

# CTCP TRAPHACO (TRA)

Ngày 3 tháng 4 năm 2015

## BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (2/4/2015):	(đồng)	73.000	
Giá mục tiêu:	(đồng)	83.500	
Khuyến nghị ngắn hạn:	<b>NĂM GIỮ</b>		
Ngưỡng kháng cự:	(đồng)	75.800	
Ngưỡng hỗ trợ:	(đồng)	72.000	
Mã Bloomberg: <b>TRA VN</b>	Sàn giao dịch:	HSX	
Ngành:	Y tế / Dược phẩm		
Beta:	0,93		
Giá thấp/cao nhất 52 tuần	71.000 / 88.500		
Số lượng cổ phiếu (triệu)	24,7		
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.801		
Tỷ lệ free float (%)	9,0%		
KLGD BQ 12 tháng (cp)	4.491		
Sở hữu nước ngoài (%)	45,7%		
(đơn vị: đồng/cp)	Cổ tức	EPS	
VPBS dự báo 2015	3.000	7.284	
2014	1.000	5.910	
2013	1.000	6.255	
2012	3.000	9.432	
	2009-14	2015E	2016-19
	CAGR	(tỷ đồng)	CAGR
Doanh thu thuần	17,2%	1,871	7,0%
EBITDA	26,8%	330	10,0%
Lợi nhuận ròng	23,4%	180	10,9%
	TRA	Nhóm ngành	VNI
P/E 2015	10,0	10,5	11,8
P/E 2014	12,4	9,9	12,1
Nợ vay/VCSH 2014	4,4%	0,0%	114,2%
Biên LN ròng 2014	8,8%	10,7%	9,5%
ROA 2014	14,7%	13,7%	2,7%
ROE 2014	19,8%	19,6%	14,6%

### Giới thiệu về công ty:

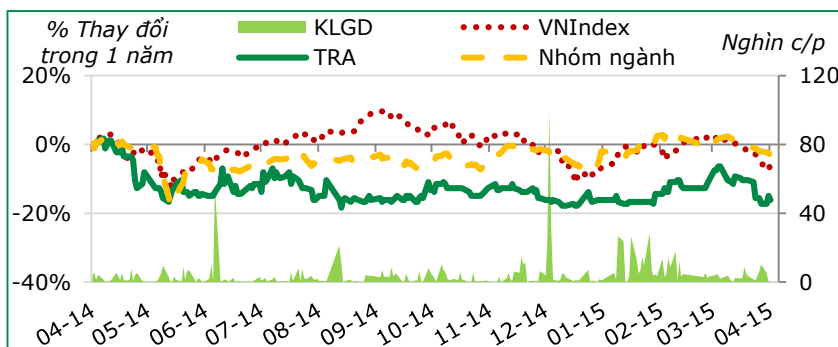
**Hoạt động chính:** sản xuất (chiếm 66% doanh thu năm 2014) và phân phối (34%) các sản phẩm thuốc

**Các sản phẩm chính:** đông dược (chiếm 51% doanh thu năm 2014) và tân dược (15%)

**Rủi ro kinh doanh chính:** danh mục sản phẩm không mấy khác biệt với các đối thủ cạnh tranh

**Khách hàng:** đại lý bán buôn, bán lẻ và hiệu thuốc trên khắp cả nước

**Năm 2014:** Doanh thu: 1.651 tỷ đồng, Lãi ròng: 146 tỷ đồng, Vốn chủ sở hữu: 789 tỷ đồng



Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ **NĂM GIỮ** lên **MUA** đối với cổ phiếu TRA và nâng giá mục tiêu 12 tháng lên **83.500** đồng/cổ phiếu (từ mức 75.500 đồng/cổ phiếu):

### Luận điểm đầu tư:

- ❖ Chúng tôi duy trì nhận định lạc quan về triển vọng của ngành dược phẩm Việt Nam: Tổ chức BMI dự phóng ngành dược Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 16,4% từ năm 2013 đến 2018. Chúng tôi tin rằng sản phẩm chất lượng cao của TRA sẽ mang lại cho công ty nhiều lợi thế thương mại trong bối cảnh gia tăng dân số và nhận thức về sức khỏe của người tiêu dùng Việt Nam ngày càng được cải thiện.
- ❖ Việc tái cơ cấu tiến hành trong năm 2014 sẽ mang lại nhiều lợi ích trong những năm tới. Trong năm 2014, TRA ký hợp đồng với 8.000 khách hàng, nâng tổng số đầu mỗi bán hàng (POS) lên 18.000. Đồng thời, TRA giảm mạnh tỷ lệ khách bán buôn trong danh mục khách hàng của mình. Việc tái cơ cấu này giúp kiểm soát được nguồn cung và giá bán lẻ sản phẩm của TRA trên thị trường.
- ❖ Chúng tôi dự phóng doanh thu hàng sản xuất và lợi nhuận ròng của TRA sẽ tăng mạnh trong năm 2015. Chúng tôi tin sự tăng trưởng doanh thu trong năm nay sẽ kéo theo tăng trưởng về lợi nhuận của TRA. Yếu tố chính giúp tăng doanh thu là đến từ 2.000 khách hàng dự kiến tăng thêm trong năm 2015 và nhờ mức tăng trưởng doanh thu bán hàng trên mỗi khách hàng (chúng tôi dự phóng ở mức 16%).

### Rủi ro về giá trong ngắn hạn:

- ❖ Cổ phiếu ngành dược có thanh khoản rất thấp: Chúng tôi cho rằng thanh khoản thấp sẽ vẫn là yếu tố ngăn cản dòng tiền đầu tư vào cổ phiếu ngành này.

