

CÔNG TY CỔ PHẦN XUẤT NHẬP KHẨU Y TẾ DOMESCO

Thông tin cổ phiếu	Ngày 12.08.2014
Mã	DMC
Ngành	Dược phẩm
Sàn	HOSE
Giá đóng cửa (VND)	41.400
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần(đồng)	42.000-43.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.085
KLĐLH	26.713.797
P/E trailing	10,82
P/B	1,84
EPS trailing (đồng)	5.583

- DMC sở hữu yếu tố cơ bản tốt dựa trên kinh nghiệm quản trị của Ban Lãnh đạo, chất lượng sản phẩm dòng thuốc kháng sinh và các thuốc đặc trị tim mạch, béo phì khá tốt cùng với sức khỏe tài chính rất lành mạnh. Trong giai đoạn 5 năm từ 2009, công ty đạt mức tăng trưởng CAGR vào khoảng 11%, đứng thứ ba sau hai công ty DHG và TRA
- Cơ cấu cổ đông của DMC khá tập trung với hơn 80% cổ phần thuộc về hai tổ chức lớn, trong đó tập đoàn dược phẩm Chile đóng vai trò cổ đông chiến lược (45,94%) đóng góp 3 thành viên trong HĐQT; còn tổ chức còn lại là SCIC (34,7%) nhưng theo kế hoạch sẽ thoái vốn vào năm 2015. Dự kiến CFR sẽ tiếp tục mua tiếp cổ phần của DMC nhằm gia tăng vị thế của mình tại công ty
- Domesco có triển vọng kinh doanh rất tốt vì hưởng lợi từ CFR và Abbott thông qua các kênh phân phối trên toàn thế giới và được tiếp cận các công thức thuốc đặc trị chưa được sản xuất tại Việt Nam. Đồng thời hoạt động kinh doanh cốt lõi của DMC là thuốc generic giá rẻ vốn có tốc độ tăng trưởng ấn tượng tại Việt Nam, được BMI dự báo sẽ duy trì ở mức 16,5% trong 5 năm tới
- Thách thức đối với Domesco là nhà máy Non-Betalactam hiện đang đã hoạt động hết công suất từ đầu năm 2014 mà phương án mở rộng nhà máy vẫn chưa được Ban lãnh đạo thống nhất khiến cho dư địa tăng trưởng trong ngắn hạn bị hạn chế
- Lũy kế 6T.2014, DMC đạt 772,2 tỷ đồng DT (+20,8% yoy, 49,3% KH) và 62,1 tỷ đồng LNST (+27,3% yoy, 47,4% KH). KQKD khả quan nhờ vào việc kiểm soát tốt chi phí bán hàng (-3,75% yoy) và chi phí lãi vay (-26,28% yoy), đồng thời ghi nhận khoản lợi nhuận khác đột biến (+3,87 tỷ đồng). Nhìn chung, DT và LNST của công ty trong năm 2014 được kỳ vọng sẽ đạt 1.819 tỷ đồng và 133,8 tỷ đồng. Các chỉ số EPS forward và P/E forward được tính toán sẽ rơi vào khoảng 5.012 đồng và 10,8x. VCBS khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DMC với giá mục tiêu **50.403 đồng**

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	6T.2014
TTS (Tỷ đồng)	834	848,9	1.019,8	973,7
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	575,4	570,3	628,5	655
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	1.132	1260,5	1.429,6	772,2
EBIT (Tỷ đồng)	69,2	81,8	101,9	83,53
LNST (Tỷ đồng)	80,1	90,1	107,2	62,1
Nợ/ TTS (%)	31	32,7	38,2	32,73
TSLN gộp (%)	33,01	31,07	28,83	27,32
TSLN ròng (%)	7,08	7,16	7,52	8,1
ROA (%)	9,6	10,63	10,54	6,41
ROE (%)	13,92	15,82	17,11	9,53

NỘI DUNG:

- Thông tin doanh nghiệp: Trang 02
- Phân tích hoạt động kinh doanh: Trang 06
- Phân tích SWOT: Trang 10
- Triển vọng ngành: Trang 11
- Triển vọng công ty: Trang 11
- Định giá: Trang 12
- Quan điểm đầu tư: Trang 13

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 20

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vCBS.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vCBS.com.vn

VCBS Bloomberg Page:

<VCBS><go>

Đỗ Hải Nam

+84 8 3820 5510 (ext. 401)

dhnam@vCBS.com.vn

28.07.2014

**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS**

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

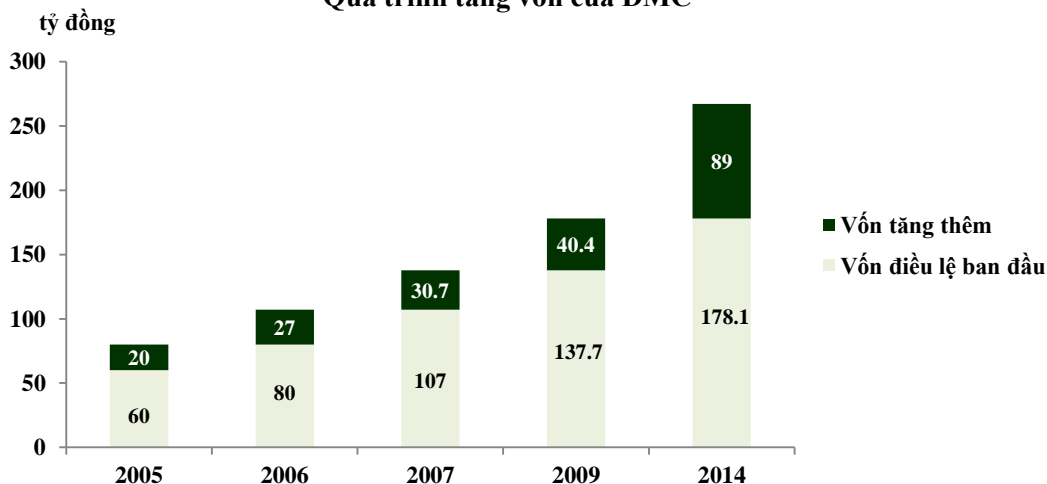
Tiền thân của Domesco là Công ty Vật tư Thiết bị Y tế trực thuộc Sở Y tế tỉnh Đồng Tháp, có nhiệm vụ chính là cung cấp, sửa chữa trang thiết bị Y tế cho Đồng Tháp. Năm 1992, công ty chính thức đổi tên thành Công ty Xuất Nhập Khẩu Y Tế Đồng Tháp (DOMESCO) như hiện tại và bắt đầu thực hiện chức năng sản xuất dược phẩm, sự kiện được đánh giá là bước ngoặt trong quá trình phát triển của công ty, vào năm 1993.

Đến năm 2004, công ty tiến hành cổ phần hóa với vốn điều lệ là 60 tỷ đồng và sau hai năm, mã chứng khoán DMC chính thức được niêm yết trên sàn HSX.

Hiện tại, công ty đang sở hữu một công ty con duy nhất là công ty TNHH Domenol chuyên sản xuất cồn công nghiệp và rượu thuốc với tỷ lệ nắm giữ 70% trên 10 tỷ đồng vốn điều lệ.

