

## Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

## Thông tin cổ phiếu

22/12/2009

Giá CP (đồng)	52,500
Số lượng niêm yết hiện tại	80,000,000
Số lượng CP đang lưu hành	10,198,150
Giá cao nhất trong 52 tuần	82,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	36,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	-32.69%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-22.22%
Thay đổi giá trong 12 tháng	28.05%
Khối lượng giao dịch (cp)	4,990
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	254
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	535,403
Số lượng được phép sở hữu	3,997,675
Số lượng còn được phép mua	2,942,794
% sở hữu nước ngoài	12.93%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: HSC

## Chỉ tiêu

Đơn vị: tỷ đồng	2006	2007	2008
Tổng tài sản	-	403,799	359,320
Nguồn vốn CSH	-	236,505	252,598
Doanh thu	-	533,221	780,183
Lợi nhuận trước thuế	-	47,204	58,796
Lợi nhuận sau thuế	-	38,248	46,038

Nguồn: Công ty

Chỉ số	2006	2007	2008
--------	------	------	------

## Khả năng thanh khoản

Hệ số thanh toán hiện thời	-	2.23	3.09
Hệ số thanh toán nhanh	-	1.50	1.59

## Khả năng sinh lời

Lợi nhuận biên gộp	-	26.70%	20.67%
Lợi nhuận biên sau thuế	-	7.17%	5.90%
ROE	-	15.84%	18.46%
ROA	-	9.47%	12.07%

## Hiệu quả hoạt động

Vòng quay khoản phải thu	-	4.85	6.65
Vòng quay hàng tồn kho	-	3.37	4.70
Vòng quay tổng tài sản	-	1.32	2.04
Vòng quay vốn CSH	-	4.42	3.13

Nguồn: Công ty

**Chuyên viên phân tích - Võ Thị Ngọc Hân**  
(84 8) 3 8233299  
han.vtn@hsc.com.vn

## Mô hình dự báo lợi nhuận

	FY2007	y/y	FY2008	y/y	FY2009F	y/y
Doanh thu (triệu đồng)	533,221		780,183	46.3%	730,316	-6.4%
LN trước thuế (triệu đồng)	47,204		58,796	24.6%	67,441	14.7%
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	38,248		46,038	20.4%	53,953	17.2%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	8.9%		7.5%	-14.9%	9.2%	22.5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7.2%		5.9%	-17.7%	7.4%	25.2%
EPS (đồng)	4,781		5,755	20.4%	6,255	5.4%
BVPS (đồng)	28,264		29,958	6.0%	23,903	-20.2%
ROAE	15.8%		18.5%	16.5%	20.3%	9.9%
PE	11.0		9.1		8.4	
PB	1.9		1.8		2.2	

	FY2010F	y/y	FY2011F	y/y	FY2012F	y/y
Doanh thu (triệu đồng)	904,338	23.8%	1,018,601	12.6%	1,269,227	24.6%
LN trước thuế (triệu đồng)	92,947	37.8%	117,374	26.3%	156,599	33.4%
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	74,357	37.8%	93,899	26.3%	125,279	33.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	10.3%	11.3%	11.5%	12.1%	12.3%	7.1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	8.2%	11.3%	9.2%	12.1%	9.9%	7.1%
EPS (đồng)	7,291	16.6%	9,207	26.3%	12,284	33.4%
BVPS (đồng)	26,973	12.8%	31,508	16.8%	38,393	21.9%
ROAE	25.0%	23.1%	26.6%	6.4%	28.9%	8.8%
PE	7.2		5.7		4.3	
PB	1.9		1.7		1.4	

Nguồn: HSC ước tính

## TRA: KQKD 9 tháng đầu năm 2009 và triển vọng cho cả năm

- TRA công bố kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm tương đối tốt với doanh thu và lợi nhuận lần lượt bằng 70.4% và 74.2% kế hoạch cả năm. Mặc dù doanh thu đạt không cao, TRA vẫn đạt được lợi nhuận tốt do giá đầu ra tăng và do sự thay đổi căn bản trong cơ cấu sản phẩm.
- HSC dự báo TRA sẽ đạt kết quả kinh doanh thấp hơn một chút so với kế hoạch đặt ra cho cả năm với doanh thu sẽ giảm 6.3% và doanh thu thuần trước thuế tăng 17.2%.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng doanh thu trong năm tới sẽ tăng trở lại do cơ cấu sản phẩm được cải thiện; một trung tâm phân phối mới ở khu vực được thành lập và giá các sản phẩm chính tăng. Công ty đang củng cố hình ảnh chất lượng sản phẩm thông qua nâng cao chuỗi giá trị và mở rộng hoạt động trên toàn quốc.
- P/E dự phóng của TRA năm 2009 là 8.4 và năm 2010 là 7.2. P/B năm 2009 và 2010 sẽ đạt 2.2 và 1.9. Tóm lại, chúng tôi cho rằng TRA sẽ có một tốc độ tăng trưởng trong dài hạn tốt trong ngành dược phẩm với mô hình kinh doanh độc đáo và chúng tôi khuyến nghị nên mua vào cổ phiếu này khi giá của cổ phiếu này tiếp tục giảm.