Vui lòng đọc khuyến cáo ở cuối báo cáo này.

---

## NỘI DUNG

Năm 2015 – khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng mới .....	3
Số lượng khách hàng tăng từ 10.000 (năm 2013) lên 18.000 (năm 2014) .....	3
Chúng tôi tin TRA sẽ bắt đầu giai đoạn tăng trưởng mới trong năm 2015.....	4
Dự phóng và giả định.....	6
Định giá .....	7
Phân tích kỹ thuật .....	9
<i>Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS .....</i>	<i>10</i>
<i>Phụ lục 2 – Diễn biến giá trong quá khứ.....</i>	<i>12</i>

## Năm 2015 – khởi đầu của giai đoạn tăng trưởng mới

**Số lượng khách hàng tăng từ 10.000 (năm 2013) lên 18.000 (năm 2014)**

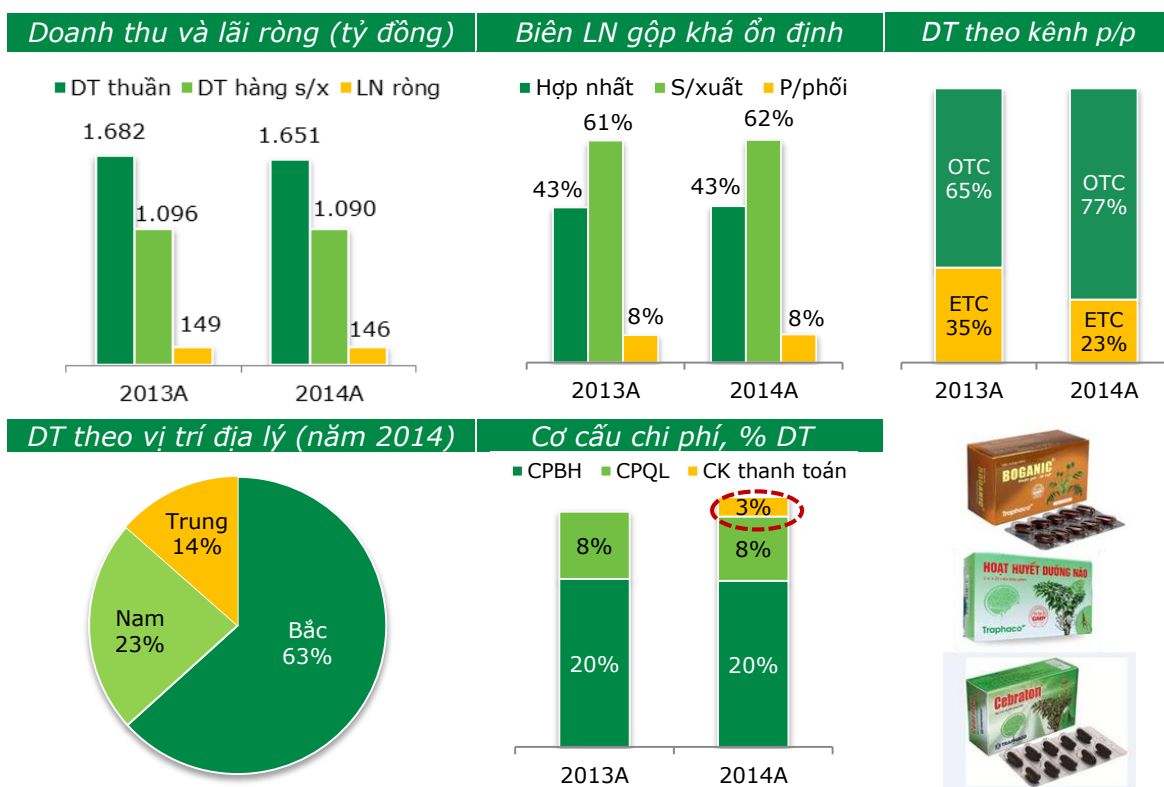
Sự tăng trưởng nóng trong những năm gần đây đã dẫn tới tình trạng dư cung của sản phẩm TRA trên thị trường. Do vậy, trong năm 2014, TRA tái cơ cấu lại, rà soát triệt để danh mục khách hàng của mình và đã giảm tỷ trọng khách bán buôn từ 70% còn 20%.

**Tốc độ tăng trưởng nóng trong những năm qua đã dẫn đến tình trạng dư cung đối với dòng sản phẩm của TRA trên thị trường.** Có thời điểm, sản phẩm đông dược của công ty được ưa chuộng đến mức các nhà bán buôn và bán lẻ luôn dự trữ một lượng hàng tồn kho lớn để đáp ứng nhu cầu thị trường. Theo quy luật kinh tế, khi cung vượt cầu thì biên lợi nhuận sẽ sụt giảm; điều này đã được kiểm chứng qua diễn biến thị trường trong những năm gần đây. Các nhà phân phối và các hiệu thuốc bán lẻ dần dần giảm nhập thuốc của TRA do sự cạnh tranh khốc liệt về giá – các cửa hàng đua nhau cắt giảm giá để giảm nhanh lượng hàng tồn kho. Đồng thời, họ bắt đầu tư vấn cho khách hàng các sản phẩm nhãn hiệu khác có biên lợi nhuận cao hơn.

**Từ đầu năm 2014, TRA đã tiến hành tái cơ cấu chính sách bán hàng của mình bằng cách ký hợp đồng trực tiếp với các nhà thuốc bán lẻ và ngừng hợp đồng với một lượng lớn khách bán buôn.** Chiến lược này của công ty hướng tới hai mục tiêu: (1) giảm nguồn cung hàng hóa của công ty trên thị trường và (2) kiểm soát giá bán lẻ thuốc của TRA trên toàn quốc.