Quá trình tăng vốn điều lệ

Quá trình tăng vốn của DMC



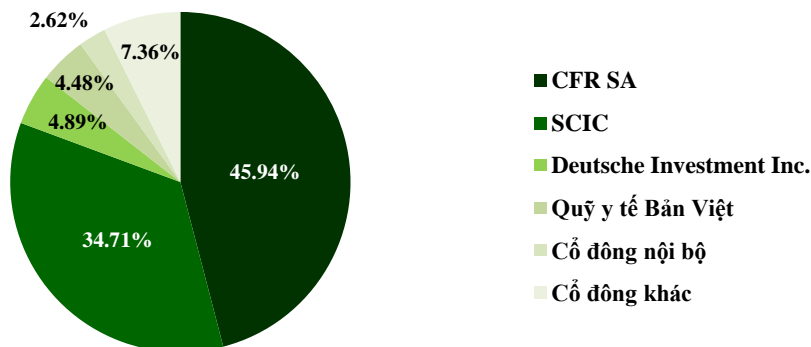
Nguồn: VCBS tổng hợp

Kể từ khi IPO từ năm 2005 với vốn điều lệ ban đầu là 60 tỷ đồng, DMC hiện tại đã nâng con số này lên hơn bốn lần đạt 267,1 tỷ đồng. Tuy nhiên, số tiền thực thu được từ những đợt phát hành cổ phiếu đạt 252 tỷ đồng và được ghi nhận chủ yếu vào nguồn thặng dư vốn cổ phần.

Đáng chú ý trong năm 2007, công ty đã huy động hơn 200 tỷ đồng dùng để xây dựng tổng kho tại 2 khu công nghiệp Cần Lố và Tân Tạo cùng với nhà máy đồng được.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông Domesco



Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhìn chung, cơ cấu cổ đông của DMC rất tập trung với 80,65% cổ phần thuộc về 2 tổ chức lớn là CFR và SCIC. Trong đó, công ty được phẩm CFR SA (Chilê) là đối tác chiến lược của DMC và hiện đang có tỷ lệ nắm giữ cao nhất (45,94%), tiếp sau đó là Công ty kinh doanh vốn nhà nước SCIC với tỷ lệ sở hữu 34,71%.

Theo Quy chế niêm yết, DMC không đáp ứng được điều kiện có đủ 100 cổ đông sở hữu ít nhất 20% cổ phần. Mặc dù HĐQT đã thông qua phương án phát hành cổ phiếu ESOP để pha loãng tỷ lệ 80,65% xuống ít nhất 78,65% nhưng đề xuất trên đã không được đưa ra trong ĐHCĐ năm 2013.

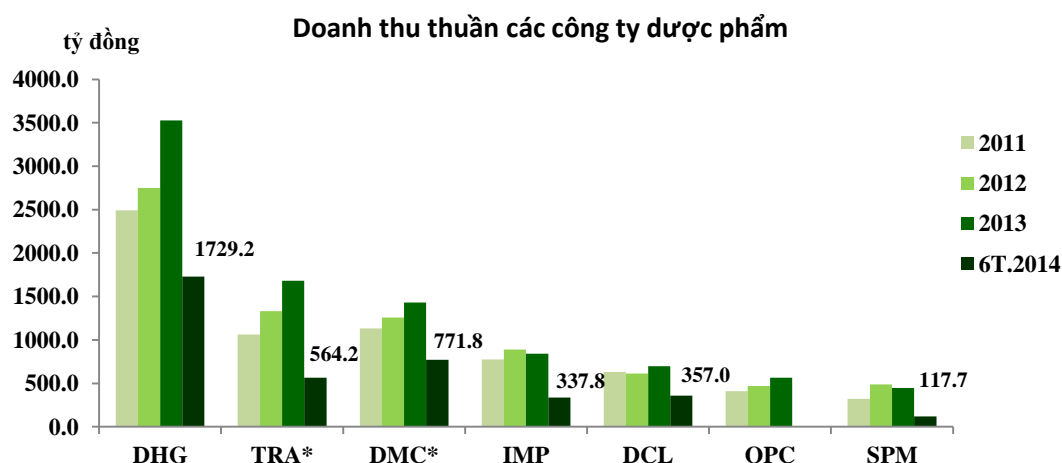
Ngoài ra, theo kế hoạch SCIC sẽ thoái vốn hoàn toàn khỏi DMC vào năm 2015 và nhiều khả năng CFR sẽ tiếp tục mua thêm cổ phần để gia tăng ảnh hưởng của mình tại DMC.

Vị thế và năng lực của DMC

Vị thế:

Trong năm 2013, Domesco là công ty sản xuất dược phẩm nội địa có doanh số bán thuốc cao thứ ba (1.429 tỷ đồng) sau TRA và DHG, đồng thời duy trì mức tăng trưởng kép CAGR là 11% trong giai đoạn 4 năm 2010-2013 (CAGR toàn ngành được vào khoảng 18.7% trong cùng khoảng thời gian).

Năm 2013, thị phần của công ty chiếm 4,9% trong tổng giá trị thuốc sản xuất trong nước và 2,06% so với chỉ tiêu thuốc toàn thị trường.



Doanh thu thuần của TRA* là doanh thu từ công ty mẹ

Nguồn: VCBS tổng hợp

Về phương diện nhân lực, trong tháng 5.2014, Domesco bổ nhiệm bà Lương Thị Hương Giang, đại diện vốn của CFR SA tại Việt Nam, lên làm tổng Giám đốc. Sự kiện này được xem như tín hiệu CFR bắt đầu can thiệp sâu hơn vào hoạt động kinh doanh của Domesco sau 3 năm làm cổ đông lớn. Đồng thời bà Giang đã có hơn 20 năm kinh nghiệm hoạt

động trong ngành dược, đã làm trưởng đại diện nhiều công ty dược nước ngoài, nên được kỳ vọng sẽ mang lại những thay đổi tích cực cho công ty.

Năng lực sản xuất:

Nhà máy Non-Betalactam: đang vận hành tại mức công suất tối đa, sản xuất hơn 1,1 tỷ đơn vị sản phẩm trong năm 2013 (+9,95% yoy). Công ty hiện đang lên kế hoạch nâng cấp công suất nhà máy nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường nội địa và thực hiện các đơn hàng gia công cho CFR.

Nhà máy Penicillin: có công suất thiết kế 250 triệu đv sản phẩm/năm, hiện đang cung ứng ra thị trường 14 sản phẩm với số lượng 235.6 triệu viên (+22.8% yoy, 94,2% CS)

Nhà máy Cephalosporin: đang hoạt động tại mức 88.5% tổng công suất và được công ty dự kiến nâng cấp lên tiêu chuẩn GMP Colombia trong năm nay và sau đó là PIC/S.

Nhà máy đông dược: tổng giá trị đầu tư khoảng 130,5 tỷ đồng với công suất thiết kế 250 tấn sản phẩm/năm, được đưa vào hoạt động từ T6/2010. Tuy nhiên, công ty mới chỉ lấp đầy được 18,5% công suất thiết kế do số lượng các sản phẩm được liệu còn hạn chế (19 sản phẩm) và các sản phẩm mới có độ nhận diện thương hiệu còn thấp.

Ngoài ra, công ty còn gián tiếp sở hữu một nhà máy còn sản xuất Domenol (công suất 1,5 triệu lít/năm). Việc nghiệm thu cho dây chuyền thiết bị được hoàn thành vào cuối tháng 5/2013.

