



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua mạnh
Giá kỳ vọng	46,9
Giá thị trường (nghìn đồng/cp)	30,4
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	9,91
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	306,81
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	285,37
Sở hữu nước ngoài (%)	19,78%
Giá hiện tại (đ/cp)	32,7
KLTB 10 ngày (cp)	58,47
Giá thấp nhất 52T (đ)	11,9
Giá cao nhất 52T (đ)	33,5
+/- 7 ngày qua	-3,60%
+/- 1 tháng qua	4,09%

Trợ lý phân tích  
Trần Thị Hồng Tươi  
Email: tuoith@bsc.com.vn  
Tel: + 841649627975

**DIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**Thị trường dược phẩm Việt Nam tăng trưởng cao và ổn định:** Việt Nam đứng thứ 13 trong tổng số 137 quốc gia tăng trưởng ngành dược phẩm nhanh nhất thế giới với tăng trưởng trung bình năm (CAGR) 2009-2013 là 24,83%. Theo BMI, năm 2014, quy mô thị trường sẽ đạt 80.193 tỉ đồng, tăng 15,72% so với năm 2013.

**DCL đang sản xuất 3 mặt hàng chính:** Dược phẩm các loại, vỏ viên nang (vỏ con nhộng và Dụng cụ y tế Vikimco lần lượt chiếm 52%, 29% và 10% doanh thu, và có biên lợi nhuận tương ứng 30-40%; 45% và 20%. Mặt hàng thương mại khác chỉ đóng góp dưới 10% doanh thu và có biên lợi nhuận rất thấp (5%).

**Tái cơ cấu hoạt động hiệu quả:** Từ năm 2012, nhiệm kỳ ban lãnh đạo mới tập trung hơn vào các hoạt động bán hàng, marketing và quản trị các khoản phải thu, giảm nợ vay, tái cơ cấu danh mục sản phẩm theo hướng tăng sản xuất, tiêu thụ hàng hóa có biên lợi nhuận cao và có khả năng thu hồi nhanh qua đó giảm nợ vay nhanh, tăng doanh thu và dòng tiền dương cho công ty.

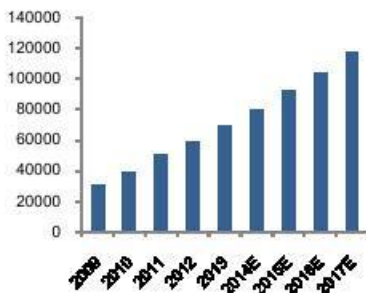
**Kết quả kinh doanh 2011 đến 2013 cải thiện mạnh mẽ:** Từ mức lỗ gần 31 tỉ đồng năm 2011, tính đến hết quý II/2013, công ty đã hết lỗ lũy kế. Lợi nhuận sau thuế 2013 đạt 36 tỉ đồng, tăng hơn 86,32% so với năm 2012. Doanh thu tăng 14,27%, biên lợi nhuận gộp tăng từ 27,94% lên 29,73% và chi phí lãi vay giảm mạnh 41%.

**Dự báo KQKD 2014.** Doanh thu 2014 ước đạt 750 tỉ đồng, tăng 7,28% so với năm 2013. Chúng tôi ước tính, lợi nhuận gộp biên 2014 tăng từ 29,73% lên 31,74% nhờ đẩy mạnh tiêu thụ các loại sản phẩm có biên lợi nhuận cao. Chi phí tài chính giảm cũng giúp tăng lợi nhuận sau thuế, ước đạt 42 tỉ đồng tương đương EPS đạt 4.201 đồng, tăng 18,98% so với năm 2013.

**Quan điểm đầu tư:** DCL là một cổ phiếu phòng thủ với beta nhỏ hơn 1, thanh khoản thấp nên phù hợp với nhà đầu tư dài hạn. Kết quả kinh doanh của công ty được cải thiện nhờ tái cơ cấu hiệu quả, và là một trong số rất ít công ty dược phẩm có đang có mức P/B khoảng 1.1 lần và P/E 8 lần. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DCL với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 46.900 đ/cp.