Thông tin cơ bản (Đơn vị tính: triệu đồng)	9 tháng đầu năm 2008	9 tháng đầu năm 2009	% y/y	Kế hoạch năm 2009	% Hoàn thành KH
Tổng doanh thu	577,553	542,135	-6.1%	770,000	70.4%
Doanh thu thuần	573,151	537,303	-6.3%		
Giá vốn hàng bán	460,520	388,778	-15.6%		
Lợi nhuận gộp	112,631	148,525	31.9%		
Doanh thu tài chính	3,455	3,797	9.9%		
Chi phí tài chính	3,096	3,823	23.5%		
Doanh thu tài chính thuần	359	(26)	-107.2%		
Chi phí quản lý và bán hàng	71,453	92,828	29.9%		
LN từ hoạt động kinh doanh	41,537	55,671	34.0%		
Lợi nhuận trước thuế	41,608	55,069	32.4%		
Lợi nhuận sau thuế	34,550	40,967	18.6%	55,246	74.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.7%	27.6%			
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	7.3%	10.2%			
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	6.0%	7.6%			

Nguồn: Công ty

## Tổng quan về công ty

Công ty cổ phần Traphaco là công ty đứng đầu trong thị trường đông dược tại Việt Nam, chuyên sản xuất, mua bán, trồng và chế biến các loại thảo dược, mỹ phẩm, hóa chất và các thiết bị y tế. Công ty cũng cung cấp các dịch vụ tư vấn về các vấn đề có liên quan đến sản xuất, khoa học công nghệ, chuyển giao công nghệ trong lĩnh vực dược phẩm. Trong hơn 10 năm qua, TRAPHACO đã trở thành một trong những thương hiệu được biết đến nhiều nhất trong ngành dược phẩm. Công ty tập trung vào sản xuất và cung cấp các sản phẩm y tế và các sản phẩm chính của TRA gồm Hoạt Huyết Dưỡng Não, (HHDN; sử dụng để tăng cường trí nhớ), Boganic (năng cao chức năng gan) và các sản phẩm dưỡng mắt.

TRA có vốn điều lệ là 102 tỷ đồng (vốn điều lệ của TRA tăng vào tháng 10/2009), tổng số cổ phiếu đang lưu hành là 10.2 triệu và với mức giá của ngày hôm nay là 52,500 đồng, TRA có vốn hóa là 535.4 tỷ đồng, tương đương 28.98 triệu USD. Chúng tôi dự báo EPS 2009 là 6,255 đồng, P/E dự phóng là 8.43 và P/B là 2.2; EPS dự phóng năm 2010 là 7,291, P/E là 7.2 và P/B là 1.9.

## Tóm tắt tình hình kinh doanh 9 tháng đầu năm 2009

Trong 9 tháng đầu năm 2009, TRA công bố kết quả kinh doanh với tổng doanh thu đạt 542 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ 2008, đạt 70.4% kế hoạch cả năm. Trong đó, các sản phẩm do công ty sản xuất có doanh thu đạt 373 tỷ đồng, tăng 23.1% so với cùng kỳ năm 2008 và doanh thu từ hoạt động mua bán dược phẩm đạt 164 tỷ đồng, giảm mạnh, giảm 39.2% so với cùng kỳ năm 2008.

Bảng báo tài chính của TRA đưa doanh thu từ nhà máy CNC TRA vào phần doanh thu từ hoạt động mua bán dược phẩm nhưng theo quan điểm của chúng tôi, sản phẩm do TRA CNC sản xuất nên ghi nhận vào phần sản phẩm do công ty sản xuất. Do đó, vì mục đích phân tích, chúng tôi sẽ đưa doanh thu từ TRA CNC vào mục các sản phẩm do công ty sản xuất.

Sau khi chuyển doanh thu của TRA CNC vào doanh thu từ các sản phẩm do công ty sản xuất, chúng tôi thấy rằng doanh thu này tăng mạnh trong 9 tháng đầu năm đồng thời doanh thu từ hoạt động mua bán dược phẩm nhập khẩu giảm mạnh. Doanh thu từ các sản phẩm do công ty sản xuất chiếm gần 70% tổng doanh thu và tăng 51% so với cùng kỳ năm trước trong khi tỷ trọng doanh thu từ hoạt động mua bán dược phẩm trong tổng doanh thu 9 tháng đầu năm giảm mạnh, chỉ còn 30% (con số này ở năm 2008 là 49%).

### Lưu ý trong bảng báo cáo tài chính của TRA

Doanh số (tỷ đồng)	9 tháng đầu năm 2008	9 tháng đầu năm 2009	% thay đổi
Hàng sản xuất	299	212	-29.1%
Hàng thương mại	274	325	18.7%
Tổng doanh số	573	537	-6.3%

**Thông tin về sản lượng**

% thay đổi	Sản lượng	Doanh số
Hàng sản xuất	15.72%	23.07%
Hàng thương mại	-39.34%	-39.18%
Tổng doanh số		-6.28%

Nguyên nhân chính của việc doanh thu giảm là do doanh số của mảng mua bán dược phẩm giảm 39.3% so với cùng kỳ năm ngoái trong khi giá của các sản phẩm nhập khẩu này hầu như không thay đổi. Điều này khiến tổng doanh thu giảm 39% xuất phát từ mảng mua bán dược phẩm. Ngược lại, doanh thu từ các sản phẩm của công ty sản xuất tăng 23% do sản lượng tăng 5% và giá tăng bình quân là 17%. Tuy nhiên, sự cải thiện doanh thu từ các sản phẩm do công ty sản xuất không thể bù hết cho sự suy giảm ở mảng kinh doanh khác và do đó tổng doanh thu giảm nhẹ là 6% so với cùng kỳ năm trước.

Doanh thu trong mảng mua bán dược phẩm giảm do TRA đang tập trung vào phát triển các sản phẩm do chính công ty sản xuất đồng thời loại bỏ các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận thấp.

Theo tính toán sơ bộ của HSC, giá bình quân của các sản phẩm do công ty sản xuất cho tới nay đã tăng 17% (mặc dù giá các sản phẩm chính như HHDN và Boganic không tăng). Tuy nhiên, giá của hầu hết các sản phẩm khác đã có 9 lần thay đổi trong 9 tháng đầu năm. Chẳng hạn, giá của sản phẩm nước súc miệng T-B tăng 40% trong khi các sản phẩm vitamin tăng từ 170-200%.