So sánh với các DN khác

STT	Mã	TTS (tỷ đồng)	VDL (tỷ đồng)	Ti suất LN gộp (%)	Ti suất LN ròng (%)	Nợ/TTS (%)	ROA TTM (%)	ROE TTM (%)	EPS TTM (đồng)	P/E (lần)	P/B (lần)
1	DHG	3.074	654	46,51	16,71	34,95	19,17	29,74	9.016	13	4,15
2	TRA	1.088	247	42,86	8,87	30,78	13,72	21,83	7.487	12	2,62
3	SPM	1.119	140	20,33	4,36	39,73	1,74	2,89	1.418	20	0,58
4	DMC	979	267	28,83	7,43	35,71	10,85	16,95	5.967	11	1,86
5	IMP	867	167	46,45	7,25	16,24	7,04	8,4	3.720	12	1,01
6	DCL	613	101	29,73	5,1	53,43	5,83	12,51	3.600	7	0,88
7	OPC	538	129	50,71	9,98	32,69	10,45	15,52	4.376	12	1,86
8	DHT	325	63	15,93	3,6	48,3	8,24	18,82	4.260	9	1,69
9	DBT	321	30	20,61	1,81	70,38	3,28	12,27	3.507	6	0,74
10	PMC	208	93	41,73	15,6	24,03	26,68	35,11	6.001	8,2	2,88
11	LDP	185	34	13,41	3,88	57,69	9,67	22,85	5.288	9	2,05
12	PPP	109	23	10,85	n/a	71,57	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
TB				30,66	7,69	42,95	10,6	17,9		10,8	1,84

Nguồn: VCBS tổng hợp

So với các công ty được phân tích khác thì các chỉ số tài chính của DMC nằm trong khoảng giá trị trung bình, đáng chú ý biên lợi nhuận gộp ở mức thấp vì tỷ trọng hàng kinh doanh của công ty tương đối cao (gần 30% DT) mà mặt hàng này có biên lợi nhuận rất thấp, vào khoảng 7,6% so với mức 45,44% của hàng tự sản xuất. Hơn nữa, từ năm 2010, Domesco chiết khấu doanh thu hàng khuyến mại nhằm cắt giảm chi phí bán hàng khiến doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp bị suy giảm. Ngoài ra, cơ cấu vốn của DMC được đánh giá là khá lành mạnh, thể hiện qua hệ số Nợ/TTS chỉ ở mức 35,71% so với tỷ lệ 42,95% của toàn ngành.

Dưới đây, mô hình Dupont cơ bản sẽ được sử dụng để phân tích chỉ số ROE của DMC và 3 công ty được niêm yết đầu ngành hiện tại là DHG, TRA và IMP trong giai đoạn 2009-2013

		2009	2010	2011	2012	2013
DMC	Biên lợi nhuận thuần (1)	7,15	7,93	7,08	7,14	7,43
	Hệ số vòng quay tài sản (2)	1,5	1,36	1,36	1,48	1,46
	Đòn bẩy tài chính (3)	1,41	1,4	1,45	1,49	1,56
	ROE = (1)*(2)*(3)	15,1%	15,1%	14,0%	15,7%	16,9%
TRA	Biên lợi nhuận thuần	6,83	7,71	8,34	9,77	8,87
	Hệ số vòng quay tài sản	1,84	1,49	1,27	1,37	1,55
	Đòn bẩy tài chính	1,54	1,66	2,1	2,14	1,6
	ROE	19,4%	19,1%	22,2%	28,6%	22,0%
DHG	Biên lợi nhuận thuần	20,45	18,73	16,68	13,77	16,71
	Hệ số vòng quay tài sản	1,14	1,12	1,25	1,16	1,15
	Đòn bẩy tài chính	1,49	1,42	1,44	1,41	1,55
	ROE	34,7%	29,8%	30,0%	22,5%	29,8%
IMP	Biên lợi nhuận thuần	9,95	10,53	10	9,69	7,25
	Hệ số vòng quay tài sản	0,9	1,01	0,94	1,03	0,97
	Đòn bẩy tài chính	1,35	1,27	1,67	1,21	1,19
	ROE	12,1%	13,5%	15,7%	12,1%	8,4%

Nguồn: VCBS tổng hợp

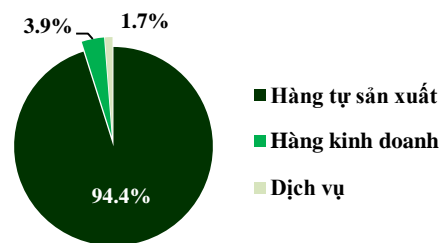
Nhìn chung, DMC sở hữu hệ số vòng quay tài sản tương đối cao cùng với sự gia tăng của đòn bẩy tài chính qua các năm nên công ty xếp thứ 3 về hiệu quả sử dụng đồng vốn từ chủ sở hữu, sau DHG và TRA.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

Cơ cấu doanh thu theo nhóm hàng

	2012	2013	6T.2014	Tỷ trọng
Hàng tự sản xuất	901,8	1007,6	558	72,3%
Hàng kinh doanh	358,1	410,7	210,1	27,2%
Dịch vụ	5,5	7,2	3,6	0,4%



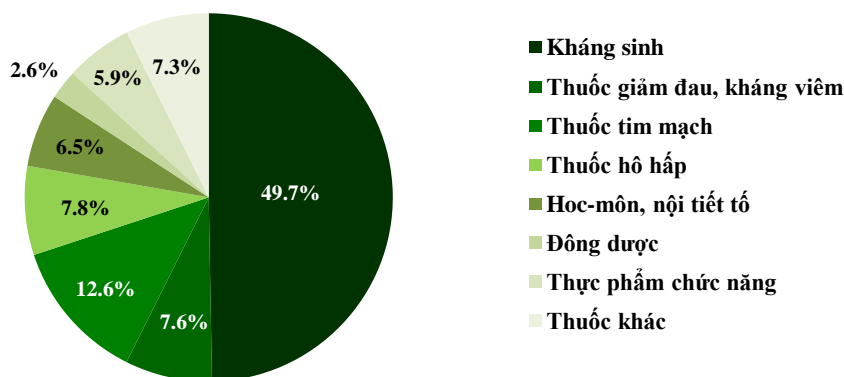
Cơ cấu doanh thu DMC theo nhóm hàng

Cơ cấu lợi nhuận gộp 6T.2014

Các sản phẩm tự sản xuất của DMC luôn duy trì tỷ trọng doanh thu trên 70% kể từ năm 2011 đến nay, đồng thời cũng là mảng có biên lợi nhuận cao nhất (43,5%). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2014, doanh thu hàng tự sản xuất đạt 558 tỷ đồng (+22,6% yoy) đóng góp 94,4% lợi nhuận gộp.

Tiếp sau đó là các mặt hàng kinh doanh với doanh thu trong nửa đầu năm 2014 là 210,1 tỷ đồng (+16,7% yoy). Tuy nhiên lĩnh vực kinh doanh này có biên lợi nhuận rất thấp (khoảng 4%) nên tỷ trọng trong lợi nhuận gộp chỉ chiếm 3,9%. Sau cùng là mảng cung cấp dịch vụ chỉ là hoạt động phụ nên mang lại doanh thu không đáng kể (3,6 tỷ đồng, +2,9% yoy).