**Từ năm 2013 đến năm 2014, danh mục khách hàng của TRA đã tăng từ 10.000 lên đến 18.000 đầu mỗi.** Tuy vậy, tỷ trọng số khách bán buôn đã giảm từ 70% xuống còn 20%.

**Công tác tái cơ cấu đã khiến công ty có mức tăng trưởng âm trong năm 2014.** Cụ thể, doanh thu thuần hợp nhất giảm 1,8%; doanh thu hàng sản xuất giảm 0,5%; lãi ròng giảm 2,4%. Tuy vậy, chúng tôi nhận thấy doanh thu 6 tháng cuối năm 2014 đã tăng 12% so với cùng kỳ năm trước, so với mức giảm 15% so với cùng kỳ của 6 tháng đầu năm 2014.



Nguồn: TRA

**Kênh ETC tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực từ chính sách của Bộ Y tế.** Từ năm 2012, doanh thu từ kênh điều trị (ETC) của TRA đã giảm dần hàng năm do chịu ảnh hưởng từ Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC. Hai thông tư này thiết lập các quy chế cho công tác đấu thầu thuốc trong các bệnh viện công với ưu tiên đặc biệt đối với các gói thầu thuốc có giá rẻ nhất trong mỗi danh mục đấu thầu (ví dụ danh mục GMP-WHO, danh mục PIC/S). Thuốc của TRA thường đắt hơn các đối thủ cạnh tranh có quy mô nhỏ khác vì có chi phí sản xuất khá cao nhằm đảm bảo chất lượng. Điều này đã làm giảm khả năng trúng thầu của TRA trong kênh ETC.

**Chi phí tăng do việc chuyển hướng sang khách bán lẻ, dẫn đến sụt giảm biên lợi nhuận kinh doanh.** Trong khi biên lợi nhuận gộp của TRA hầu như duy trì ổn định, biên lợi nhuận kinh doanh của công ty giảm từ 14,5% năm 2013 xuống còn 12,9% trong năm 2014, do việc ghi nhận chi phí chiết khấu thanh toán lên tới 41 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng khoản chi này chủ yếu nhằm khuyến khích nhóm bán lẻ tăng cường việc tư vấn thuốc của TRA cho người tiêu dùng, qua đó giúp công ty tăng sản lượng bán hàng. Hiện tại, do hơn 80% khách hàng của TRA là các hiệu thuốc bán lẻ, chúng tôi dự phóng chi phí này sẽ tiếp tục được ghi nhận trong những năm sắp tới.

**Tuy vậy, việc tái cơ cấu đã giúp vòng quay tiền mặt của TRA được cải thiện đáng kể.** Việc rút ngắn thời gian thu tiền từ khách hàng đã giúp số ngày phải thu của TRA giảm từ 46 ngày năm 2013 xuống còn 39 ngày năm 2014. Đồng thời, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu cũng giảm đáng kể từ 16,7% năm 2013 xuống còn 4,4% trong năm 2014. Theo chúng tôi được biết, TRA yêu cầu các khách bán lẻ trả tiền hàng trong vòng một tuần, và các khách bán buôn trong vòng một tháng từ khi nhận hàng. Do vậy, việc chuyển trọng tâm sang khách bán lẻ trong năm 2014 đã làm giảm đáng kể vòng quay tiền mặt và nợ vay ngắn hạn của TRA. Chi phí lãi vay nhờ đó cũng đã giảm từ 21 tỷ đồng năm 2013 xuống còn 4 tỷ đồng trong năm 2014.

### **Chúng tôi tin TRA sẽ bắt đầu giai đoạn tăng trưởng mới trong năm 2015**

**Qua việc kiểm soát nguồn cung và giá bán lẻ thuốc của mình trên thị trường, TRA kỳ vọng vào khả năng tăng trưởng bền vững của công ty trong tương lai.** Trong năm 2015, TRA dự kiến sẽ tăng số lượng khách hàng lên 20.000 đầu mỗi, tăng 11% so với mức 18.000 năm 2014. Tuy vậy, Tổng Giám đốc của TRA (ông Trần Túc Mã) nhấn mạnh rằng công ty sẽ chỉ duy trì số lượng khách hàng ở mức từ 20.000 đến 22.000 đầu mỗi trong những năm tới.

Theo số liệu từ Bộ Y tế, Việt Nam có khoảng từ 45.000 đến 50.000 hiệu thuốc bán lẻ tại thời điểm cuối năm 2012. Tuy vậy, theo nhận định từ phía ông Mã, chỉ có khoảng 40% trong số này có quy mô đủ lớn để trở thành khách hàng của TRA. Do vậy, trong những năm tới, sau khi đã đạt chỉ tiêu về số lượng khách hàng, TRA sẽ chỉ tập trung vào việc phát triển mối quan hệ kinh doanh với từng khách hàng để thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Qua việc kiểm soát giá bán lẻ mặt hàng thuốc của mình, TRA hy vọng các khách bán lẻ sẽ thu được nguồn lợi nhuận đủ hấp dẫn để tiếp tục khuyến nghị sản phẩm của công ty cho người tiêu dùng.

**Hai sản phẩm chủ lực của TRA vẫn giữ vững vị trí dẫn đầu thị trường.** Theo điều tra của tổ chức IMS Health, trong năm 2014, Boganic và Hoạt Huyết Dưỡng Não (HHDN) vẫn giữ vị trí số một trong nhóm tác dụng gan mật và thần

kinh. Đồng thời, hai sản phẩm này cũng lọt vào top 20 sản phẩm OTC bán chạy nhất trong năm vừa qua; Boganic đứng ở vị trí thứ năm và HHDN đứng ở vị trí thứ chín. Cũng theo dữ liệu của IMS Health, TRA chiếm 1,2% thị phần trong ngành dược phẩm tại Việt Nam (bao gồm các công ty nội địa và các công ty FDI) và 3,3% thị phần trong kênh OTC.