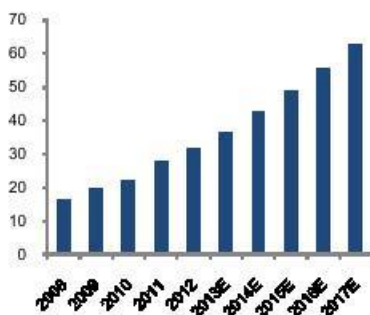
Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần (tỷ đ)	576	558	630	612	699
% tăng trưởng y-o-y		-3,11%	12,99%	-2,89%	14,27%
Tổng tài sản (tỷ đ)	641	792	875	666	613
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	300	280	267	250	285
Vốn điều lệ (tỷ đ)	99,14	100	100	100,59	101,08
CPLH bình quân (Triệu cp)	9,7	9,9	9,9	9,9	9,9
LN sau thuế (tỷ đ)	56,5	11,7	-30,8	19,2	35,7
% tăng trưởng y-o-y		-79,21%	-362,20%	-162,22%	85,93%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	5812	1184	-3106	1932	3600
Giá trị sổ sách (đ/cp)	30,918	28,221	26,974	25,186	28,786
Lợi nhuận gộp biên	24,22%	26,45%	25,98%	27,94%	29,73%
ROS	9,81%	2,11%	-4,89%	3,13%	5,11%
ROE	19,68%	4,05%	-11,25%	7,41%	13,34%
ROA	9,47%	1,64%	-3,69%	2,49%	5,58%

Nguồn: BCTC DCL

**TRIỂN VỌNG NGÀNH KINH DOANH**
**Hình 1: Giá trị thị trường dược**


(Nguồn: Cục quản lý dược, BMI)

Theo BMI, năm 2014, quy mô thị trường đạt 80.193 tỉ đồng, tăng 15,72% so với năm 2013.

**Hình 2: Chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người (USD/N/người)**


(Nguồn: Cục quản lý dược, BMI)

**Thị trường dược phẩm Việt Nam có tốc độ tăng trưởng cao và ổn định:** Việt Nam đứng thứ 13 trong tổng số 137 quốc gia có tốc độ tăng trưởng ngành dược phẩm nhanh nhất thế giới với tốc độ tăng trưởng trung bình năm (CAGR) từ 2009-2013 là 24,83%.

**Chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người còn thấp và dự kiến sẽ tăng trong thời gian tới tạo nhiều cơ hội thị trường cho các doanh nghiệp dược:** Năm 2012 chi tiêu tiền thuốc bình quân đầu người là 31,63USD/người, thấp hơn so với khu vực (năm 2011, con số này ở châu Á đã là 45USD/người). BMI dự báo, chi tiêu tiền thuốc tại VN sẽ đạt khoảng 62,59 USD/người vào năm 2017, tương ứng CAGR từ 2012-2017 là 14,63% nhờ gia tăng thu nhập, tuổi thọ và tăng nhận thức của người dân về sức khỏe và y tế.

**Các doanh nghiệp dược trong nước kém cạnh tranh trên “sân nhà”:** Thuốc ngoại chiếm hơn 50% sản lượng và hơn 70% giá trị tiêu thụ. Các doanh nghiệp nội chủ yếu sản xuất thuốc generic, điều trị các bệnh thông thường, giá rẻ, không có thuốc đặc trị, công nghệ và tiêu chuẩn sản xuất chưa cao (chỉ 1/3 doanh nghiệp nội đáp ứng tiêu chuẩn GMP). Năm 2013, giá trị nhập khẩu dược phẩm của Việt Nam lên tới 1.847 triệu đô, tăng 3,18% so với cùng kỳ năm 2012.

**Phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nước ngoài:** 90% nguyên liệu dược nhập khẩu từ nước ngoài, chủ yếu từ các thị trường Trung Quốc, Ấn Độ, Áo, Tây Ban Nha... do nguồn cung nguyên dược liệu trong nước chưa ổn định, công nghệ sản xuất nguyên dược liệu trong nước còn yếu. Tính riêng 11 tháng đầu năm 2013, Việt Nam nhập khẩu 274,7 triệu đô nguyên phụ liệu dược phẩm, tăng 14,05% so với cùng kỳ năm 2012.