Cơ cấu doanh thu theo nhóm thuốc



Nguồn: VCBS tổng hợp (BCTN 2011)

Đối với các nhóm thuốc của Domesco, dòng kháng sinh có chất lượng tốt nhờ sử dụng nguồn nguyên liệu nhập từ Châu Âu và đã có 5 sản phẩm được chứng minh tương đương sinh học. Vì thế, dòng thuốc này đóng vai trò chủ lực trong danh mục sản phẩm của công ty, được thể hiện qua mức tỷ trọng doanh thu 50%. Tuy vậy, đây là dòng sản phẩm phổ thông nên bị cạnh tranh rất gay gắt trên thị trường. Bản thân DMC cũng chỉ sản xuất được dạng thuốc viên nén, không có nhà máy sản xuất thuốc tiêm kháng sinh nên cổ đông chiến lược CFR SA buộc phải gia công qua Imexpharm.

Ngoài ra, DMC còn có thể mạnh sản xuất các loại thuốc đặc trị tim mạch và tiểu đường có giá thấp hơn 30%-40% so với thuốc nhập khẩu. Domesco cho biết công ty đang tập trung phát triển dòng sản phẩm này vì có biên lợi nhuận cao và đã có sẵn uy tín trên thị trường.

Thực phẩm chức năng của Domesco có độ nhận diện thương hiệu không cao nên mức tăng trưởng và tỷ trọng doanh thu còn ở mức khiêm tốn. Tuy nhiên, dòng sản phẩm này từ cuối năm 2013 được công ty định hướng trở thành mảng kinh doanh chiến lược thông qua việc nghiên cứu sản phẩm mới và đẩy mạnh công tác marketing nên tỷ lệ đóng góp vào doanh thu trong những năm tới được dự báo sẽ cải thiện.

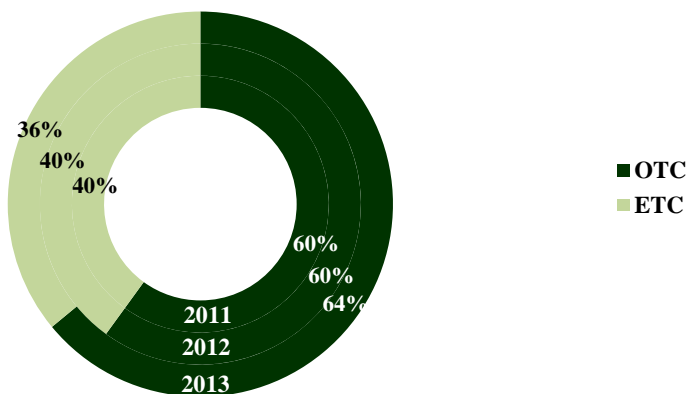
Cơ cấu doanh thu theo thị trường

	Nội địa (tỷ đồng)	Xuất khẩu (tỷ đồng)
2011	1.107,14	24,96
2012	1.223,6	33
2013	1.392,3	37,3
6T.2014	693,5	18,3

Nguồn: VCBS tổng hợp

Xét cơ cấu doanh thu theo thị trường, tỷ lệ xuất khẩu của DMC còn rất thấp, chỉ chiếm vào khoảng 2% tổng doanh thu thuần qua các năm. Tuy nhiên, trong tương lai con số này được kỳ vọng sẽ tăng trưởng đột biến nhờ vào hai yếu tố. Yếu tố đầu tiên là CFR đang bị thu tóm bởi Abbott để trở thành bộ phận kinh doanh thuốc generic cho tập đoàn dược phẩm hàng đầu thế giới này và DMC sẽ nghiêm nhiên được hưởng lợi từ hệ thống phân phối toàn cầu của Abbott và yếu tố còn lại là DMC đang nâng cấp tiêu chuẩn nhà máy Cephalosporin lên PIC/S, nếu thành công, sẽ giúp cho sản phẩm kháng sinh của công ty thâm nhập vào những thị trường khó tính như Châu Âu, Mỹ và Nhật Bản.

Cơ cấu doanh thu theo hệ thống phân phối



Nguồn: VCBS tổng hợp

Phần lớn doanh thu của DMC đến từ kênh không kê toa OTC (hơn 60%) Điều này giúp DMC ít bị ảnh hưởng từ thông tư liên tịch số 01/2012/TTLT-BYT-BTC và 36/12/TTLT-BYT-BTC của Bộ Y Tế quy định về việc đấu thầu thuốc vào bệnh viện như những công ty phụ thuộc phần lớn vào hệ điều trị như Imexpharm. Tuy vậy, Domesco cho biết sẽ tập trung phát triển mảng OTC để tránh rủi ro cạnh tranh với các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc và Ấn Độ trong đấu thầu thuốc. Cụ thể năm 2013, mức tăng trưởng của kênh ECT giảm xuống 2,4% yoy, chỉ bằng 1/5 so với năm trước đó, nhưng cùng kì kênh OTC ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng 21,4% giúp DTT thuần tăng 13,7% so với năm 2012.

Các khoản đầu tư vào công ty liên kết

Công ty con			
Tên công ty	Số vốn góp (tỷ đồng)	Lãi (lỗ) lũy kế (tỷ đồng)	Đã thoái vốn (tỷ đồng)
TNHH Domenol	9	-2.07	0
Công ty liên kết			
Tên công ty	Số vốn góp	Lãi (lỗ) lũy kế	Đã thoái vốn
Cô phần Domedic	13.57	-5	13.57
Cô phần Bao bì Công nghệ cao Vinh Tường	20	-0.985	Chuyển sang đầu tư dài hạn
Cô phần Domenol	40	0	40

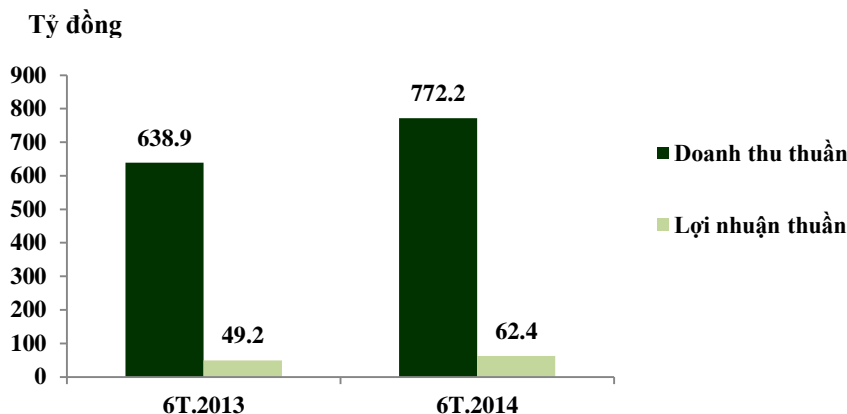
Nguồn: VCBS tổng hợp

Các công ty con và công ty liên kết với DMC đều hoạt động không hiệu quả và phần lớn đã được thoái vốn.

