER 2014 là 10,4 lần. Chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của DHG trong 5 năm tới sẽ lần lượt đạt khoảng 19% và 17% nhờ việc tăng công suất và liên tục đổi mới chiến lược bán hàng. Chúng tôi cho rằng với giá hiện tại 87.000 đồng/cổ phiếu, DHG hiện đang giao dịch tại mức PER 2013 đầy hấp dẫn là 9,1 lần, thấp hơn 37% so với các công ty được khác trong khu vực (Bảng 4).

Bảng 4: So sánh với một số công ty dược khác trong khu vực Ấn Độ

Công ty	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	PER 2013	PBR	P/EBITDA	ROE %	Nợ/CSH%
<b>Dược Hậu Giang</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>273</b>	<b>9,1</b>	<b>2,7</b>	<b>9,1</b>	<b>32,7</b>	<b>0,0</b>
Tempo Scan Pacific Tbk Pt	Indonesia	1.811	20,0	5,1	22,2	18,9	2,9
Torrent Pharmaceuticals Ltd	Ấn Độ	1.181	12,6	4,9	9,8	33,1	50,5
Square Pharmaceuticals Ltd	Bangladesh	1.055	17,4	4,3	14,4	20,6	16,9
Sanofi India Ltd	Ấn Độ	967	23,2	10,9	25,4	29,7	-
Strides Arcolab Ltd	Ấn Độ	876	14,6	2,5	8,6	49,8	65,7
Hunan Er-Kang Pharmaceutical	Trung Quốc	538	11,4	2,8	17,9	13,7	-
Alembic Pharmaceuticals Ltd	Ấn Độ	431	10,2	5,1	10,1	36,8	28,0
Unichem Laboratories Ltd	Ấn Độ	333	8,7	2,1	8,0	16,3	3,7
Natco Pharma Ltd	Ấn Độ	238	12,3	2,6	9,4	14,3	52,4
<b>Trung bình</b>			<b>14,5</b>	<b>4,5</b>	<b>14,0</b>	<b>25,9</b>	<b>24,4</b>

Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC

## Cổ tức

Lịch trả cổ tức	Loại hình	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
Cổ tức 2013	Cổ tức bằng tiền mặt 2.500 đồng /CP	Chưa ấn định	Chưa ấn định	Chưa ấn định	Chưa thanh toán

Nguồn: DHG

## Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	770	na	na	na	770
LN gộp	345	na	na	na	345
Biên LN gộp (%)	44,8%	na	na	na	44,8%
LN từ hoạt động	140	na	na	na	140
Biên LN hoạt động (%)	18,1%	na	na	na	18,1%
LN ròng	116	na	na	na	116
Biên LN ròng (%)	15,1%	na	na	na	15,1%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	620	692	713	906	2.931
LN gộp	291	335	365	453	1.444
Biên LN gộp (%)	46,9%	48,4%	51,2%	50,0%	49,3%
LN từ hoạt động	107	76	107	122	513
Biên LN hoạt động (%)	17,3%	11,1%	15,1%	13,5%	17,5%
LN ròng	102	159	98	133	491
Biên LN ròng (%)	16,5%	22,9%	13,8%	14,7%	16,8%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	579	584	567	764	2.491
LN gộp	278	286	262	344	1.209
Biên LN gộp (%)	48,0%	49,0%	46,1%	45,0%	48,5%
LN từ hoạt động	90	125	113	135	465
Biên LN hoạt động (%)	15,6%	21,3%	20,0%	17,7%	18,7%
LN ròng	88	121	101	121	416
Biên LN ròng (%)	15,1%	20,7%	17,7%	15,8%	16,7%

### Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	BC hợp nhất	10/05
Q2/2013	BC hợp nhất	20/07
Q3/2013	BC hợp nhất	20/10
Q4/2013	BC hợp nhất	20/01



## Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
<b>KQLN</b>				
Doanh thu thuần	2,931	3,422	4,098	4,876
- Giá vốn hàng bán	(1,487)	(1,734)	(2,104)	(2,512)
Lợi nhuận gộp	1,444	1,688	1,994	2,364
- Chi phí bán hàng	(713)	(787)	(963)	(1,170)
- Chi phí quản lí DN	(218)	(233)	(287)	(341)
LN thuần HĐKD	513	668	744	852
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	71	120	-	-
EBIT	585	788	744	853
- Chi phí lãi vay	(3)	(2)	(2)	(2)
Lợi nhuận trước thuế	582	786	742	851
- Thuế TNDN	(85)	(157)	(59)	(68)
LNST	497	629	683	783
- Lợi ích CĐTS	(6)	(6)	(7)	(8)
LNST cổ đông CT Mẹ	491	623	676	775
EBITDA	655	874	859	982
Số CP lưu hành (triệu)	65	65	65	65
EPS	7,515	9,530	10,346	11,860