**Ban điều hành của TRA đang có kế hoạch phát triển doanh số từ các mặt hàng khác của công ty.** Mặc dù Boganic và HHDN vẫn sẽ là hai sản phẩm chủ lực của công ty trong những năm sắp tới, ban điều hành TRA cũng đặt mục tiêu đạt doanh thu 350 tỷ đồng cho nhóm sản phẩm khác của công ty. Để hướng tới mục tiêu này, bắt đầu từ năm 2015, TRA sẽ cho chạy song song các chương trình quảng cáo trên truyền hình, các hội nghị và hội thảo để giúp gia tăng sự nhận biết của thị trường đối với nhóm sản phẩm này. Mặc dù TRA không tiết lộ chi tiết, chúng tôi cho rằng nhóm trên sẽ bao gồm các nhãn hàng sau:



**Didicera**  
Chữa viêm khớp  
DT 2012: 46 tỷ đồng



**Antot IQ**  
Thuốc bổ cho trẻ em  
DT 2012: 21 tỷ đồng



**Dưỡng Cốt Hoàn**  
Thuốc bổ xương khớp  
DT 2012: 36 tỷ đồng

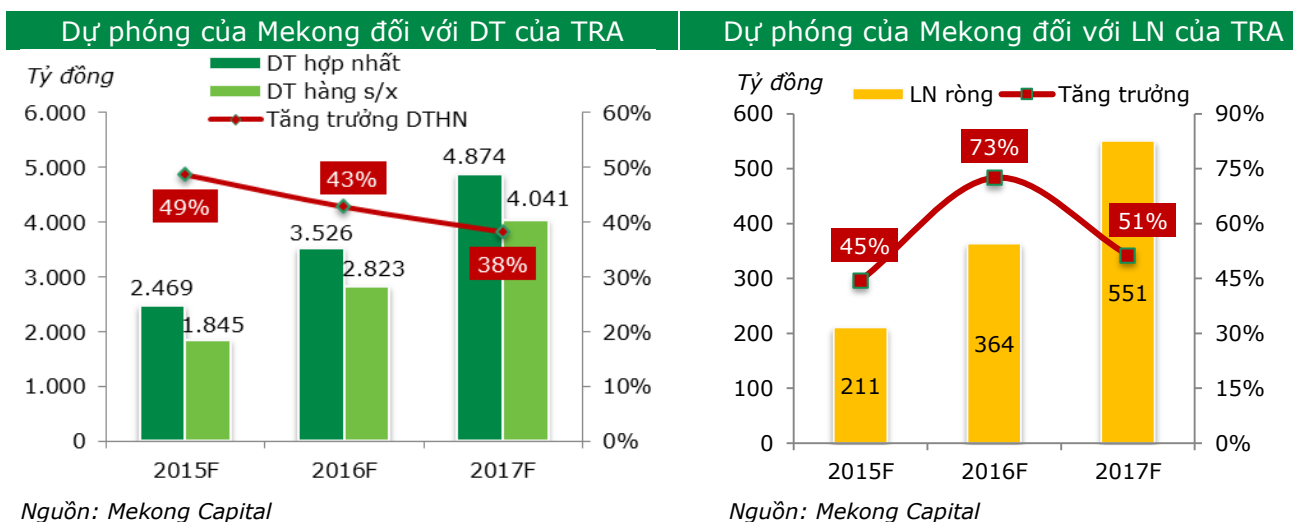


**Slaska**  
Thuốc ho  
DT 2012: 18 tỷ đồng

Nguồn: TRA

**TRA đặt mục tiêu lợi nhuận tăng 30% trong năm 2015:** Kế hoạch doanh thu hàng sản xuất trong năm nay là 1.330 tỷ đồng, tăng 21% so với năm trước; doanh thu hợp nhất là 1.860 tỷ đồng, tăng 12%. Mục tiêu lợi nhuận ròng trong năm 2015 là 190 tỷ đồng.

**Cổ đông lớn cho rằng kế hoạch kinh doanh nói trên là quá thận trọng.** Trong kỳ đại hội cổ đông thường niên vừa qua, Mekong Capital, nhà đầu tư sở hữu 25% cổ phiếu TRA, cho rằng kế hoạch kinh doanh của TRA cần phải quyết liệt hơn nữa. Cụ thể, Mekong Capital dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng của TRA sẽ đạt mức tăng trưởng tương ứng là 49% và 45% trong năm 2015.