Đến thời điểm tháng 6/2014, Domesco chỉ còn duy trì hoạt động một công ty con duy nhất là công ty TNHH Domenol, hoạt động trong lĩnh vực sản xuất cồn công nghiệp và rượu thuốc. Hoạt động kinh doanh rượu thuốc gặp nhiều khó khăn do bị áp mức thuế tiêu thụ đặc biệt cao, hiện ở mức 25% và nhiều khả năng sẽ tăng lên mức 35% vào năm 2015. Ban giám đốc DMC cho biết đang trong quá trình tái cơ cấu lại công ty con này và có thể là sẽ bán cho một công ty khác trong năm nay.

Về công ty Bao bì Công nghệ cao Vĩnh Tường (Vipaco) do mới nâng vốn điều lệ từ 50 tỷ đồng lên 150 tỷ đồng nên được Domesco kết chuyển sang khoản đầu tư dài hạn khác.

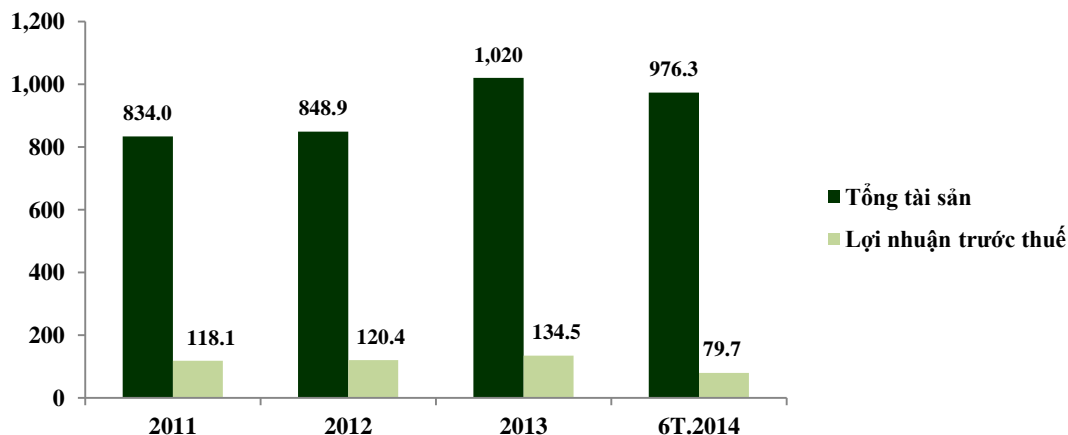
Tình hình kinh doanh 6T.2014



Nguồn: VCBS tổng hợp

Nửa đầu năm 2014, KQKD của Domesco chứng kiến mức tăng trưởng vượt bậc với DT đạt 771,8 tỷ đồng (+20,8% yoy, 53,9% KH) và LNST đạt 62,4 tỷ đồng (+27,02% yoy, 47,6% KH). Biên lợi nhuận thuần được cải thiện nhẹ, tăng lên 8% từ 7,6% nhờ sự gia tăng các sản phẩm tự sản xuất có biên LN gộp cao hơn. Ngoài ra các yếu tố chi phí được kiểm soát tốt, cụ thể là chi phí bán hàng và chi phí tài chính lần lượt giảm giảm 3,75% và 26,28% so với cùng kỳ trong khi thu nhập khác tăng gần 4 tỷ đồng. Ngoài ra, DTT 7 tháng đầu năm 2014 ước tính vào khoảng 894 tỷ đồng (+17,2% yoy) với động lực chính đến từ hàng tự sản xuất (+23% yoy).

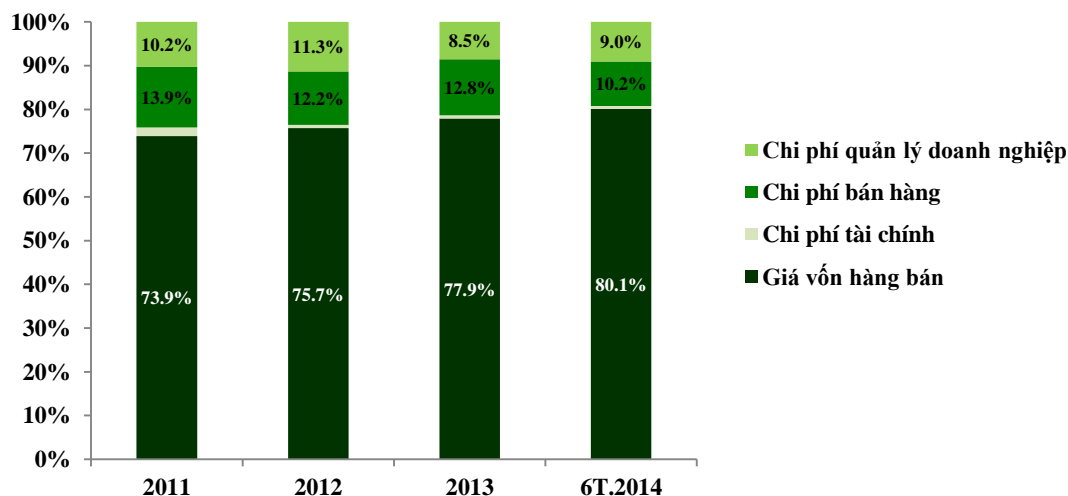
Tiêu điểm tài chính



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tăng trưởng tài sản và lợi nhuận: Tổng tài sản của công ty thể hiện xu hướng tăng đều qua các năm với CAGR khoảng 10.6% (đã loại trừ yếu tố tăng vốn điều lệ) và đạt mức hơn 1020 tỷ vào năm 2013 (+20% yoy) và 973 tỷ đồng vào cuối T6.2014 (+7,9% yoy). Tương tự, lợi nhuận trước thuế của DMC trong cùng thời điểm đạt mức 134,5 tỷ đồng và 80,1 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng trưởng +19% và +28,02% so với cùng kỳ.

Cơ cấu chi phí Domesco



Nguồn: VCBS tổng hợp

Cơ cấu chi phí: Giá vốn hàng bán là chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất của DMC và có chiều hướng gia tăng qua các năm do giá nguyên liệu nhập khẩu tăng nhanh hơn giá bán bị kiểm soát bởi Bộ Y Tế. Tuy nhiên, yếu tố chính khiến chi phí giá vốn ở mức cao như đã đề cập là do doanh thu hàng kinh doanh với biên lợi nhuận thấp chiếm gần 1/3 tổng doanh thu thuần. Nếu xét trên hàng tự sản xuất, cơ cấu giá vốn hàng bán của DMC khá cạnh tranh so với đối thủ, rơi vào mức 54,6% so với 53,49%, 57,14% và 53,55% của DHG, TRA và IMP

Tuy nhiên, DMC kiểm soát rất tốt hai loại chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng, duy trì CAGR trong ba năm từ 2011 ở mức 8,3% và 3,1%, thấp hơn rất nhiều so mức tăng hai con số của các công ty dược phẩm khác. Thậm chí trong nửa đầu năm 2014, chi phí bán hàng giảm nhẹ -3,65% so với cùng kỳ năm ngoái. Các yếu tố giúp công ty giảm thiểu chi phí bán hàng là nhờ công ty thay đổi cách hạch toán với hàng khuyến mại (không ghi nhận đồng thời doanh thu và chi phí bán hàng tương ứng), cùng với việc chuyển qua sử dụng chiết khấu trực tiếp trên hóa đơn thay vì tặng hàng khuyến mại và DMC sở hữu hệ thống phân phối thuốc sâu rộng nên ít tốn chi phí qua các công ty phân phối trung gian. Về dài hạn, do Domesco chuyển hướng sang phát triển kênh OTC nên chi phí tiếp thị và bán hàng nhiều khả năng sẽ tăng mạnh.