Giá vốn hàng bán lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 389 tỷ đồng, giảm 15.6% so với cùng kỳ năm trước trong khi lợi nhuận gộp đạt 149 tỷ đồng, tăng 9.3%. Tỷ lợi nhuận gộp đạt 27.6% trong đó tỷ suất lợi nhuận của các sản phẩm do công ty sản xuất (theo tính toán của chúng tôi) đạt 38.4% (năm 2008 là 36.7%). Các sản phẩm không phải do công ty sản xuất có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhiều, chỉ đạt 3.3%. Trong năm 2008, tỷ suất lợi nhuận gộp cả năm của TRA là 20.7% và 9 tháng đầu năm là 19.7%.

Trong 9 tháng đầu năm 2009, chi phí bán hàng và chi phí quản lý đạt 93.8 tỷ, tăng 29.9% so với cùng kỳ 2008 là 71.5 tỷ đồng. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên tổng doanh thu trong cùng kỳ tăng lên 17.3% (9 tháng

đầu năm 2008 là 12.5%). Tỷ lệ phí hoa hồng dành cho các cửa hàng bán buôn và chi phí marketing tăng là nguyên nhân chính khiến chi phí quản lý và bán hàng tăng do TRA đang tìm cách xây dựng hình ảnh sản phẩm của mình, đặc biệt là ở khu vực phía Nam. Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp cùng ngành, thì tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trên doanh thu của TRA vẫn ở mức tương đối thấp. Tỷ lệ này trong 9 tháng đầu năm của DHG là 31.8%, IMP là 30.7% và DMC là 20.72%.

Trong 9 tháng đầu năm, lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh của TRA đạt 55.7 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế là 55 tỷ, lần lượt tăng 34% và 32.4% so với cùng kỳ năm trước. Từ đó, tỷ suất lợi nhuận trước thuế của công ty đạt 10.2% (9 tháng năm 2008 là 7.5%). Mặc dù doanh thu giảm, TRA vẫn đạt được lợi nhuận tốt nhờ giá bán tăng và do sự thay đổi căn bản trong cơ cấu danh mục sản phẩm.

Lợi nhuận tài chính đạt 3.8 tỷ đồng, tăng 10% so với cùng kỳ năm trước và chủ yếu là từ 3.7 tỷ đồng lãi cho vay. Chi phí tài chính là 3.82 tỷ đồng, tăng 23.5% so với mức 3.1 tỷ đồng. Chi phí lãi vay chiếm tỷ lệ chủ yếu trong tổng chi phí tài chính, là 3 tỷ đồng, còn lại 770 triệu đồng là do lỗi tỷ giá.

Lợi nhuận gộp đạt 41 tỷ đồng, tăng 18.6% và đạt 74.2% kế hoạch năm. Tỷ suất lợi nhuận thuần tăng lên 7.6% trong 9 tháng đầu năm 2009 từ mức 5.9% của cả năm 2008. Chúng ta cũng cần lưu ý công ty TRA SAPA. Vào thời điểm hiện tại TRA sở hữu 100% công ty nghiên cứu và phát triển thảo dược TRA SAPA (TRA nâng tỷ lệ sở hữu lên 100% vào tháng 7/2009).

**Triển vọng Q4 và cả năm 2009**

Chúng tôi cho rằng TRA sẽ mở rộng thị phần và tăng doanh thu thông qua mở rộng mạng lưới phân phối trong Q4. Công ty đã đưa vào hoạt động một chi nhánh mới ở Tp Hồ Chí Minh cuối tháng 11, trên diện tích 1,400 mét vuông và sẽ sử dụng chi nhánh này làm đại lý và kho hàng chính để phân phối sản phẩm tại thị trường miền Nam. Điều này có vai trò trọng yếu trong chiến lược thâm nhập thị trường mới này. Bên cạnh đó, vào cuối năm nay, TRA cũng sẽ xây dựng một kho hàng nhỏ hơn ở tỉnh Nam Định trên diện tích 289 mét vuông. Vào thời điểm hiện tại, doanh thu từ khu vực phía bắc

Sản phẩm chính	Doanh số năm 2009 (tỷ đồng)	% đóng góp	% thay đổi	Doanh số năm 2010 (tỷ đồng)	% thay đổi
Hoạt huyết dưỡng não	178	24.19%	22.5%	205	15.33%
Boganic	104	14.13%	55.0%	134	28.84%
Nước súc miệng T-B	20	2.72%	80.0%	28	38.07%
Tổng doanh thu	736	41.04%	-5.7%	910	23.64%

**Những lần điều chỉnh giá gần nhất tính đến thời điểm tháng 10/2009**

Sản phẩm	Loại	Giá cũ (đồng)	Giá mới (đồng)	% thay đổi	Ngày thay đổi
Slaska	Đường hô hấp	13,500	17,000	26	Tháng 10-2009
Viên sáng mắt	Thuốc bổ mắt	10,800	14,500	34	
Thập toàn đại bổ	Thuốc bổ từ dược liệu	22,500	28,000	24	
Hoàn an thần	Thuốc an thần	23,500	28,500	21	
Fenxicam	Thuốc giảm đau - chống viêm	10,000	22,000	120	

chiếm 70% tổng doanh thu, từ khu vực miền Nam là 19% và miền Trung là 11%. Do chỉ còn chưa đầy một tháng trước khi kết thúc năm 2009 nên tác động của việc mở rộng nói trên với doanh thu năm 2009 sẽ không lớn nhưng sẽ có tác động tương đối lớn đến doanh thu của năm 2010.

HSC dự tính trong Q4, sản lượng sản phẩm chính của TRA là như sau: HHDN, Boganic, nước súc miệng T-B sẽ tăng mạnh do công ty nỗ lực bắt kịp nhu cầu thị trường. Chỉ riêng ba sản phẩm này sẽ chiếm 40% tổng doanh thu năm nay.