Nguồn: Mekong Capital

Nguồn: Mekong Capital

## Dự phóng và giả định

Doanh thu (triệu đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>(1) Hàng sản xuất</b>	<b>1.105.203</b>	<b>1.099.553</b>	<b>1.282.649</b>	<b>1.560.563</b>	<b>1.717.190</b>	<b>1.863.376</b>	<b>1.992.019</b>
Tăng trưởng	11,6%	-0,5%	16,7%	21,7%	10,0%	8,5%	6,9%
<b>(2) Hàng phân phối</b>	<b>584.381</b>	<b>560.722</b>	<b>599.973</b>	<b>617.972</b>	<b>636.511</b>	<b>655.606</b>	<b>675.274</b>
Tăng trưởng	39,9%	-4,0%	7,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<b>(3) Khác</b>	<b>1.500</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Tăng trưởng	29,9%	-100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.691.084</b>	<b>1.660.275</b>	<b>1.882.621</b>	<b>2.178.534</b>	<b>2.353.701</b>	<b>2.518.982</b>	<b>2.667.294</b>
Giảm trừ, % DT hàng s/x	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.682.364</b>	<b>1.650.722</b>	<b>1.866.265</b>	<b>2.159.607</b>	<b>2.333.252</b>	<b>2.497.097</b>	<b>2.644.120</b>
Tăng trưởng	20,1%	-1,9%	12,0%	15,8%	8,1%	7,1%	5,9%
<b>Biên LN gộp</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Hàng sản xuất	61,4%	61,5%	61,4%	61,3%	61,2%	61,1%	61,0%
Hàng phân phối	7,6%	7,8%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
<b>Biên LN gộp hợp nhất</b>	<b>42,9%</b>	<b>43,3%</b>	<b>44,2%</b>	<b>46,0%</b>	<b>46,7%</b>	<b>47,1%</b>	<b>47,4%</b>
<b>Tỷ lệ CPBH &amp; CPQL</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
CPBH, % DT thuần	20,3%	20,1%	20,3%	21,0%	21,0%	21,0%	20,8%
CPQL, % DT thuần	8,1%	7,8%	7,8%	8,2%	8,4%	8,1%	8,2%
C/khấu T/toán, % DT thuần	0,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%

**Sự tăng trưởng doanh thu sẽ đến từ các khách hàng mới và mức tăng doanh số trên mỗi khách hàng OTC.** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu hàng sản xuất sẽ tăng nhanh trong năm 2015 nhờ tổng số khách hàng của TRA dự kiến tăng từ mức 18.000 năm 2014 lên mức 20.000 năm 2015 và 23.000 năm 2016. Đồng thời, chúng tôi cũng dự phóng doanh số trên mỗi khách hàng cũng sẽ tăng từ 42 triệu đồng/năm lên 49 triệu đồng trong năm 2015 và 57 triệu đồng năm 2016. Tuy vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu từ kênh ETC sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 và 2016 – cụ thể, giảm 15% năm 2015 và 10% năm 2016. Tính gộp cả kênh OTC và ETC, mô hình của chúng tôi dự phóng doanh thu hàng sản xuất của TRA lần lượt tăng 17% và 22% trong năm 2015 và 2016.

Từ năm 2017 đến năm 2019, chúng tôi kỳ vọng danh mục khách hàng của TRA sẽ không tăng và giữ mức 23.000 đầu mỗi (tương đồng với nhận định của ông Mã). Đồng thời, chúng tôi dự phóng doanh thu trên mỗi khách hàng OTC sẽ tăng lên mức 76 triệu đồng/năm vào năm 2019.

Biên lợi nhuận gộp cũng như tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu của TRA được dự phóng sẽ không đổi trong vòng năm năm tới.

### Các giả định chính đối với bảng cân đối kế toán

	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Số ngày khoản phải thu	71	46	39	39	35	35	35	35
Số ngày hàng tồn kho	126	100	103	105	105	105	105	105
Số ngày hàng phải trả	71	46	39	39	35	35	35	35
Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	51	57	45	94	195	82	88	93

**Kế hoạch đầu tư – TRA đang đầu tư xây nhà máy dược phẩm mới tại tỉnh Hưng yên.** Tổng chi phí đầu tư cho dự án (đã được các cổ đông thông qua) là 420 tỷ đồng, trong đó khoảng 60 tỷ đồng đã được giải ngân trong năm

2013 và 2014 để mua đất và tiến hành xây dựng sơ bộ. Việc xây dựng được dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2017 và nhà máy mới tại Hưng Yên sẽ thay thế nhà máy cũ tại Hoàng Liệt, Hà Nội.

## Định giá

### Mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) – TRA được định giá ở mức 90.200 đồng/cổ phiếu

- *Lãi suất phi rủi ro* được lấy từ lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm, hiện tương đương với 5,4%.
- *Phần bù rủi ro thị trường Việt Nam* là 8,76%.
- Chi phí vốn cổ phần được ước tính là 13,5% theo mô hình định giá tài sản vốn (CAPM) với beta là 0,93.
- *Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)* là 13,4%.
- *Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn* của TRA là 3,0%.

Đơn vị: Triệu đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Dòng tiền tự do của DN	70.448	54.913	197.262	248.414	274.081
Hệ số chiết khấu hiện tại	0,91	0,80	0,71	0,62	0,55
Giá trị hiện tại	64.110	44.070	139.612	155.048	150.862
Giá trị sau cùng (TV)	2.716.081				
Giá trị hiện tại của TV	1.495.010				
Giá trị doanh nghiệp	2.048.712				
Cộng: Tiền mặt	292.169				
Trừ: Nợ vay	34.438				
Trừ: Cổ đông thiểu số	82.162				
Giá trị chủ sở hữu	2.224.281				

Phân tích độ nhạy:

		WACC				
		12,4%	12,9%	13,4%	13,9%	14,4%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,0%	86.700	82.900	79.400	76.100	73.100
	2,0%	92.800	88.300	84.300	80.600	77.200
	3,0%	100.100	94.900	90.200	85.900	81.900
	4,0%	109.200	102.900	97.300	92.200	87.600
	5,0%	120.800	112.900	106.000	99.900	94.500

		% thay đổi biên LN gộp - Hàng sản xuất				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
% thay đổi tỉ suất CPBH và CPQL trên doanh thu	-1,0%	69.500	82.600	95.700	108.800	121.900
	-0,5%	66.700	79.800	92.900	106.000	119.100
	0,0%	63.900	77.000	90.200	103.300	116.400
	0,5%	61.200	74.300	87.400	100.500	113.600
	1,0%	58.400	71.500	84.600	97.700	110.800