Mặt khác, chi phí tài chính giảm dần qua các năm nhờ công ty đã tắt toán các khoản vay lãi suất cao với công ty liên kết Domic (17%/năm) và các cá nhân khác (15%/năm).

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

	2011	2012	2013	TB ngành 2013	6T.2013	6T.2014
Hệ số quay vòng hàng tồn kho	6,02	5,71	4,6	4,3	1,43	1,85
Hệ số các khoản phải thu	5,3	4,9	4,7	5,3	1,97	2,38
Hệ số các khoản phải trả	14,4	8,61	5,82	7,26	3,66	2,67
Hệ số vòng quay vốn lưu động	4,4	4,7	4,4	4,8	1,95	1,98

Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhận xét chung, DMC đang được điều hành rất hiệu quả dựa trên những chỉ số hoạt động kinh doanh tương đương với mức trung bình ngành. Hết quý 2.2014, hệ số quay vòng hàng tồn kho tăng nhẹ so với cùng kì năm trước, được giải thích do công ty tích trữ lượng hàng tồn kho lớn cho 2 quý cuối năm, vốn là khoảng thời gian cao điểm của ngành dược phẩm

Đối với vòng quay các khoản phải trả, chỉ tiêu này giảm dần qua các năm và xuống mức dưới trung bình ngành vào năm 2013 do công ty có giao dịch mua một lượng hàng lớn từ công ty CFR (43,7 tỷ) trong quý 3

		2011	2012	2013	6T.2014
Thanh khoản	Hệ số thanh toán hiện thời	2,05	1,97	1,84	2,12
	Hệ số thanh toán nhanh	1,28	1,17	1,03	1,16
Tồn tại lâu dài (Solvency)	Hệ số nợ trên tổng tài sản	0,31	0,33	0,38	0,33
	Hệ số nợ trên vốn chủ sở hữu (VCSH) *	0,23	0,13	0,17	0,13
	Khả năng thanh toán lãi vay bằng EBIT	8,85	13,5	23,9	20,05
	Khả năng thanh toán lãi vay bằng dòng tiền từ hoạt động thuần	8,6	12,54	10	4,96

* Các khoản nợ có lãi vay

Nguồn: VCBS tổng hợp

Sức khỏe tài chính: Xu hướng giảm được thể hiện trong hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh của công ty qua các năm, tuy vậy đã cải thiện trong 6 tháng đầu năm 2013 vì công ty đã giảm các khoản vay ngắn hạn 17,3% so với cùng kỳ

Về đòn bẩy tài chính, khoản nợ phải trả của DMC đều tập trung ở những khoản không có gánh nặng lãi vay (tỷ trọng hơn 70% trên tổng dư nợ) và đối với các khoản vay dài hạn công ty đã tiến hành trả hết các khoản nợ này từ đầu năm 2013. Vì vậy, sức khỏe tài chính của DMC được xem là an toàn.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Sản phẩm chất lượng tốt, một số sản phẩm thuộc dòng điều trị tim mạch và béo phì được thị trường ưa chuộng
- Khâu nghiên cứu và phát triển sản phẩm dần được chú tâm và phát triển
- Sở hữu hệ thống phân phối có chiều sâu và một lượng lớn khách hàng trung thành
- Tổng giám đốc mới được bổ nhiệm có nhiều kinh nghiệm ở thương trường quốc tế

Điểm yếu

- Phần lớn nguyên liệu còn phải nhập khẩu, chịu nhiều rủi ro về biến động tỷ giá
- Mức độ nhận diện người tiêu dùng vẫn còn thấp so với thuốc ngoại nhập
- Nhà máy Non-betalactam đã chạy hết công suất trong khi phương án mở rộng chưa được thống nhất
- Các sản phẩm phổ thông, trùng lặp với nhiều doanh nghiệp khác

Cơ hội

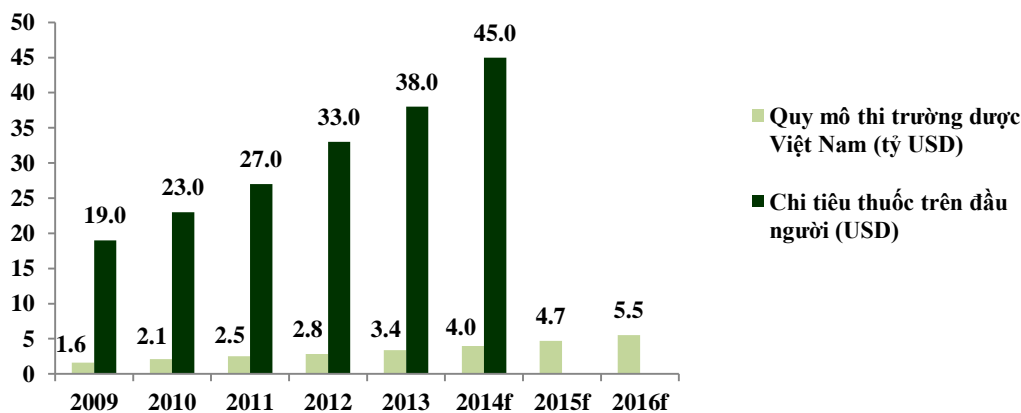
- Tiềm năng phát triển thị trường còn nhiều nhờ dân số tăng nhanh và ý thức bảo vệ sức khỏe của người Việt Nam được cải thiện
- Thu nhập của người Việt còn thấp, phù hợp với các loại thuốc giá rẻ
- Cam kết của Chính phủ về việc hỗ trợ ngành dược trong nước
- Có cơ hội phân phối thuốc cho Abbott và CFR SA
- CFR bắt đầu can thiệp vào hoạt động của công ty, nhiều khả năng DMC sẽ được chuyển giao công nghệ và công thức sản xuất những thuốc đặc trị chưa được phát triển ở Việt Nam
- Nếu nhà máy Cephalosporin đạt được chứng nhận quốc tế, cơ hội xuất khẩu thuốc sang các thị trường EU và Mỹ sẽ rộng mở

Thách thức

- Thị trường dược trong nước có độ tập trung thấp, cạnh tranh gay gắt. Cam kết lộ trình WTO mở cửa hoàn toàn ngành dược phẩm vào năm 2015 khiến công ty phải cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ ngoại khác có tiềm lực về kinh nghiệm và tài chính
- Ngành dược chịu sự quản lý giá của nhà nước trong khi giá nguyên liệu luôn có xu hướng tăng
- Tâm lý người Việt ưa chuộng dùng hàng ngoại
- Thông tư liên tịch của Bộ Y Tế về quy trình đấu thầu thuốc ở bệnh viện gây nhiều khó khăn cho doanh nghiệp có chất lượng được phẩm tốt nhưng giá cao

