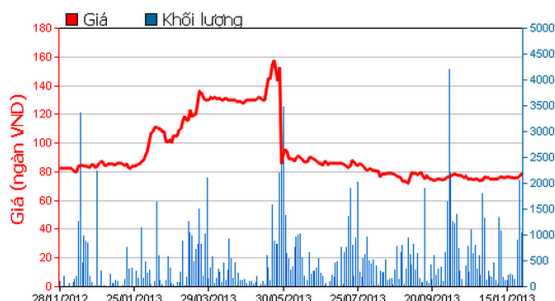


CÔNG TY CỔ PHẦN TRAPHACO (HSX: TRA)

Hoàng Hiếu Tri Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	78.000	<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> -15% 0% -15% </div> <div style="display: flex; justify-content: space-between;"> Bán Giảm Thêm Mua </div> <div style="text-align: center; color: orange; font-weight: bold; font-size: 1.2em;">GIẢM</div>
	Giá mục tiêu	77.000	
	Tăng/giảm	-1,3%	
	Tỷ suất cổ tức	2,6%	

Diễn biến giá cổ phiếu TRA

Tóm tắt nội dung

- **Doanh thu thuần 9T/2013 đạt 1.277 tỷ đồng (+28,4% so với cùng kỳ năm 2012), LNST 9T/2013 tăng tương ứng 43,8% lên mức 120 tỷ đồng, hoàn thành 82% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Tôi ước tính LNST cả năm 2013 của TRA sẽ ở mức 161 tỷ đồng, tương ứng với EPS 2013 (F) ở mức 7.523 đồng/cp.**
- **TRA đang là doanh nghiệp sản xuất – phân phối đông dược lớn nhất tại Việt Nam**, đồng thời là doanh nghiệp dược nội địa lớn thứ 2 sau Dược Hậu Giang nếu xét về quy mô vốn hóa và doanh thu. Thương hiệu TRAPHACO với các sản phẩm chủ lực như: Hoạt huyết dưỡng não – thuốc bổ thần kinh, Boganic – giải độc gan, Viên sáng mắt... đã khẳng định được thương hiệu, chất lượng trong nhiều năm và được người tiêu dùng trong nước (đặc biệt là khu vực miền Bắc) nhận biết cũng như tin tưởng sử dụng trong một thời gian dài.
- **Sử dụng các loại dược phẩm có nguồn gốc tự nhiên (Đông dược) đang là xu hướng phát triển chủ đạo không chỉ ở các nước châu Á mà đang lan mạnh sang các quốc gia phương Tây.** Các thành phần hoạt chất này thân thiện với sức khỏe con người, ít độc hại và ít tác dụng phụ không mong muốn hơn so với các thuốc tân dược.
- **Nguồn nguyên liệu đông dược chính của TRA vẫn đang nhập khẩu khoảng 10% từ Trung Quốc và 90% thu mua từ các vùng dược liệu trong nước** (chủ yếu là các vùng dược liệu do TRA tự phát triển). Đây là thế mạnh chính của TRA so với các đối thủ khác trong bối cảnh nguồn cung dược liệu trong nước đang khá eo hẹp do các chính sách, chiến lược quy hoạch nhằm hỗ trợ cho việc phát triển vùng nguyên liệu chưa được Bộ Y tế và các cơ quan ban ngành quan tâm đúng mức, song song với thực trạng ngày càng nhiều loại thảo dược tuyệt chủng tại Việt Nam do khai thác tận thu.
- **Đa phần các sản phẩm đông dược của TRAPHACO có thành phần đơn giản và mang các đặc tính của thực phẩm chức năng**, nên đang phải chịu sự cạnh tranh rất lớn từ các sản phẩm cùng loại, đặc biệt là các sản phẩm làm nhái. Các tiêu chuẩn về chất lượng của thuốc đông y cũng chưa được quy định rõ ràng tại Việt Nam.
- **TRAPHACO đang trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư lớn cho các nhà máy sản xuất tân dược, dây chuyền sản xuất mới**

Thông tin giao dịch	29/11/2013
Giá hiện tại	78.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)	158.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)	72.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	24.676.433
Số lượng CP lưu hành (CP)	24.831.821
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	6.266
% sở hữu nước ngoài	44,84%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	247
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.937

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP TRAPHACO
Địa chỉ	Số 75, phố Yên Ninh, Q. Ba Đình, Hà Nội
Doanh thu chính	Kinh doanh dược phẩm
Chi phí chính	Nguyên liệu nhập khẩu, chi phí bán hàng, chi phí tài chính
Lợi thế cạnh tranh	Các sản phẩm đông dược và mạng lưới phân phối rộng
Rủi ro chính	Áp lực cạnh tranh, bị làm nhái

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
SCIC	35,67%
Vietnam Azalea Fund Limited	24,99%
Vietnam Holding Limited	9,64%
Cổ đông nội bộ	4,19%
Cổ đông khác trong nước	15,30%
Cổ đông khác nước ngoài	10,21%

nhằm nâng cao công suất hiện tại, đa dạng hóa các dòng sản phẩm... với tổng vốn đầu tư hơn 300 tỷ đồng.