## So sánh với nhóm công ty cùng ngành

	Sàn giao dịch	Vốn hóa	Tăng trưởng doanh thu (% tăng)		Biên LN ròng (%)		Nợ vay trên VCSH (%)		ROA (%)		ROE (%)		P/E		P/B
			2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	Trượt	2015E	Trượt
		Triệu USD													
CTCP Dược phẩm Dược Hậu Giang	HSX	357	15,7	15,4	17,4	13,6	6,4	7,7	21,6	16,3	32,1	25,0	14,4	11,0	3,4
CTCP Xuất-Nhập Khẩu Y tế Domesco	HSX	49	13,4	3,9	7,5	8,9	17,2	0,0	11,5	13,7	17,9	19,6	8,0	7,2	1,5
CTCP Imexpharm	HSX	64	2,8	6,6	7,2	9,5	0,0	0,0	6,9	9,0	8,4	11,2	16,0	12,7	1,7
CTCP Dược phẩm Pharmedic	HNX	19	17,9	1,7	15,6	17,1	0,0	0,0	29,5	28,1	38,9	36,6	6,7	8,3	2,3
CTCP Dược phẩm OPC	HSX	33	11,9	8,6	10,0	10,7	19,7	7,6	10,9	12,3	16,0	17,5	9,9	10,5	1,8
Trung bình		104	12,3	7,2	11,5	12,0	8,7	3,1	16,1	15,9	22,7	22,0	11,0	9,9	2,1
Trung vị		49	13,4	6,6	10,0	10,7	6,4	0,0	11,5	13,7	17,9	19,6	9,9	10,5	1,8
CTCP Dược phẩm Traphaco	HSX	84	20,1	-1,9	8,9	8,8	16,7	4,4	16,7	14,7	26,3	19,8	12,4	10,0	2,4

Nguồn: VPBS, Dữ liệu Bloomberg tại ngày 2 tháng 4 năm 2015

TRA hiện đang giao dịch tại mức P/E năm 2015 là 10,0 lần, khá tương đồng với P/E năm 2015 của nhóm doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi cho rằng mức P/E này là hợp lý vì các chỉ số tài chính của TRA cũng khá tương đương với nhóm công ty dược phẩm niêm yết nói trên.

Dựa trên phương pháp định giá theo thị trường, chúng tôi đưa ra mức giá 76.500 đồng/cổ phiếu đối với cổ phiếu TRA, tương đương với mức P/E năm 2015 là 10,5 lần.

### Giá mục tiêu cho cổ phiếu TRA – 83.500 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 50 – 50 cho hai phương pháp định giá nói trên. Tỷ lệ này nhằm để cân bằng rủi ro về giá cổ phiếu trong ngắn hạn với tiềm năng công ty trong dài hạn.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	đồng/cp
DCF	50%	90.200
P/E tại 10,5 lần	50%	76.500
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>83.500</b>



## Phân tích kỹ thuật

Đồ thị kỹ thuật cho thấy cổ phiếu TRA đã tăng từ mức đáy 72.000 đồng trong tháng 1 năm 2015 lên mức đỉnh 82.000 đồng vào ngày 4 tháng 3 năm 2015. Tuy vậy, ngay sau đó, giá cổ phiếu đã giảm mạnh và phá mức hỗ trợ tại đường MA50 và đường MA200.

Hiện tại, giá cổ phiếu TRA đang giao dịch quanh vùng hỗ trợ 72.000 đồng với khối lượng giao dịch khá thấp và chưa có xu hướng rõ rệt.

Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** ngắn hạn đối với TRA tại thời điểm phát hành báo cáo.

Tại ngày 2/4/2015	TRA (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất 3 tháng	82.000
Giá thấp nhất 3 tháng	71.000
Đường MA 50 ngày	74.800
Đường MA 100 ngày	75.800
Kháng cự trung hạn	75.800
Kháng cự ngắn hạn	72.000
<b>Khuyến nghị</b>	<b>NĂM GIỮ</b>