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Ngành dược

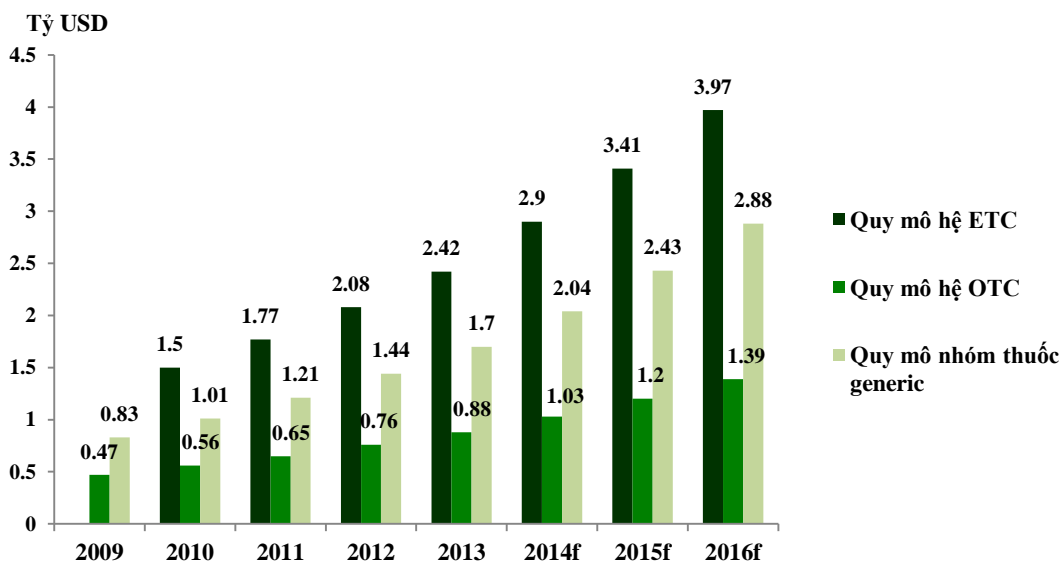


Nguồn: BMI tổng hợp

Theo BMI, ngành dược Việt Nam chứng kiến sự tăng trưởng mạnh về quy mô thị trường trong ba năm gần đây, đạt mức 3.36 tỷ USD vào năm 2013 (+17,3% yoy) và xu hướng trên được dự báo sẽ tiếp tục với CAGR 15,6% trong 4 năm tới. Cùng lúc, mức chi tiêu thuốc trên đầu người ở Việt Nam đã tăng hơn gấp đôi kể từ năm 2009 đến mức 40 USD/người/năm 2013. Hơn nữa về bản chất sản phẩm ngành dược là nhu yếu phẩm cần thiết với đời sống của người dân nên triển vọng phát triển của ngành luôn ở mức khả quan.

Ngoài ra, Chính phủ Việt Nam cũng chủ trương gia tăng thị phần thuốc sản xuất trong nước, cam kết sẽ hỗ trợ đầu tư phát triển hệ thống cung ứng cũng như xây dựng các trung tâm nghiên cứu sinh khả dụng và tương đương sinh học (BA/BE) trong nước, với mục tiêu đến năm 2020, thuốc sản xuất trong nước sẽ chiếm 80% tổng giá trị thị trường. Đây là cơ hội cho các công ty sản xuất nội địa như DMC đẩy mạnh nghiên cứu và phát triển thêm nhiều loại thuốc đặc trị có khả năng cạnh tranh với các loại thuốc ngoại vốn có vị thế độc quyền trên thị trường.

Doanh nghiệp



Nguồn: BMI tổng hợp

Theo đánh giá của BMI, thị trường thuốc generic ở Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong ba năm tới dựa trên điều kiện thu nhập của người dân còn thấp và vấn đề bảo hộ trí tuệ (IP) chưa được chú trọng.

Trong đó, quy mô của hệ OTC được kỳ vọng trong 3 năm tới sẽ tăng với mức CAGR 16,4%, quy mô đạt 1.39 tỷ USD do người Việt có tâm lý ngại khám bác sĩ mà thường tìm kiếm tư vấn thuốc qua các dược sĩ ở nhà thuốc. Mặt khác kênh ETC cũng có mức tăng trưởng dự báo ấn tượng, chạm mức 2,88 tỷ USD năm 2016 (CAGR 18,8%). Với cơ cấu doanh thu không quá phụ thuộc vào 1 kênh phân phối, tiềm năng phát triển của DMC là rất lớn.

Hơn nữa, Domesco sở hữu lợi thế cạnh tranh rất lớn đến từ đối tác chiến lược CFR SA vì đây là một tập đoàn dược phẩm quốc tế có thế mạnh về các dòng thuốc chuyên trị ung thư, chống thải ghép và các dòng kháng sinh thế hệ mới, vốn tại Việt Nam chưa được sản xuất đại trà. Thông qua đối tác Chile này, Domesco có thể tiếp cận được các công thức thuốc đặc trị trên và có cơ hội phân phối các dược phẩm của CFR cũng như xuất khẩu thương hiệu DMC qua các quốc gia Nam Mỹ.

Song song với triển vọng, rủi ro trọng yếu khi đầu tư vào DMC là nhà máy Non-betalactam hiện đã hoạt động hết công suất mà kế hoạch mở rộng nhà máy chưa được ban lãnh đạo thống nhất cộng với việc giá thuốc bị kiểm soát bởi Bộ Y Tế nên dự địa tăng trưởng cho những năm tiếp theo là không nhiều. Mặt khác, nhà máy đồng được có giá trị đầu tư lớn nhưng DMC chưa có kinh nghiệm trong sản xuất mặt hàng này khiến nhà máy chỉ được vận hành cầm chừng, mức doanh thu tạo ra không bù đắp được chi phí khấu hao.

ĐỊNH GIÁ

Giá định của mô hình

Xác định tỷ lệ chiết khấu

R_f = lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm = 7.85%

Beta (β) = 0.44 (hệ số Beta daily được tính trên dữ liệu 5 năm)

Phân bù rủi ro thị trường = 9.3% (Damodaran)

$K = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 11.95\%$ (mô hình CAPM)

Các phương pháp định giá

Phương pháp hệ số

STT	Mã	EPS (TTM)	P/E trailing	Book Value	P/B trailing
1	DHG	9,016	13	27,627.6	4.15
2	TRA	7,486.9	12	26,534	2.62
3	SPM	1,418.4	20	48,421	0.58
4	DMC	5,965.9	11	32,2281	1.86
5	IMP	3,720.1	12	40,176	1.01
6	DCL	3,600	7	27,012	0.88
7	OPC	4,375.5	12	26,737	1.86
8	DHT	4,259.6	9	22,314	1.69
9	DBT	3,507.2	6	26,771	0.74
10	PMC	6001.3	8.21	16,683	2.88
11	LDP	5,288.6	9	21,764	2.05
Giá trị trung bình			10.8		1.85

	Hệ số	EPS trailing (đồng)	Book Value (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)
Phương pháp so sánh P/E	10.82	5.012		54.227
Phương pháp so sánh P/B	1.85		25,737	47.510

Giá cổ phiếu DMC theo phương pháp P/E và P/B lần lượt là **54.227 đồng** và **47.510 đồng**

Phương pháp chiết khấu dòng tiền thuần của chủ sở hữu (FCFE)

	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019f
Lợi nhuận thuần	133,88	148,64	169,88	184,86	204,41	224,13
Chi phí phi tiền mặt	27,34	28,26	30,12	32,69	35,62	38,19
Thay đổi vốn lưu động	-15,14	49,53	57,95	52,41	17,70	47,55
Chi mua tài sản	-22,85	-30,37	-42,78	-52,34	-52,78	-52,85
Khoản vay thuần	4,64	-1,49	-0,08	0,38	0,39	0,07
FCFE	15,391	100,1	87,1	82,65	143,3	136,2
Suất chiết khấu	11,95%					
Số kỳ		1	2	3	4	5
Giá trị hiện tại		89,42	69,53	58,9	91,25	973,9
Tổng giá trị hiện tại	1282,99					
Số cổ phiếu đang lưu hành	26,713,719					
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (đồng)	48.027					

Giá cổ phiếu DMC theo phương pháp này là **48.027 đồng**

Tổng hợp các phương pháp

Chúng tôi đề tỷ trọng 40% cho phương pháp so sánh P/E và phương pháp chiết khấu FCFE vì hai phương pháp này bám sát tình hình hoạt động của DMC trong quá khứ cũng như tương lai.