Khuyến nghị

Xét các công ty cùng ngành dược niêm yết trên sàn chứng khoán Việt Nam, sau khi điều chỉnh P/E dựa vào hiệu quả hoạt động (ROE) của các công ty này so với TRA, P/E bình quân là 10.x.

TRA đang là doanh nghiệp dược phẩm có mức tăng trưởng tốt nhất ngành dược trong giai đoạn hiện nay. Với lợi thế cạnh tranh về nguồn nguyên liệu và mạng lưới phân phối rộng khắp tại các tỉnh miền Trung và miền Bắc, tiềm năng phát triển của TRA trong các năm sắp tới là rất lớn. Tuy nhiên, áp lực để duy trì mức tăng trưởng lợi nhuận trên 30% hiện nay ngày càng gia tăng khi các sản phẩm chủ lực của TRA đang chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ cả trong nước lẫn nước ngoài. Bên cạnh đó, dự án đầu tư xây dựng nhà máy mới của TRA trong giai đoạn sắp tới cũng tạo một áp lực không nhỏ lên dòng tiền của doanh nghiệp. Vì vậy, phương án huy động nguồn vốn cho dự án này thông qua phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu nhiều khả năng sẽ tiếp tục được TRA thực hiện trong năm 2014 và các năm tiếp theo.

Về ngắn hạn, tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế cả năm 2013 sẽ đạt khoảng 161 tỷ đồng (+37,6% so với năm 2012), tương ứng với EPS forward 2013 (pha loãng) là 7.523 VND/cổ phiếu. Hiện tại giá cổ phiếu TRA đang cao hơn giá mục tiêu 1,3% . Do đó tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể **GIẢM** tỷ trọng cổ phiếu này trong danh mục.

EPS 2013	7.523	đồng/cp			
P/E	8,3	9,3	10,3	11,3	12,3
Giá TRA	62.127	69.650	77.174	84.697	92.220

Định giá P/E

Tên Công ty	Sàn	Mã CK	DTT 2012 (tỷ đồng)	ROE 2012	P/E trailing	DTT 9T/2103
CTCP TRAPHACO	HOSE	TRA	1401	27,3%	10,x	1.277
CTCP Dược phẩm Cửu Long	HOSE	DCL	612	8,0%	6,45	488
CTCP Xuất nhập khẩu Y tế Domesco	HOSE	DMC	1261	15,8%	7,96	1.006
CTCP S.P.M	HOSE	SPM	430	10,4%	12,11	316
CTCP Dược phẩm OPC	HOSE	OPC	504	17,3%	11,48	410
CTCP Dược phẩm Imexpharm	HOSE	IMP	818	10,9%	8,29	607
CTCP Dược Hậu Giang	HOSE	DHG	2931	31,7%	12,05	2.388
Bình quân theo Doanh thu 9T/2013					10.26	

Rủi ro đầu tư

Rủi ro biến động giá nguyên liệu

Do Việt Nam chưa phát triển được ngành công nghiệp hóa dược nên các doanh nghiệp dược vẫn phải nhập khẩu hầu hết các nguyên liệu đầu vào cho sản xuất tân dược. Đây là rủi ro chung của toàn ngành và của cả TRA khi giá nguyên liệu thế giới biến động khó lường vì nguyên vật liệu chiếm đến 50 – 80% giá vốn. Đi kèm theo đó là rủi ro biến động tỷ giá cũng là một gánh nặng cho doanh nghiệp khi đồng nội tệ chưa thực sự ổn định. Tuy nhiên, xét về mảng đông dược, do TRA chủ động kiểm soát được nguồn nguyên liệu đông dược nên hạn chế được phần lớn rủi ro này.

Rủi ro cạnh tranh, sản phẩm bị làm nhái

Do đặc thù các sản phẩm đông dược không có bản quyền công thức, quy trình sản xuất khá đơn giản, không phải trải qua giai đoạn thử nghiệm lâm sàng... nên có rất nhiều các sản phẩm tương tự với cùng nhãn hiệu, cùng thành phần công thức đang trực tiếp cạnh tranh gay gắt trên thị trường.

Bên cạnh đó, thực trạng các sản phẩm của TRA, đặc biệt là Hoạt huyết dưỡng não và Boganic, bị làm nhái làm giả một cách công khai đang là rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát của doanh nghiệp do các hạn chế của chính sách trong việc bảo hộ thương hiệu, quyền sở hữu trí tuệ của doanh nghiệp tại Việt Nam.