**Doanh thu hệ điều trị của các doanh nghiệp nội giảm do tác động của thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC** hướng dẫn đấu thầu thuốc trong các cơ sở y tế. Thông tư chia các gói thầu thành 8 nhóm kỹ thuật khác nhau, trong đó, có nhiều nhóm các doanh nghiệp dược trong nước chưa đủ tiêu chuẩn tham gia, một số nhóm khác, lại cạnh tranh không nổi về giá với các công ty dược tầm trung của Ấn Độ, Pakistan, Trung Quốc. **Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC** có hiệu lực từ 01/01/2014 sửa đổi bổ sung một số điều của thông tư 01 được kỳ vọng giúp tăng tỉ lệ trúng thầu thuốc vào các bệnh viện của các doanh nghiệp nội. Do thông tư đã tạo cơ hội cho các doanh nghiệp sản xuất thuốc có chất lượng tốt tham gia đấu thầu cùng nhóm thuốc nhập khẩu cùng đạt tiêu chuẩn WHO-GMP, nhóm thuốc sản xuất tại các cơ sở sản xuất đạt tiêu chuẩn EU-GMP hoặc PIC/s-GMP thuộc nước tham gia ICH.

**Chịu sự kiểm soát chặt chẽ về giá:** Nằm trong nhóm mặt hàng bình ổn giá, việc tăng giá thuốc phải được phép của Cục quản lý dược trong khi giá nguyên liệu đầu vào lại chịu biến động của giá thế giới và biến động tỉ giá.

**Doanh nghiệp dược phép chi 15% cho chi phí quảng cáo, hoa hồng môi giới** thay vì mức 10% như trước đây, tạo điều kiện cho các doanh nghiệp dược quảng bá, đưa thuốc Việt đến gần người tiêu dùng hơn. Đây là nội dung của luật số 32/2013/QH13 về sửa đổi, bổ sung một số điều của luật thuế Thu nhập doanh nghiệp, hiệu lực từ ngày 01/01/2014.

**Rào cản gia nhập ngành lớn:** do phải đáp ứng các yêu cầu về tiêu chuẩn GPs, và do phải việc xây dựng hệ thống phân phối mạnh, mối quan hệ tốt với các nhà thuốc, bệnh viện để cạnh tranh với các doanh nghiệp trong ngành.

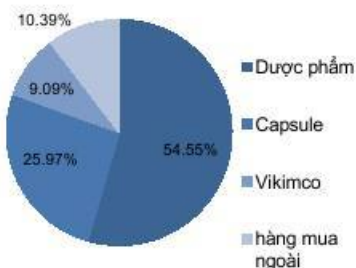
**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH**
**Cơ cấu doanh thu DCL 2013**


(Nguồn: DCL)

**Biên lợi nhuận gộp các nhóm hàng**

Sản phẩm	Công suất thiết kế (triệu sản phẩm/năm)	Lợi nhuận gộp bình quân
Dược phẩm	600	30%-40%
Kháng sinh	1.000	20-30%
Capsule	5.000	45%
Dụng cụ y tế Vikimco	100	20%

(Nguồn: DCL)

**Cơ cấu doanh thu kế hoạch 2014**


(Nguồn: DCL)

**Kết quả kinh doanh được cải thiện:** Từ mức lỗ gần 31 tỉ đồng năm 2011, tính đến hết quý II/2013, công ty đã hết lỗ lũy kiến. Lợi nhuận 2013 là 36 tỉ đồng, tăng 86,32% so với năm 2012 trong đó, doanh thu thuần tăng 14,27%, biên lợi nhuận gộp tăng từ 27,94% lên 29,73%, chi phí lãi vay giảm 41% so với năm 2012.

**Kế hoạch kinh doanh năm 2014:** Công ty đặt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận thuần sau thuế đạt lần lượt là 770 tỉ doanh thu (tăng 10,14%) và 42 tỉ đồng lợi nhuận sau thuế (tăng 17,67%). Với quan điểm thận trọng, chúng tôi kỳ vọng năm 2014 công ty đạt 750 tỉ đồng doanh thu và 42 tỉ đồng lợi nhuận sau thuế.

Đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của DCL có các ngành hàng: dược phẩm chiếm 52,21% với biên lợi nhuận từ 30-40%; vỏ viên nang Capsule (vỏ con nhộng) chiếm 28,61% với biên lợi nhuận cao nhất là 45%; dụng cụ y tế Vikimco chiếm 10,01% và biên lợi nhuận là 20%; hàng mua ngoài đóng góp 9,17% tổng doanh thu của DCL với biên lợi nhuận thấp từ 5-8%.