Trong thời gian từ nay đến cuối Q4, TRA sẽ không điều chỉnh giá bán so với mức giá của tháng 10/2009. Và chúng tôi đã có tính toán chi nhánh mới. Trong Q4, chi phí bán hàng sẽ tăng mạnh do chi phí marketing tăng. Một lý do giải thích cho sự tăng lên này của chi phí marketing là một phần chi phí phát sinh trong Q3 không được đưa vào kết quả kinh doanh Q3 và được đưa vào Q4 khiến chi phí bán hàng Q4 tăng.

HSC dự báo chi phí bán hàng sẽ đạt 27 tỷ trong Q4, tổng chi phí bán hàng năm 2009 là 95 tỷ, tăng 32% so với năm 2008. Chúng tôi cũng dự báo chi phí bán hàng và cung cấp dịch vụ năm 2009 sẽ đạt mức 131.5 tỷ đồng, tăng 27.3% so với năm 2008 và sẽ có tác động làm giảm lợi nhuận(và chỉ có tác động nhỏ).

Tại Đại hội cổ đông thường niên, kế hoạch doanh thu đặt ra cho cả năm 2009 là 770 tỷ đồng, giảm 1.91% so với năm 2008 (trong đó 530 tỷ đồng là từ doanh thu từ các sản phẩm sản xuất và 240 tỷ là từ các sản phẩm thương mại), lợi nhuận thuần là 55.2 tỷ đồng, tăng 20%. Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, công ty sẽ không đạt được kế hoạch đề ra. Do TRA thu hẹp mảng mua bán dược phẩm trong khi sản lượng từ các sản phẩm do công ty sản xuất cũng đứng trước áp lực giảm do những yếu tố có thể dự đoán trước. Thêm vào đó, trong Q4, sự biến động trên thị trường ngoại hối cũng đã tác động lên giá đầu vào. HSC dự báo doanh thu năm 2009 sẽ đạt 736 tỷ USD, giảm 6.3% so với năm 2008 và lợi nhuận thuần sẽ đạt 53.9 tỷ đồng, tăng 17.2%.

Bên cạnh đó, TRA đã bắt đầu hợp tác với Gilead, một công ty dược phẩm Hoa Kỳ chuyên sản xuất thuốc điều trị HIV và đã được cấp giấy phép phân phối sản phẩm tại thị trường Việt Nam. Các sản phẩm Gilead được phép phân phối bao gồm Truvada và Viread và TRA là đơn vị phân phối độc quyền tại Việt Nam cho các sản phẩm này với mức hoa hồng là 15% doanh thu. HSC dự báo doanh thu hàng năm có thể đạt khoảng 3 tỷ đồng một năm. Cho dù đây không phải là nguồn doanh thu lớn của TRA nhưng công ty đã thu được những lợi ích vô hình như hình ảnh công ty và sự cải thiện của các trang thiết bị lưu trữ sản phẩm. Về lâu dài, đây có thể là một thị trường đầy hứa hẹn cho TRA.

**Triển vọng năm 2010**

Trong năm 2010, HSC dự báo TRA sẽ đạt tổng doanh thu là 909.8 tỷ đồng, tăng 23.6% so với năm 2009 và lợi nhuận trước thuế đạt 92.9 tỷ đồng, tăng 37.8%. Chúng tôi cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của TRA sẽ tăng lên 28% từ mức 27% năm 2009. Chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận tăng nhờ sự cải thiện trong cơ cấu sản phẩm và do tỷ trọng của các sản phẩm đồng dược sẽ tiếp tục tăng. Với việc trở lại hoạt động hết công suất của TRA SAPA, chúng tôi tin tưởng rằng chi phí đầu vào sẽ giảm. Thêm vào đó, chúng tôi cho rằng chi phí nguyên liệu thô mua ngoài cũng sẽ giảm do công ty đã ký kết hợp đồng dài hạn 3 năm với nhà cung cấp.

Thuế suất thuế TNDN năm 2010 sẽ là 20%, và chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần trước thuế năm 2010 sẽ là 74 tỷ đồng, tăng 37.8% so với 2009. Trong mô hình lợi nhuận của chúng tôi, EPS của TRA sẽ đạt 7,291 đồng, P/E dự phóng đạt 7.2. Giá trị sổ sách trên 1 cổ phiếu là khoảng 26,973 đồng, P/B là 1.9.

Nhà máy TRA SAPA tại Lào Cai sẽ hoạt động với công suất mới vào đầu năm 2010 (hiện tại dây chuyền lắp ráp đang được lắp đặt), và chúng tôi cho rằng nhà máy này sẽ là một trong những nhân tố chính giúp TRA tăng trưởng doanh thu năm 2010. Tổng vốn đầu tư vào việc nâng cấp là 5 tỷ đồng, trong đó 3 tỷ đồng được sử dụng để nâng cấp cơ sở hạ tầng và dây chuyền lắp ráp mới. Sản phẩm chính từ nhà máy này bao gồm cao của các cây thảo dược và được sử dụng làm nguyên liệu cho việc sản xuất thuốc đông dược của TRA.



**Dự báo doanh thu năm 2010**

Năm 2010	Doanh số (tỷ đồng)	% thay đổi	Tỷ suất lợi nhuận gộp
Hàng sản xuất	650,505	24.95%	37.27%
Đồng dược	512,217	23.07%	39.50%
Tân dược	138,288	32.48%	29.00%
Hàng thương mại	259,292	20.47%	3.80%
Tổng doanh số	909,797	23.64%	27.73%

Trong năm sau, TRA sẽ tiếp tục mở rộng thị phần thông qua các đại lý mới ở các tỉnh Thanh Hóa, Vinh và 3 trung tâm khu vực tại Tp Hồ Chí Minh, tỉnh Đà Nẵng và tỉnh Nam Định và hội sở của các cơ sở này tại Hà Nội.