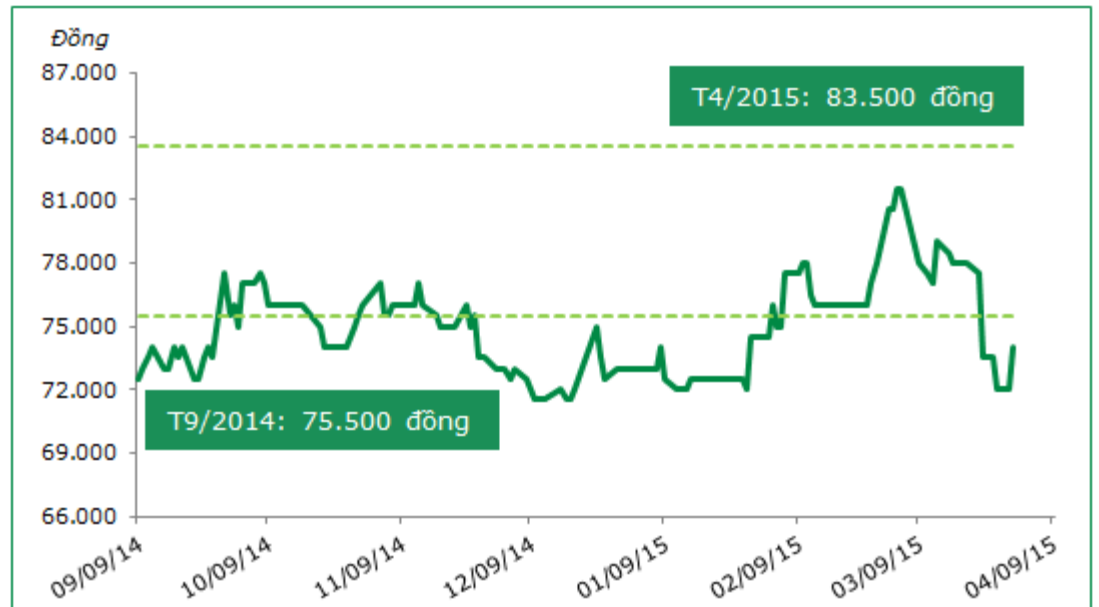


## Phụ lục 1 – Dự phóng của VPBS

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.401</b>	<b>1.682</b>	<b>1.651</b>	<b>1.871</b>	<b>2.165</b>	<b>2.339</b>	<b>2.503</b>	<b>2.650</b>
<i>% tăng trưởng</i>	<i>31,3%</i>	<i>20,1%</i>	<i>-1,9%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,7%</i>	<i>8,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>5,9%</i>
Giá vốn hàng bán	822	961	936	1.044	1.169	1.247	1.323	1.393
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>579</b>	<b>721</b>	<b>714</b>	<b>827</b>	<b>996</b>	<b>1.091</b>	<b>1.180</b>	<b>1.257</b>
Chi phí bán hàng và quản lý DN	377	478	460	526	633	688	728	768
<b>EBIT</b>	<b>202</b>	<b>243</b>	<b>254</b>	<b>301</b>	<b>364</b>	<b>404</b>	<b>452</b>	<b>489</b>
Khấu hao	20	22	26	29	38	41	43	45
<b>EBITDA</b>	<b>222</b>	<b>265</b>	<b>280</b>	<b>330</b>	<b>402</b>	<b>444</b>	<b>495</b>	<b>534</b>
Doanh thu tài chính	2	6	5	6	7	8	8	9
Chi phí tài chính	35	22	45	49	55	59	63	67
Lợi nhuận (chi phí) khác	5	3	(4)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	0	1	1	1	1	1	1	1
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>174</b>	<b>231</b>	<b>211</b>	<b>259</b>	<b>317</b>	<b>353</b>	<b>398</b>	<b>432</b>
Chi phí thuế	46	60	48	57	63	71	80	86
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	<i>26,3%</i>	<i>25,9%</i>	<i>22,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>128</b>	<b>171</b>	<b>163</b>	<b>202</b>	<b>253</b>	<b>282</b>	<b>318</b>	<b>345</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	12	22	18	22	28	31	35	38
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>116</b>	<b>149</b>	<b>146</b>	<b>180</b>	<b>225</b>	<b>251</b>	<b>283</b>	<b>307</b>
<i>% tăng trưởng</i>	<i>31,2%</i>	<i>28,4%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>23,4%</i>	<i>25,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,6%</i>	<i>8,5%</i>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	9.432	6.255	5.910	7.284	9.128	10.177	11.463	12.441
<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	104	257	292	253	234	345	507	682
Các khoản đầu tư ngắn hạn	1	0	2	2	2	2	2	2
Các khoản phải thu	273	211	178	200	208	224	240	254
Hàng tồn kho	285	264	265	300	336	359	381	401
Tài sản ngắn hạn khác	55	44	66	74	85	91	97	102
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>718</b>	<b>776</b>	<b>803</b>	<b>830</b>	<b>865</b>	<b>1.021</b>	<b>1.226</b>	<b>1.441</b>
Tài sản cố định	219	265	283	348	504	546	590	637
Các khoản đầu tư dài hạn	2	6	7	7	7	7	7	7
Tài sản dài hạn khác	30	40	39	39	39	39	39	39
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>250</b>	<b>312</b>	<b>329</b>	<b>393</b>	<b>550</b>	<b>591</b>	<b>636</b>	<b>683</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>968</b>	<b>1.088</b>	<b>1.132</b>	<b>1.223</b>	<b>1.414</b>	<b>1.612</b>	<b>1.862</b>	<b>2.124</b>
Các khoản phải trả	151	117	126	114	112	103	109	114
Vay nợ ngắn hạn	229	114	34	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn khác	75	104	100	110	124	135	147	157
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>455</b>	<b>335</b>	<b>261</b>	<b>224</b>	<b>236</b>	<b>238</b>	<b>256</b>	<b>272</b>
Vay nợ dài hạn	1	0	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>456</b>	<b>335</b>	<b>261</b>	<b>224</b>	<b>236</b>	<b>238</b>	<b>256</b>	<b>272</b>
Vốn cổ phần & thặng dư vốn cổ phần	215	401	401	401	401	401	401	401
Lợi nhuận chưa phân phối	85	111	130	198	307	423	564	707
Vốn khác	151	172	258	296	338	387	443	508
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>451</b>	<b>684</b>	<b>789</b>	<b>894</b>	<b>1.046</b>	<b>1.211</b>	<b>1.407</b>	<b>1.616</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	61	69	82	104	132	163	198	236
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>968</b>	<b>1.088</b>	<b>1.132</b>	<b>1.223</b>	<b>1.414</b>	<b>1.612</b>	<b>1.862</b>	<b>2.124</b>