**DCL là doanh nghiệp duy nhất trong ngành có nhà máy sản xuất vỏ viên nang Capsule với tổng công suất 5 tỉ đơn vị/năm:** Sản xuất viên nang mang lại biên lợi nhuận cao (khoảng 45%).

Thị trường viên nang còn nhiều tiềm năng phát triển do hơn 30% thuốc được sản xuất trong nước dưới dạng viên nang cứng, trong đó, hơn 60% viên nang phải nhập khẩu. Sản phẩm của DCL có nhiều mẫu mã, kích cỡ, dễ dàng in logo, tên công ty trên vỏ viên nang, thời gian giao hàng linh hoạt nên rất được ưa chuộng và được định giá cao hơn các sản phẩm nhập khẩu từ 10-15%.

**Doanh thu hệ điều trị tăng:** Doanh thu hệ điều trị chiếm 30% doanh thu nhóm hàng dược phẩm. Năm 2013, mặc dù doanh thu hệ điều trị của nhiều doanh nghiệp dược nội địa giảm do tác động của thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC, doanh thu và số lượng hợp đồng trúng thầu vào các bệnh viện của DCL vẫn tăng do giá thuốc của DCL thấp hơn so với sản phẩm cùng loại của các đối thủ cạnh tranh.

**Tái cơ cấu hoạt động hiệu quả:** Từ năm 2012, ban lãnh đạo nhiệm kỳ mới tích cực thực hiện những cải cách, trong đó chủ yếu tập trung vào chiến lược bán hàng, marketing và chính sách đối với các khoản phải thu, công nợ của công ty.

- ❖ **Tái cơ cấu danh mục sản phẩm:** Giảm tỉ trọng hàng mua ngoài do biên lợi nhuận thấp (5-8%), tiếp tục đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ đối với dòng dược phẩm và kháng sinh (đặc biệt là đối với nhóm hàng Non-betalactam), trong dài hạn, tăng tỉ trọng doanh thu nhóm hàng này lên 60-70%, duy trì sản lượng tiêu thụ đối với dòng sản phẩm vỏ viên nang Capsule và nhóm hàng dụng cụ y tế (Vikimco). Cơ cấu hàng tự sản xuất tăng lên hơn 90% trong năm 2013 từ mức 81,89% năm 2012, và dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên trong các năm tiếp theo.
- ❖ **Chú trọng vào chính sách bán hàng:** Tái cơ cấu tổ chức và hoạt động các phòng ban theo hướng chuyên môn hóa, thành lập phòng marketing riêng biệt, thay đổi bao bì, mẫu mã sản phẩm nhằm tăng sản lượng tiêu thụ cũng như tăng sự nhận diện đối với thương hiệu dược Cửu Long.
- ❖ **Tăng vòng quay khoản phải thu:** Trước đây, bộ phận bán hàng tách rời bộ phận thu tiền (bộ phận thu tiền thuộc phòng kế toán), tuy nhiên, từ đầu năm nay, nhân viên bán hàng chịu trách nhiệm thu tiền từ khách hàng. Kết quả, khoản phải thu ngắn hạn giảm từ 250 tỉ đồng năm 2012 xuống còn 195 tỉ đồng trong năm 2013, số ngày phải thu giảm tương ứng từ 178 ngày

còn 114 ngày. Quý 4/2013, công ty không còn phải trích lập thêm dự phòng phải thu khó đòi.

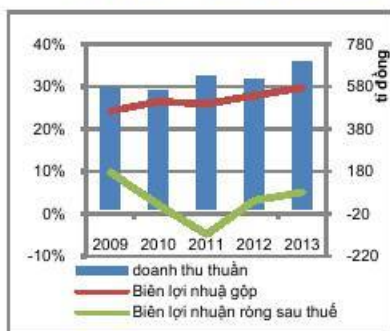
- ❖ **Giảm nợ vay:** Hoạt động kinh doanh hiệu quả, dòng tiền tăng đã hỗ trợ tích cực cho DCL trong việc giảm nợ vay. So với năm 2012, nợ vay giảm 21,35% xuống còn 252 tỉ đồng, công ty không còn vay nợ dài hạn.