Những thách thức chính đối với TRA về dài hạn là (1) đảm bảo sự đồng đều và nhất quán của chất lượng nguyên liệu đầu vào, vốn là thách thức chính trước kia (2) mở rộng mạng lưới phân phối để trở thành một công ty có mạng lưới phân phối toàn quốc (3) cải thiện chất lượng nguồn nhân lực, đặc biệt nguồn nhân lực trong lĩnh vực nghiên cứu và phát triển. Để có thể vượt qua được những thách thức này, TRA đã:

(1) áp dụng các chính sách ưu đãi đối với người nông dân như: cung cấp hỗ trợ tài chính, giúp người nông dân mua giống cây và phân bón... Nhờ chính sách này, TRA có thể đảm bảo được nguồn cung ổn định và chất lượng nguyên liệu thảo dược đầu vào đồng nhất. Tất cả các nhà cung cấp đã ký kết hợp đồng thời hạn 3 năm trong việc cung cấp nguyên liệu đầu vào. Trước mắt đến 80% nguyên liệu đầu vào là từ các nhà cung cấp trong nước nên TRA có thể kiểm soát và có kế hoạch tốt hơn.

(2) TRA cũng đã có chính sách tỷ lệ hoa hồng cao dành cho các nhà phân phối bán buôn. Thêm vào đó, công ty đã nhận được nhiều giải thưởng cho chất lượng sản phẩm và an toàn nên TRA có thể cải thiện hình ảnh của mình đối với các khách hàng so với các công ty dược phẩm của Trung Quốc và các công ty dược phẩm trong nước khác. Sau khi có sự thảo luận với công ty, chúng tôi cho rằng TRA sẽ tiếp tục tăng giá bán sản phẩm do công ty đang chuyển mình theo hướng kinh doanh sản phẩm chất lượng và giá cao. Chúng ta có thể chứng kiến những thành quả ban đầu của chiến lược này

trong năm nay và từ năm 2010 trở đi, chiến lược này sẽ càng thể hiện rõ hiệu quả của mình. TRA tin tưởng rằng công ty có thể nâng giá mà không làm giảm doanh thu (vốn là điểm cốt lõi của chiến lược này).

Năm 2010, TRA sẽ tiếp tục đầu tư vào dự án bất động sản tại số 75 Yên Ninh, Ba Đình, Hà Nội trên diện tích 800 mét vuông. Đây là tòa nhà văn phòng 9 tầng, trong đó 3 tầng sẽ được sử dụng làm trụ sở của TRA, 6 tầng còn lại được sử dụng cho thuê. Năm 2011, dự án này sẽ hoàn công và dự kiến sẽ đem lại doanh thu. Theo thông tin chúng tôi được biết, vốn đầu tư sẽ lên đến 25 tỷ đồng và sẽ hoàn thành trong 18 tháng.

TRA cũng dự định xây dựng Trung cấp Y Dược tại khu vực của nhà máy Hoàng Liệt để đào tạo dược sĩ, y tá và đảm bảo cung cấp một đội ngũ nhân viên đông đảo để đáp ứng cho thị trường đang khan hiếm tại Việt Nam và trước mắt là tạo ra những dược sĩ và bác sĩ sẽ đóng góp cho sự phát triển và nghiên cứu những sản phẩm mới của công ty trong tương lai. Mục đích chính của dự án này không phải là nhằm thu lợi nhuận mà nhằm tạo ra nguồn cung cấp nhân lực trong tương lai.

Trong năm 2010, HSC dự báo TRA có thể tiếp cận chương trình cho vay hỗ trợ trung hạn (cho các dự án mới) và tăng các khoản vay từ ngân hàng lên 22 tỷ đồng để tài trợ cho dự án cao ốc Ba Đình trong năm sau. Trong mô hình của mình, chúng tôi giả sử lãi suất sẽ khoảng 8% và khoản vay được trả trong 24 tháng. Trong năm 2010, chúng tôi giả sử TRA sẽ không tăng vốn điều lệ do công ty đã phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông hiện hữu trong Q4/2009. Chúng tôi cũng giả định công ty sẽ tiếp tục bỏ ra từ 1-2% trong tổng doanh thu cho hoạt động nghiên cứu và phát triển và sẽ tiếp tục đưa ra các sản phẩm mới với tốc độ như hiện nay vào năm 2010.

**Những giả định về doanh thu của TRA năm 2010**

Sản phẩm chính	% thay đổi giá	% thay đổi sản lượng	% thay đổi doanh số
Hoạt huyết dưỡng não	5%	10.0%	15.3%
Boganic	15%	12.5%	28.8%
Nước súc miệng T-B	20%	15.0%	38.1%
Giá bình quân	10.50%		
Tổng sản lượng		12.39%	
Tổng doanh số			23.64%

## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

CTCP TRAPHACO\_Mã cổ phiếu: TRA - HOSE

Thứ ba, ngày 22 tháng 12 năm 2009

Báo cáo KQHĐKD năm (Đơn vị tính: triệu đồng)	FY2006	y/y%	FY2007	y/y%	FY2008	y/y%
Doanh thu thuần	-	-	533,221	-	780,183	46.32%
Giá vốn hàng bán	-	-	390,830	-	618,891	58.35%
Lợi nhuận gộp	-	-	142,391	-	161,292	13.27%
Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính	-	-	(7,013)	-	1,156	116.48%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-	-	-	-	103,278	#DIV/0!
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-	-	135,377	-	59,170	-56.29%
Lợi nhuận từ các hoạt động khác	-	-	11,807	-	(374)	-103.17%
Lợi nhuận trước thuế	-	-	47,204	-	58,796	24.56%
Lợi nhuận sau thuế	-	-	38,248	-	46,038	20.37%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	-	-	38,248	-	46,038	20.37%

Nguồn: Công ty

### Lịch sử hình thành và phát triển

**28/11/1972:** Công ty cổ phần TRAPHACO tiền thân là Tổ sản xuất thuốc thuộc Ty Y tế Đường sắt được thành lập.

**01/06/1993:** Xí nghiệp Dược phẩm Đường sắt (tên giao dịch là Raphaco) ra đời.

**1994:** Xí nghiệp dược phẩm Đường sắt cũng được đổi tên thành Công ty Dược và thiết bị vật tư y tế Bộ Giao thông vận tải (tên giao dịch là TRAPHACO).