<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	17.7%	16.8%	19.7%	19.0%
Tăng trưởng LN HĐKD	10.4%	30.2%	11.3%	14.6%
Tăng trưởng EBIT	18.6%	34.9%	-5.6%	14.6%
Tăng trưởng EPS	17.9%	7.3%	28.3%	14.6%

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	49.3%	49.3%	48.7%	48.5%
Tỷ suất LNST	16.8%	18.2%	16.5%	15.9%
ROE %	32.0%	32.7%	28.9%	27.6%
ROA %	22.7%	25.0%	23.3%	22.4%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	126.4	114.2	108.5	108.4
Số ngày phải thu	49.2	49.0	45.4	44.6
Số ngày phải trả	24.6	23.1	25.9	24.8
TG luân chuyển tiền	151.0	140.1	128.0	128.2

<b>Chỉ số TK/đơn bẫy TC</b>				
CS thanh toán hiện hành	2.8	3.3	3.6	3.9
CS thanh toán nhanh	2.0	2.2	2.4	2.7
CS thanh toán tiền mặt	1.1	1.3	1.5	1.8
Nợ / Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ / Vốn sử dụng	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ / Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	224.0	386.3	378.3	486.3

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và tương đương	719	632	879	1,262
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	449	469	550	641
+ Hàng tồn kho	515	570	680	812
+ Tài sản ngắn hạn khác	134	0	0	0
Tổng tài sản ngắn hạn	1,818	1,671	2,110	2,715
+ Tài sản dài hạn	766	1,280	1,485	1,631
+ Khấu hao lũy kế	(251)	(336)	(451)	(581)
+ Tài sản dài hạn	515	944	1,033	1,050
+ Đầu tư tài chính dài hạn	17	17	17	17
+ Tài sản dài hạn khác	27	30	30	30
Tổng tài sản dài hạn	559	990	1,080	1,096
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2,377</b>	<b>2,662</b>	<b>3,190</b>	<b>3,812</b>
+ Phải trả ngắn hạn	77	143	156	186
+ Vay và nợ ngắn hạn	19	19	19	19
+ Phải trả ngắn hạn khác	550	342	410	488
Nợ ngắn hạn	646	504	585	693
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
+ Phải trả dài hạn	21	21	21	21
Nợ dài hạn	21	21	21	21
<b>Tổng nợ</b>	<b>668</b>	<b>526</b>	<b>606</b>	<b>714</b>
+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Vốn điều lệ	654	654	654	654
+ LN chưa phân phối	1,039	1,466	1,914	2,428
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	16	16	16	16
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1,709</b>	<b>2,136</b>	<b>2,584</b>	<b>3,098</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,377</b>	<b>2,662</b>	<b>3,190</b>	<b>3,812</b>

<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Tiền đầu năm	467	719	632	879
Lợi nhuận sau thuế	491	623	676	775
+ Khấu hao lũy kế	70	85	115	130
+ Thay đổi vốn lưu động	(26)	-	-	-
+ Điều chỉnh khác	(27)	(83)	(111)	(115)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>508</b>	<b>626</b>	<b>681</b>	<b>790</b>
+ Chi mua sắm TSCĐ	(128)	(513)	(205)	(146)
+ Đầu tư khác	2	-	-	-
<b>Tiền từ đầu tư</b>	<b>(125)</b>	<b>(513)</b>	<b>(205)</b>	<b>(146)</b>
+ Cổ tức đã trả	(131)	(196)	(229)	(261)
+ Tăng (giảm) vốn	2	-	-	-
+ Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	252	(84)	247	382
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(131)</b>	<b>(199)</b>	<b>(229)</b>	<b>(261)</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	252	(87)	247	382
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>719</b>	<b>632</b>	<b>879</b>	<b>1,262</b>



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Vũ Thị Trà Lý, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>THÊM VÀO</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>GIẢM</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 8 3914 3588

### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 4 6262 6999

### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

## Phòng Nghiên cứu và Phân tích

### Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

**Trưởng phòng**, Tôn Minh Phương, ext 146

**CV cao cấp**, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

**CV cao cấp**, Ngô Bích Vân, ext 130

**CV cao cấp**, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

**CV cao cấp**, Nguyễn Thế Anh, ext 194

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

**Chuyên viên**, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

**Chuyên viên**, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

**CV vĩ mô**, Nguyễn Duy Phong, ext 120

**CV PTKT**, Nguyễn Thế Minh, ext 142

## Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

*& Cá nhân nước ngoài*

### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.  
+84 8 3914 3588, ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

## Phòng Môi giới khách hàng trong nước

### Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+84 8 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Quang Huy  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá
02/07/2013	MUA	87.000	108.000
23/04/2013	THÊM VÀO	79.000	90.200
01/02/2013	MUA	73.000	90.200
30/10/2012	NẮM GIỮ	67.000	71.000
12/09/2012	NẮM GIỮ	76.000	71.000