#### Phân tích rủi ro:

- ❖ **Mức độ cạnh tranh cao:** Hơn 170 công ty dược nội địa đều sản xuất thuốc generic, sản phẩm trùng lặp. Các doanh nghiệp ngoại nhập có lợi thế về thương hiệu, chất lượng và có mức chiết khấu cao hơn. Thêm vào đó, sự gia nhập mới của các doanh nghiệp nước ngoài và mở cửa thị trường nội địa theo cam kết WTO, TTP tạo ra môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn đối với DCL về giá cả, chất lượng và chủng loại sản phẩm.
- ❖ **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào và rủi ro tỉ giá:** Do công ty phải nhập khẩu khoảng 90% nguyên liệu đầu vào.
- ❖ **Rủi ro lãi suất:** Nợ vay chiếm hơn 41% tổng tài sản của DCL. Tuy nhiên, tính đến hết quý 4/2013, nợ vay của công ty đã giảm 21,35% so với 2012, công ty không còn nợ dài hạn. Thêm vào đó, Ngân hàng Nhà nước cũng chủ trương giảm 1-2% lãi suất cho vay trong năm 2014.

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

### Tăng trưởng DT và Lãi ròng



(Nguồn: BCTC DCL)

Năm 2013, tình hình tài chính của DCL được cải thiện, trong đó, đáng chú ý sau khi tái cơ cấu, công ty tăng vòng quay khoản phải thu, nợ vay giảm và biên lợi nhuận tăng nhanh. Hiệu quả kinh doanh cũng cải thiện đáng kể.

- **Đánh giá sự tăng trưởng:**

Năm 2013, doanh thu thuần bật tăng trở lại, tăng 14,27% so với 2012 và đạt 699 tỉ đồng. Đây là mức tăng trưởng cao sau giai đoạn từ 2009-2012 doanh thu thuần hầu như không tăng trưởng (CAGR đạt 2,06%).

- **Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản:**

**Nợ vay giảm:** So với năm 2012, nợ vay giảm 21,35% xuống còn 252 tỉ đồng, công ty không còn vay nợ dài hạn.

**Phải thu ngắn hạn và hàng tồn kho giảm mạnh giúp cải thiện sức khỏe tài chính của DCL:** giảm lần lượt là 22,16% và 31,39% so với năm 2012 nhờ những đổi mới trong chính sách bán hàng.

- **Chỉ tiêu thanh khoản được cải thiện:** Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh tăng lần lượt từ 1,1 lần và 1,06 lần năm 2012 lên 1,23 lần và 1,19 lần trong năm 2013.

- **Chỉ tiêu về năng lực hoạt động:** Các chỉ tiêu về số ngày phải thu, số ngày tồn kho đang được cải thiện, giảm lần lượt từ 178 ngày và 164 ngày năm 2012 xuống còn 114 ngày và 125 ngày. Tuy nhiên, so với các công ty cùng ngành, các chỉ số này của DCL còn cao. Theo chúng tôi ước đoán, trong năm 2014, vòng quay khoản phải thu và vòng quay tồn kho sẽ được đẩy nhanh nhờ những thay đổi tích cực trong chính sách bán hàng.

- **Chỉ tiêu về khả năng sinh lời:** được cải thiện. Biên lợi nhuận ròng sau thuế tăng từ -0,89% năm 2011 lên 3,13% năm 2012 và đạt 5,11% năm 2013. Trong đó:

**Biên lợi nhuận gộp tăng** từ 27,94% năm 2012 lên 29,73% năm 2013 nhờ chính sách cơ cấu lại danh mục sản phẩm theo hướng tăng tỉ trọng hàng tự sản xuất và

hàng có biên lợi nhuận cao.

**Chi phí lãi vay giảm 41%** so với năm 2012 do giảm vay nợ và lãi suất giảm.

**Tuy nhiên, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng** do công ty đẩy mạnh hoạt động marketing và bán hàng đi cùng với chế độ lương thường mới theo hướng khuyến khích người lao động hơn. Chúng tôi đánh giá đây là mặt tích cực trong hoạt động của công ty.