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b> (tỷ đồng)	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	109	228	185	163	250	279	336	367
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(46)	(56)	(42)	(94)	(195)	(82)	(88)	(93)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(2)	(20)	(107)	(109)	(74)	(86)	(86)	(99)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>61</b>	<b>152</b>	<b>36</b>	<b>(39)</b>	<b>(19)</b>	<b>111</b>	<b>162</b>	<b>175</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	43	104	257	292	253	234	345	507
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>104</b>	<b>257</b>	<b>292</b>	<b>253</b>	<b>234</b>	<b>345</b>	<b>507</b>	<b>682</b>
<b>Dòng tiền tự do của công ty</b>	<b>83</b>	<b>186</b>	<b>143</b>	<b>70</b>	<b>55</b>	<b>197</b>	<b>248</b>	<b>274</b>
<b>PHÂN TÍCH CHỈ SỐ</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
<b>Chỉ số định giá</b>								
Chỉ số P/E		12,1x	12,4x	10,0x	8,0x	7,2x	6,4x	5,9x
Chỉ số PEG		0,4x	n/a	0,4x	0,3x	0,6x	0,5x	0,7x
EV / EBIT		6,7x	6,4x	5,4x	4,5x	4,0x	3,6x	3,3x
EV / EBITDA		6,1x	5,8x	4,9x	4,0x	3,7x	3,3x	3,0x
Chỉ số P/S		1,1x	1,1x	1,0x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x
Chỉ số P/B		2,8x	2,4x	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x	1,1x
Lợi suất cổ tức		1.000	1.000	3.000	3.000	3.500	3.500	4.000
<b>Chỉ số sinh lời</b>								
Biên LN gộp	41,3%	42,9%	43,3%	44,2%	46,0%	46,7%	47,1%	47,4%
Biên EBITDA	15,9%	15,8%	17,0%	17,6%	18,6%	19,0%	19,8%	20,2%
Biên LN hoạt động	14,4%	14,5%	15,4%	16,1%	16,8%	17,3%	18,1%	18,5%
Biên LN ròng	8,3%	8,9%	8,8%	9,6%	10,4%	10,7%	11,3%	11,6%
Tỷ số LN/tổng tài sản	13,2%	16,7%	14,7%	17,2%	19,2%	18,7%	18,3%	17,3%
Tỷ số LN/vốn chủ sở hữu	25,8%	26,3%	19,8%	21,4%	23,2%	22,3%	21,6%	20,3%
<b>Chỉ số đòn bẩy</b>								
Tỷ số thanh toán lãi vay	5,8x	11,8x	65,0x	249,6x	n/a	n/a	n/a	n/a
Tỷ số thanh toán lãi vay và CPĐT từ EBITDA	2,6x	3,4x	5,7x	3,5x	2,1x	5,4x	5,7x	5,8x
Tỷ số nợ vay / vốn chủ sở hữu	50,9%	16,7%	4,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ số nợ / vốn chủ sở hữu	101,1%	48,9%	33,1%	25,1%	22,6%	19,7%	18,2%	16,8%
<b>Chỉ số thanh khoản</b>								
Hệ số vòng quay tài sản	1,4x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,5x	1,3x	1,2x
Hệ số vòng quay các khoản phải thu (ngày)	71,1	45,8	39,4	39,0	35,0	35,0	35,0	35,0
Hệ số vòng quay các khoản phải trả (ngày)	67,0	44,4	49,2	40,0	35,0	30,0	30,0	30,0
Hệ số vòng quay hàng tồn kho (ngày)	126,4	100,2	103,2	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Hệ số thanh toán hiện hành	1,6x	2,3x	3,1x	3,7x	3,7x	4,3x	4,8x	5,3x
Hệ số thanh toán nhanh	1,0x	1,5x	2,1x	2,4x	2,2x	2,8x	3,3x	3,8x

## Phụ lục 2 – Diễn biến giá trong quá khứ



Trong báo cáo phân tích lần đầu phát hành vào ngày 9 tháng 9 năm 2014, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu TRA với mức giá mục tiêu là 75.500 đồng/cổ phiếu. Tại thời điểm đó, cổ phiếu TRA đang giao dịch ở mức 72.500 đồng. Cổ phiếu TRA sau đó đạt mức giá mục tiêu nói trên vào ngày 30 tháng 9 năm 2014. Giá mục tiêu mới trong báo cáo lần này của chúng tôi là 83.500 đồng, cao hơn mức giá đóng cửa ngày 2 tháng 4 năm 2014 (73.000 đồng) là 14%.

---

## HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

**Mua:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

**Giữ:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

**Bán:** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

## LIÊN HỆ

**Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:**

### **Barry David Weisblatt**

Giám đốc Khối Phân tích  
barryw@vpbs.com.vn

### **Lưu Bích Hồng**

Giám đốc - Phân tích cơ bản  
honglb@vpbs.com.vn

### **Nguyễn Hữu Toàn**

Chuyên viên phân tích  
toannh@vpbs.com.vn

**Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:**

### **Marc Djandji, CFA**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức  
& Nhà đầu tư Nước ngoài  
marcdjandji@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 158

### **Lý Khắc Dũng**

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân  
dungld@vpbs.com.vn  
+844 3974 3655 Ext: 335

### **Võ Văn Phương**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1  
Thành phố Hồ Chí Minh  
phuongvv@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 130

### **Domalux**

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2  
Thành phố Hồ Chí Minh  
domalux@vpbs.com.vn  
+848 6296 4210 Ext: 128

### **Trần Đức Vinh**

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ  
Hà Nội  
vinhtd@vpbs.com.vn  
+844 3835 6688 Ext: 369

### **Nguyễn Danh Vinh**

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai  
Thành phố Hồ Chí Minh  
vinhnd@vpbs.com.vn  
+848 3823 8608 Ext: 146

## Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc báo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

### Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế  
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội  
T - +84 (0) 4 3974 3655  
F - +84 (0) 4 3974 3656

### Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
T - +84 (0) 8 3823 8608  
F - +84 (0) 8 3823 8609

### Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,  
Quận Hải Châu, Đà Nẵng  
T - +84 (0) 511 356 5419  
F - +84 (0) 511 356 5418