**1998:** Hoàn thành nhà máy sản xuất dược tại Phú Thượng Tây Hồ, Hà Nội và được Cục Quản lý dược công nhận đạt tiêu chuẩn GMP ASEAN.

**01/01/2000:** Công ty cổ phần Dược và Thiết bị vật tư y tế TRAPHACO chính thức bắt đầu hoạt động theo hình thức công ty cổ phần với 45% vốn Nhà nước.

**05/07/2001:** Công ty cổ phần Dược và Thiết bị vật tư Y tế TRAPHACO đổi tên thành Công ty cổ phần TRAPHACO.

**2004:** Công ty cổ phần TRAPHACO hoàn thành xây dựng nhà máy sản xuất dược phẩm Hoàng Liệt tại Hoàng Liệt, Hoàng Mai, Hà Nội, đạt hệ thống các tiêu chuẩn GMP/GSP/GLP-ASEAN.

**2008:** Niêm yết trên Hose

### Ngành nghề kinh doanh

Thu mua, gieo trồng, chế biến dược liệu; sản xuất và kinh doanh dược phẩm, hóa chất và vật tư thiết bị y tế; tư vấn sản xuất dược phẩm, mỹ phẩm

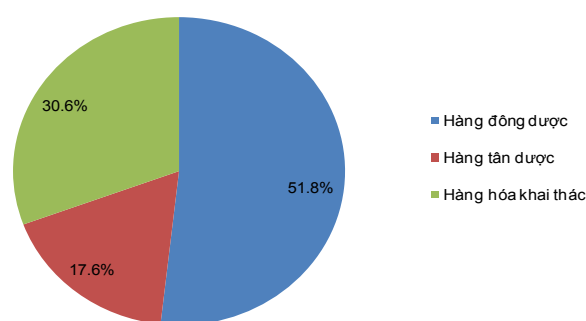
### Sản phẩm, dịch vụ và thị trường

**Sản phẩm chủ lực:** Hàng Đông dược (Ampelop, hoạt huyết dưỡng não, Boganic ...) chiếm 51.8% doanh thu 9 tháng đầu năm 2009

Hàng Tân dược (Antot-Philatop, nước súc miệng T-B, Amorvita ...) chiếm 17.6% doanh thu 9 tháng đầu năm 2009. Hàng hóa khai thác chiếm 30.6% doanh thu 9 tháng đầu năm 2009

**Thị trường:** Thị trường tiêu thụ của các sản phẩm Traphaco chủ yếu là thị trường nội địa, trải rộng khắp ba vùng miền trên cả nước. Hiện tại, khu vực miền Bắc mang lại thị phần lớn nhất cho hoạt động kinh doanh của công ty tiếp theo là miền Nam và miền Trung.

Cơ cấu doanh thu năm 9 tháng đầu năm 2009



Cơ cấu sở hữu vào tháng 12/09	Số lượng cổ phiếu	%
Nhà Nước	3,739,662	36.67%
Nước ngoài	1,318,621	12.93%
Cổ đông khác	5,139,868	50.40%

#### Thông tin liên hệ

Trụ sở Số 75 Yên Ninh, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại (84.4) 3843 0076

Fax (84.4) 3681 5097

Website www.traphaco.com.vn

Vốn điều lệ (15/12/2009) 101,981,500,000 đồng

Logo công ty



### Vị thế công ty trong ngành

**Về trình độ công nghệ:** Công ty đang sử dụng các quy trình vận hành tiêu chuẩn (SOP-Standard Operating Procedures) đối với GMP và ISO (chưa có doanh nghiệp đồng dược nào trong nước đạt được tiêu chuẩn này)

**Về uy tín thương hiệu sản phẩm:** Đứng đầu trong các doanh nghiệp Đồng dược hàng đầu trong cả nước

**Về thị trường tiêu thụ và mạng lưới phân phối:** Hiện tại sản phẩm của công ty đã có mặt trên 64 tỉnh thành của cả nước.

## Chiến lược phát triển

Mở rộng nhãn hiệu, chủng loại các loại thuốc, nhóm thuốc

Tập trung nghiên cứu phát triển các sản phẩm từ dược liệu, dẫn đầu nghiên cứu phát triển thuốc từ dược liệu tại Việt Nam; giữ vững thị phần các sản phẩm truyền thống, đồng thời mở rộng thị trường thế giới đảm bảo phát triển bền vững.

Thực hiện các giải pháp đồng bộ: Nâng cao chất lượng nguồn nhân lực (đào tạo mới, đào tạo lại, đào tạo trong nước và ngoài nước), đổi mới mô hình quản lý công ty cho phù hợp với qui mô và tình hình hội nhập (công ty mẹ, công ty con sở hữu đan xen về vốn).

## SWOT

### Thế mạnh

- **Nhận dạng thương hiệu:** TRA đã sớm xây dựng được uy tín với mặt hàng thuốc chất lượng cao, và xây dựng được khả năng nhận dạng thương hiệu của mình.