Chi tiêu cơ bản	DCL			DHT	DBT	LDP	SPM
	2011	2012	2013				
Cơ cấu vốn							
Vốn vay/VCSH	2,27	1,67	1,15	1,27	2,67	1,31	0,67
Tổng tài sản/VCSH	3,27	2,67	2,15	2,27	3,77	2,31	1,67
Cơ cấu tài sản							
TS dài hạn/ Tổng TS	0,29	34,43%	34,73%	21,25%	15,80%	17,21%	42,44%
TS ngắn hạn/Tổng TS	0,71	65,57%	65,27%	78,75%	84,20%	82,79%	57,56%
Khả năng thanh toán							
Hệ số TT nhanh	1,10	1,06	1,19	0,55	0,61	0,90	2,67
Hệ số TT ngắn hạn	1,12	1,10	1,23	1,42	1,21	1,53	2,81
Năng lực HD (ngày)							
Số ngày phải thu	186,48	177,93	114	35	69	38	378
Số ngày tồn kho	166,33	163,85	125	89	103	67	40
Số ngày phải trả	110,63	129,27	68	46	101	118	58
Khả năng sinh lời							
Lợi nhuận gộp biên	25,98%	27,94%	29,73%	15,02%	20,14%	19,03%	21,76%
ROS	-4,89%	3,13%	5,11%	2,69%	2,10%	3,67%	8,13%
ROE	-11,25%	7,41%	13,34%	13,95%	14,14%	25,20%	5,19%
ROA	-3,69%	2,49%	5,58%	6,23%	3,76%	10,88%	6,06%

Nguồn: BSC tổng hợp

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### Chi phí vốn bình quân

Lãi suất phi rủi ro	9,20%
Lợi suất thị trường	16,19%
Beta	0,835
Chi phí vốn chủ sở hữu	15,04%
Chi phí vốn nợ	12,69%
Giá trị thị trường của nợ (tr đ)	251.651
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (tr đ)	324.178
chi phí vốn bình quân	12,79%

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

### Kết quả định giá

	Giá	Tỉ trọng
FCFF	40.883	50%
P/E	49.066	30%
P/B	58.616	20%
Giá hợp lý	46.900	

(Nguồn: BSC tổng hợp)

Báo cáo sử dụng các phương pháp P/E, P/B và FCFF để định giá DCL

#### 1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

Chúng tôi đánh giá FCFF là một phương pháp hợp lý để định giá DCL do phương pháp này có tính đến dòng tiền chiết khấu; và do công ty có tỉ lệ nợ vay cao, cơ cấu vốn đang thay đổi theo hướng giảm dần tỉ trọng nợ trong thời gian gần đây.

**Chúng tôi áp dụng mô hình FCFF 2 giai đoạn gồm:** (1) giai đoạn 1: từ 2014-2018 ứng với giai đoạn nhà máy thuốc kháng sinh được giảm 50% thuế TNDN; (2) giai đoạn 2: tăng trưởng dài hạn.

##### - Giai đoạn 1:

**Doanh thu:** Chúng tôi ước đoán, doanh thu trung bình năm tăng 5,29% từ 2013-2018, trong đó, doanh thu 2014 ước đạt 750 tỉ đồng, tăng 7,28% so với năm 2013.

**Lợi nhuận gộp biên:** Chúng tôi ước tính, lợi nhuận gộp biên tăng từ 29,73% năm 2013 lên 31,74% nhờ đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm có biên lợi nhuận cao.

**Lợi nhuận ròng:** Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận ròng hàng năm là 18,83% từ 2013-2018. Biên lợi nhuận ròng tăng từ 5,11% năm 2013 lên 9,35% do tăng lợi nhuận gộp biên, giảm chi phí lãi vay. Năm 2014, lợi nhuận ròng ước đạt 42 tỉ đồng, tương đương EPS đạt 4.201 đồng, tăng 18,98% so với năm 2013.

**Dòng tiền tự do:** tăng trưởng dòng tiền hàng năm ước đạt 4,50% từ 2014-2018



trong đó, chi tiêu và khấu hao tài sản cố định không thay đổi nhiều do công ty chưa có kế hoạch đầu tư mới.

- **Giai đoạn 2:** Chúng tôi ước tính tăng trưởng dòng tiền trong dài hạn là 3%.