Còn tỷ trọng cho phương pháp DDM sẽ chỉ là 20% do giả định rằng dòng cổ tức từ năm 2021 trở đi sẽ dựa trên tăng trưởng lợi nhuận, không còn phần trăm chiết khấu trên mệnh giá. Tương tự, phương pháp P/B có tỷ trọng 20% vì DMC đang trong giai đoạn phát triển nên hệ số P/B không phản ánh đúng giá trị của công ty.

Mô hình định giá	Giá trị (đồng)	Tỉ trọng
Phương pháp so sánh P/E	54.227	40%
Phương pháp so sánh P/B	47.510	20%
Phương pháp chiết khấu FCFE	48.027	40%
Giá trị hợp lý của 1 cổ phiếu DHG	50.403	

Quan điểm đầu tư

Khuyến nghị: MUA

Domesco là công ty có yếu tố cơ bản và triển vọng kinh doanh rất tốt nhờ vào (1) danh mục thuốc có chất lượng tốt và giá cả cạnh tranh; (2) nhà máy kháng sinh Cephalosporin đạt tiêu chuẩn quốc tế sẽ thúc đẩy doanh số xuất khẩu (3) công ty chuyên sản xuất dòng thuốc generic vốn được khuyến khích phát triển tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép CAGR trong 5 năm tiếp theo được dự báo vào mức 16,5%; (4) công ty đang trong giai đoạn tái cơ cấu sản phẩm và tập trung nâng cao tỷ trọng hàng sản xuất giúp cải thiện biên lợi nhuận và đặc biệt là (5)DMC bắt đầu hưởng lợi từ cổ đông chiến lược CFR SA trên các dự án thuốc đặc trị chữa ung thư và hợp đồng nhượng quyền sản xuất.

Rủi ro đầu tư đối với DMC là hiện tại nhà máy Non-betalactam đã đạt công suất tối đa nên dư địa tăng trưởng trong năm nay không còn nhiều. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện thời chưa phản ánh đúng giá trị nội lực của công ty; vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DMC với giá mục tiêu là **50,403 đồng**

PHỤ LỤC

Dự báo kết quả kinh doanh DMC trong tương lai

	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019 onwards
Doanh thu	1.819,3	2.085,1	2.397,2	2.648,3	2.941,9	3.273,5
Giảm trừ doanh thu	-181,9	-208,5	-239,7	-264,8	-294,2	-327,4
Doanh thu thuần	1.637,4	1.876,6	2.157,5	2.383,5	2.647,7	2.946,2
Giá vốn hàng bán	-1.138,4	-1.307,0	-1.506,9	-1.665	-1.847,5	-2.056,5
Lãi gộp	499	569,6	650,6	718,5	800,2	889,7
Thu nhập tài chính	8,4	9,6	10,8	11,9	13,3	14,8
Chi phí tài chính	-10,4	-14,8	-16,8	-22,5	-26,8	-33,6
Chi phí lãi vay	-7,3	-10,3	-11,7	-15,3	-18,5	-23,2
Chi phí bán hàng	-188,1	-217,6	-249,0	-275,6	-305,9	-340,5
Chi phí quản lý DN	-146,2	-166,8	-190,3	-208,8	-233,5	-259,5
LN từ hoạt động kinh doanh	162,6	180	205,4	223,7	247,3	271
Thu nhập khác	4,9	6,3	7,5	8,1	8,9	10,0
Chi phí khác	-0,9	-1,1	-1,4	-1,5	-1,6	-1,8
Lãi (lỗ) từ công ty liên kết	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	166,7	185,1	211,5	230,2	254,6	279,1
Thuế TNDN	-32,8	-36,5	-41,7	-45,3	-50,1	-55,0
Thuế TNDN hoãn lại	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	133,9	148,6	169,9	184,9	204,4	224,1

Dự đoán bảng cân đối kế toán DMC trong tương lai

	2014f	2015f	2016f	2017f	2018f	2019 onwards
TỔNG TÀI SẢN	1.117,8	1.211	1.314,3	1.421,3	1.581,3	1.743,3
TÀI SẢN NGẮN HẠN	803,1	892,2	962,6	1.049,4	1.191,9	1.351,6
Tiền và tương đương tiền	72,73	49,28	31,3	15,3	55,8	94,9
Đầu tư ngắn hạn	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Phải thu khách hàng	340,06	397,76	460,44	507,89	562,38	626,85
Dự phòng phải thu khó đòi	-5,48	-5,96	-7,16	-7,76	-8,67	-9,62
Phải thu khác	17,45	19,43	21,76	24,49	27,19	30,17
Hàng tồn kho	316,44	381,16	428,91	479,67	529,03	590,66
Tài sản ngắn hạn khác	13,97	15,57	17,54	19,38	21,72	24,09
TÀI SẢN DÀI HẠN	308,68	328,80	351,66	371,91	389,40	391,72
Tài sản cố định hữu hình	222,82	225,01	237,73	257,46	274,71	289,47
Tài sản cố định vô hình	51,78	51,69	51,63	51,55	51,46	51,37
Xây dựng cơ bản	5,18	22,02	31,22	31,22	31,22	18,73
Đầu tư tài chính dài hạn	20,63	20,63	20,63	20,63	20,63	20,63
Tài sản dài hạn khác	8,28	9,45	10,46	11,05	11,38	11,53
NỢ PHẢI TRẢ	434,94	509,62	565,20	615,54	706,35	789,38
NỢ NGẮN HẠN	428,11	504,10	559,67	609,45	699,74	782,68
Vay và nợ ngắn hạn	127,52	125,59	145,20	168,08	187,38	206,28
Phải trả người bán	196,21	235,52	266,92	294,58	325,68	363,66
Nợ ngắn hạn khác	104,38	143,00	147,55	146,79	186,68	212,74
NỢ DÀI HẠN	6,83	5,52	5,53	6,09	6,62	6,70
Vay và nợ dài hạn	4,64	3,15	3,07	3,44	3,83	3,90
Nợ dài hạn khác	2,19	2,38	2,47	2,65	2,79	2,80
VỐN CHỦ SỞ HỮU	687,52	743,01	815,49	899,95	979,61	1.073,08
Vốn điều lệ	267,14	317,14	317,14	317,14	317,14	317,14
Lợi nhuận chưa phân phối và các quỹ	420,39	425,87	498,35	582,81	662,48	755,94

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TYCHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812