- **Chất lượng sản phẩm và công nghệ sản xuất:** Sản phẩm của TRA đã nhận được nhiều giải thưởng do người tiêu dùng bình chọn qua nhiều năm trở lại đây. TRA là công ty Đông dược đầu tiên tại thị trường Việt Nam đáp ứng tiêu chuẩn sản xuất GMP-WHO.

### Điểm yếu

- **Nguồn nguyên liệu:** Sự bất ổn định về nguyên liệu đầu vào cho nguồn nguyên liệu của ngành công nghiệp dược Việt Nam sẽ vẫn có thể kéo dài.

- **Hệ thống phân phối:** Hệ thống phân phối còn yếu ở miền Bắc, chưa thực sự mạnh tại thị trường Miền Nam.

### Cơ hội

- **Thị trường nội địa:** Thị trường dược Việt Nam có thể đạt được mức tăng trưởng cao ít nhất trong thời kỳ 2009-2012 với mức tăng trưởng bình quân 13.94%. Đặc biệt là nhu cầu tiêu dùng sản phẩm Đông dược của người dân Việt Nam tăng trưởng mạnh qua hằng năm.

- **Cơ hội hợp tác quốc tế:** Traphaco có thêm nhiều cơ hội hơn trong việc hợp tác quốc tế bởi TRA sở hữu mạng lưới phân phối mạnh ở khu vực phía Bắc, đảm bảo các tiêu chuẩn về chất lượng, thương hiệu mạnh.

### Thách thức

- **Mức độ cạnh tranh:** Thị trường Dược phẩm sẽ ngày càng cạnh tranh khốc liệt hơn bởi kể từ năm 2009 trở về sau, các công ty Dược phẩm nước ngoài được nhập khẩu trực tiếp. Và đặc biệt trong ngành đông dược, TRA luôn phải đối mặt với hàng giả, hàng nhái.

	Tên, chức danh	Trình độ chuyên môn
Board of Directors	Vũ Thị Thuận - Chủ tịch HĐQT	Thạc sĩ dược học
	Nguyễn Thị Mùi - Phó Chủ tịch HĐQT	Cử nhân kinh tế
	Hoàng Thị Rược - Ủy viên Hội đồng quản trị	Dược sĩ đại học
	Trần Túc Mã - Ủy viên Hội đồng quản trị	Thạc sĩ dược học
	Nguyễn Huy Văn - Ủy viên Hội đồng quản trị	Thạc sĩ dược học
	Nông Hữu Đức - Ủy viên Hội đồng quản trị	Dược sĩ đại học
Board of Management	Vũ Thị Thuận - Tổng giám đốc	Thạc sĩ dược học
	Nguyễn Thị Mùi - Phó TGD	Cử nhân kinh tế
	Nguyễn Huy Văn - Phó TGD	Thạc sĩ dược học
	Phạm Thị Phụng - Phó TGD	Dược sĩ chuyên khoa I
	Trần Túc Mã - Phó TGD	Thạc sĩ dược học
Supervisory Board	Nguyễn Tất Văn - Trưởng Ban kiểm soát	Dược sĩ chuyên khoa I, cử nhân kinh tế
	Nguyễn Thị Hậu - Thành viên ban kiểm soát	Thạc sĩ dược học
	Nguyễn Thị Kim Hoa - Thành viên ban kiểm soát	Cử nhân kinh tế

Nguồn: Công ty

# CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

CTCP TRAPHACO\_Mã cổ phiếu: TRA - HOSE

Thứ ba, ngày 22 tháng 12 năm 2009

Đơn vị: triệu đồng

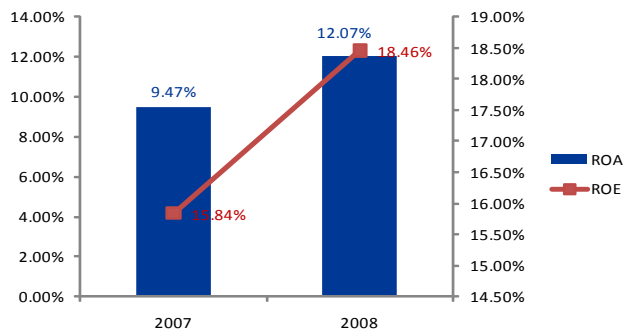
Bảng cân đối kế toán năm	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	-	354,006	303,876
Tiền & các khoản đương tiền	-	123,921	10,176
Đầu tư ngắn hạn	-	-	17,979
Các khoản phải thu	-	110,838	125,239
Hàng tồn kho	-	116,107	147,374
Tài sản ngắn hạn khác	-	3,141	3,107
<b>Tài sản dài hạn</b>	-	49,792	55,444
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	-	46,157	51,464
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Đầu tư dài hạn	-	2,925	3,925
Tài sản dài hạn khác	-	710	55
Lợi thế thương mại	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	-	403,799	359,320
<b>Nợ phải trả</b>	-	162,314	101,921
Nợ ngắn hạn	-	158,686	98,265
Nợ dài hạn	-	3,628	3,656
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	-	241,485	257,399
Vốn chủ sở hữu	-	236,505	252,598
Nguồn vốn khác & Quỹ	-	4,980	4,801
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	-	403,799	359,320
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ năm</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	-	(38,623)	(12,937)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	-	(7,329)	(15,471)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	-	153,161	(85,342)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-	107,209	(113,750)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	-	16,742	123,921
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	(30)	6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	-	123,921	10,176
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	-	-	46.32%
Tốc độ tăng trưởng LN trước thuế	-	-	24.56%
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-	-	20.37%
<b>Kế hoạch kinh doanh năm 2009</b>			
Doanh thu (triệu đồng)			770
Tăng trưởng (%)			-1.00%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)			55,246
Tăng trưởng (%)			20.00%