**Chi phí vốn bình quân:** Chúng tôi sử dụng mô hình CAPM để tính toán chi phí vốn chủ sở hữu, với hệ số beta được cập nhật từ Bloomberg là 0,835; lợi suất phi rủi ro và lợi suất thị trường lần lượt là lợi suất của trái phiếu chính phủ 10 năm (9,2%) và lợi suất của chỉ số VN-index (16,19%). Chi phí vốn nợ được tính toán dựa trên báo cáo tài chính năm 2013 với thuế suất là 22%.

**Theo phương pháp này, giá hợp lý của DCL là 40.883 đồng.**

## 2. Phương pháp so sánh P/E:

Hệ số P/E ngành là 11,68

EPS 2014 kỳ vọng đạt là 4.201 đ/CP.

**Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 49.066 đ/CP**

## 3. Phương pháp so sánh P/B:

Hệ số P/B ngành là 2,04

Giá trị sổ sách của doanh nghiệp là 27.786 đ/CP.

**Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 58.616 đồng/CP**

## Kết quả định giá DCL

	Giá	Tỉ trọng
FCFF	40.883	50%
P/E	49.066	30%
P/B	58.616	20%
<b>Giá hợp lý</b>		<b>46.900</b>

**Quan điểm đầu tư:** DCL là một cổ phiếu phòng thủ với beta nhỏ hơn 1, thanh khoản khá. Kết quả kinh doanh của công ty được cải thiện nhờ tái cơ cấu hiệu quả, và nằm trong ngành Dược một ngành có tính chất phòng thủ cao. Một trong số rất ít công ty dược phẩm có đang có mức P/B khoảng 1.1 lần và P/E 8 lần. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DCL với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 46.900 đ/cp.

Mã cp	Vốn hóa (tr đ)	Doanh thu (TTM)	Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận sau thuế	ROA (%)	ROE (%)	P/E	P/B	EV/EBITDA
DCL	324.178	652.678.496.256	31,01%	5,71%	5,56	14,49	8,74	1,17	5,81
DHG	8.497.619	3.527.357.300.736	46,51%	16,71%	21,62	32,12	14,42	8,58	11,55
TRA	2.146.577	1.683.232.423.936	42,18%	9,08%	15,14	27,17	15,87	3,16	8,15
DMC	1.276.929	1.429.614.821.376	28,83%	7,43%	11,62	17,74	12,02	2,04	8,19
IMP	918.725	842.107.846.656	46,24%	7,13%	6,94	8,33	15,41	1,27	5,46
DHT	162.052	669.615.865.856	15,02%	2,69%	6,23	13,95	9,01	1,24	6,31
DBT	81.084	580.075.667.456	20,14%	2,10%	3,76	14,14	6,54	0,91	7,94
OPC	784.268	563.818.692.608	49,37%	9,98%	13,20	18,13	11,68	2,04	7,25
LDP	190.738	462.894.678.016	19,03%	3,67%	10,88	25,20	9,60	2,55	5,85
SPM	330.480	447.507.283.968	21,76%	8,13%	6,06	5,19	9,56	0,48	8,56
PMC	447.964	357.361.786.880	38,98%	15,60%	29,86	38,05	6,80	3,06	5,29
PPP	37.250	101.344.468.992	9,63%	-3,86%	2,14	6,57	17,62	1,95	26,39
<b>Trung vị</b>							<b>11,68</b>	<b>2,04</b>	<b>7,94</b>

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)



**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

**Trần Thăng Long**  
Trưởng Phòng Phân tích  
[longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

**Bùi Nguyên Khoa**  
[khoabn@bsc.com.vn](mailto:khoabn@bsc.com.vn)

**Lương Thu Hương**  
[huonglt@bsc.com.vn](mailto:huonglt@bsc.com.vn)

**Nguyễn Hoàng Việt**  
[vietnh@bsc.com.vn](mailto:vietnh@bsc.com.vn)

**Nguyễn Hồng Hà**  
[hanh@bsc.com.vn](mailto:hanh@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Tư vấn đầu tư**  
**Nguyễn Thanh Hoa**  
**Phụ trách phòng**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [hoant@bsc.com.vn](mailto:hoant@bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510

**Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức**  
**Nguyễn Ngọc Anh**  
**Phụ trách bộ phận**  
Tel: 0439352722 (175)  
Email: [anhnn@bsc.com.vn](mailto:anhnn@bsc.com.vn)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.