Các chỉ tiêu liên quan đến định giá	22/12/2009		
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	10,198,150		
Thị giá	52,500		
Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	535,403		
	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	-	8,000,000	8,000,000
Số lượng CP đang lưu hành bình quân	-	8,000,000	8,000,000
EPS (đồng)		4,781	5,755
P/E		10.98	9.12
EV/EBITDA		5.47	9.00
BVPS (đồng)		28,264	29,958
P/B		1.86	1.75
Doanh thu/ 1 cp (đồng)		66,653	97,523
Giá/doanh thu		0.79	0.54
DPS (đồng)	-	-	600
Cổ tức/Giá	0.00%	0.00%	1.14%
Cổ tức/LN sau thuế		0%	10%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Vòng quay các khoản phải thu	-	4.85	6.65
Vòng quay hàng tồn kho	-	3.37	4.70
Vòng quay các khoản phải trả	-	8.69	13.16
Vòng quay tổng tài sản	-	1.32	2.04
<b>Khả năng thanh khoản</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Hệ số thanh toán hiện hành	-	2.23	3.09
Hệ số thanh toán nhanh	-	1.50	1.59
Hệ số thanh toán bằng tiền	-	0.78	0.29
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Lợi nhuận biên gộp	-	26.70%	20.67%
Lợi nhuận biên trước thuế	-	8.85%	7.54%
Lợi nhuận biên sau thuế	-	7.17%	5.90%
ROA	-	9.47%	12.07%
ROE	-	15.84%	18.46%
<b>Phân tích Dupont</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Lợi nhuận biên sau thuế	-	7.17%	5.90%
Vòng quay tổng tài sản	-	1.32	2.04
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	-	1.67	1.53
ROE	-	15.84%	18.46%
<b>Cơ cấu vốn</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Nợ/Vốn chủ sở hữu	-	0.67	0.40
Nợ/Tổng tài sản	-	0.40	0.28

Nguồn - Công ty, HSC

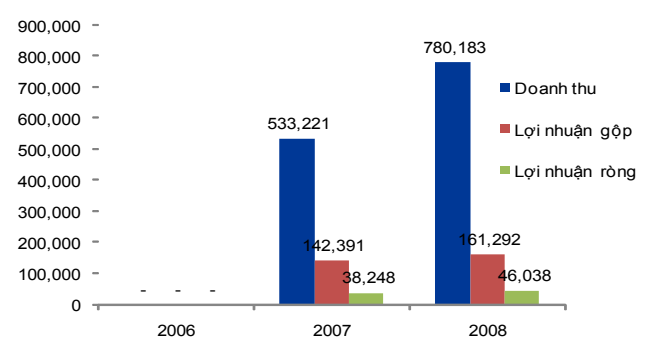


ROA - ROE (%)



Nguồn - Công ty, HSC

Doanh thu - Lợi nhuận (triệu đồng)



Nguồn - Công ty, HSC

Đơn vị: triệu đồng

Bảng cân đối kế toán quý	30/12/2007	31/03/2008	30/06/2008	30/09/2008	31/12/2008	31/03/2009	30/06/2009	30/09/2009
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	-	-	-	326,604	303,876	316,975	344,584	377,981
Tiền & các khoản đương tiền	-	-	-	8,061	10,176	2,895	7,630	14,020
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	8,000	17,979	18,084	18,374	19,719
Các khoản phải thu	-	-	-	169,217	125,239	164,941	179,636	213,407
Hàng tồn kho	-	-	-	136,826	147,374	131,055	133,841	126,599
Tài sản ngắn hạn khác	-	-	-	4,500	3,107	-	5,104	4,236
<b>Tài sản dài hạn</b>	-	-	-	52,393	55,444	57,319	59,894	59,253
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	-	-	-	48,100	51,464	53,394	51,822	54,486
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	-	-	-	3,925	3,925	3,925	7,275	2,250
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	368	55	-	797	1,087
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-	-	1,430
<b>Tổng tài sản</b>	-	-	-	378,997	359,320	374,294	404,478	437,234
<b>Nợ phải trả</b>	-	-	-	115,458	101,921	108,976	126,524	145,554
Nợ ngắn hạn	-	-	-	111,869	98,265	105,336	122,770	141,819
Nợ dài hạn	-	-	-	3,589	3,656	3,641	3,754	3,735
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	-	-	-	263,539	257,399	265,317	277,954	291,680
Vốn chủ sở hữu	-	-	-	262,459	252,598	262,380	276,049	289,151
Nguồn vốn khác & Quỹ	-	-	-	1,080	4,801	2,937	1,905	2,529
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	-	-	-	378,997	359,320	374,294	404,478	437,234

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh quý	Q1/2008	Q2/2008	Q3/2008	Q4/2008	Q1/2009	Q2/2009	Q3/2009
Doanh thu thuần	-	-	185,838	207,032	174,756	170,766	191,782
Giá vốn hàng bán	-	-	145,442	166,280	132,040	118,210	138,529
Lợi nhuận gộp	-	-	40,396	40,751	42,716	52,556	53,254
Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính	-	-	186	302	29	524	(579)
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-	-	25,210	23,795	27,035	33,933	31,860
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-	-	15,371	17,258	15,710	19,147	20,815
Lợi nhuận từ các hoạt động khác	-	-	(293)	31	0	28	(630)
Lợi nhuận trước thuế	-	-	15,078	17,289	15,710	19,175	20,185
Lợi nhuận sau thuế	-	-	12,512	11,466	11,782	14,083	15,102
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	-	-	12,512	11,466	11,782	14,083	15,102

Nguồn: Công ty

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place  
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM  
**T** : (+84 8) 3 823 3299  
**F** : (+84 8) 3 823 3301

### CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
**T** : (+84 4) 3 933 4693  
**F** : (+84 4) 3 933 4822

**E**: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) **W**: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)