Phân tích hoạt động kinh doanh

Vị thế TRAPHACO

Các sản phẩm cạnh tranh với “Hoạt huyết dưỡng não”

Đơn vị sản xuất	Tên sản phẩm	Giá SP (VND/viên)
Imexpharm	Ginkgo Biloba	n/a
CTCP DP TW2	Ginkgo Biloba	320
Traphaco	Hoạt huyết dưỡng não	500
Cty TNHH Nam Dược	Hoạt huyết dưỡng não	550
CTCP DP Lâm Đồng	Hoạt huyết dưỡng não	395
Dược Hậu Giang	Hoạt huyết	n/a

TRA đang là doanh nghiệp đông dược lớn nhất tại Việt Nam tính đến thời điểm hiện tại, nếu xét về quy mô vốn hóa - doanh thu – lợi nhuận, TRA là doanh nghiệp dược phẩm nội địa lớn thứ 2 tại Việt Nam (xếp sau DHG và xếp trên IMP, DMC). Về khía cạnh tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, TRA đang dẫn đầu danh sách các doanh nghiệp dược có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất thị trường nhờ vào các lợi thế cạnh tranh đặc thù.

Các dòng sản phẩm đông dược của TRA đã gầy dựng được vị thế vững chắc trên thị trường và được đông đảo người tiêu dùng trong nước nhận biết và tin tưởng sử dụng, đặc biệt tại khu vực miền Bắc, với các thương hiệu chủ lực như: Hoạt huyết dưỡng não, Boganic... TRA cũng là một trong số ít các công ty đông dược tại Việt Nam có dây chuyền sản xuất đạt tiêu chuẩn GMP –

dưỡng não		
Cty TNHH DP Phúc Vinh	Hoạt huyết dưỡng não	450
CTCP DP Nam Hà	Hoạt huyết dưỡng não	420
DPTW Phoriparm	Hoạt huyết dưỡng não	450
CTCP DP TW3	Hoạt huyết dưỡng não	360
Dược TW Mediplantex	Superkan	600

(Nguồn: FPTs tổng hợp)

Các sản phẩm cạnh tranh của "BOGANIC"

Đơn vị sản xuất	Tên sản phẩm	Giá SP (VND/viên)
Traphaco	Boganic	520
DP Đông dược 5	Bổ gan	115
DP Lâm Đồng	Bavegan	200
Dược thảo Phúc Vinh	Bổ gan PV	270
DP TW Foriparm	Nhuận gan lợi mật	410
Nam Dược	Nagantec	600
Dược phẩm TW 3	Ceteco Botagan	n/a
Dược TW Mediplantex	Medibogan	n/a

Khoản 3, điều 55, chương VIII của Luật Dược và khoản 3, điều 6, chương II của Thông tư 03/2012/TT-BYT hướng dẫn về thử thuốc trên lâm sàng có ghi rõ: Các bài thuốc đông y đã được Bộ y tế công nhận được miễn thử lâm sàng hoặc miễn một số giai đoạn thử lâm sàng.

WHO (do Cục quản lý dược – Bộ Y tế đánh giá và chứng nhận).

Các sản phẩm chủ lực

Nhóm 18 sản phẩm chủ lực (9 sản phẩm đông dược và 9 sản phẩm tân dược) chiếm hơn 50% doanh thu của TRA qua các năm. Trong đó, 2 dòng sản phẩm chính là **Hoạt huyết dưỡng não** và **Boganic** lần lượt chiếm 37,8% và 33,8% tổng doanh thu trong năm 2011 và 2012.

Hoạt huyết dưỡng não: Thành phần chính: Cao Đinh Lăng và Cao Bạch Quả (Ginkgo biloba). Trong đó thành phần quan trọng là Ginkgo biloba chiết xuất từ lá cây bạch quả có tác dụng cải thiện tuần hoàn máu trong não, tăng cường chuyển hóa não,

Boganic: Thành phần chính: cao atisô, cao biển súc, cao bìm bìm. Trong đó thành phần chủ chốt là Atisô được bổ sung thêm tính năng phụ của biển súc và bìm bìm, hỗ trợ thanh lọc gan – giải độc và hỗ trợ hệ bài tiết.

Do thành phần khá đơn giản, có tính chất như một loại thực phẩm chức năng, với đặc thù chủ yếu phục vụ kênh OTC, nên có rất nhiều các đơn vị sản xuất hai dòng sản phẩm này từ trung ương đến địa phương. Theo thống kê của tôi, có không dưới 30 đơn vị trên cả nước cùng sản xuất dòng sản phẩm mang nhãn hiệu "Hoạt huyết dưỡng não" và hơn 10 đơn vị sản xuất dòng sản phẩm tương tự như "Boganic". Các sản phẩm này chủ yếu cạnh tranh nhau về giá cả, mạng lưới phân phối, hoạt động marketing của doanh nghiệp. Lợi thế về mạng lưới phân phối, chiến lược chủ động kiểm soát giá vốn đầu vào và chiến lược bán hàng linh hoạt đang là lợi thế cạnh tranh chính của TRAPHACO so với các đối thủ. Ngoài ra, một lợi thế nhỏ của dòng sản phẩm Boganic là **không bị trùng lặp nhãn hiệu do đã được đăng ký bảo hộ độc quyền thương hiệu**, phần nào sẽ giúp người tiêu dùng dễ định vị sản phẩm hơn trên thị trường

Theo quy định hiện hành của Bộ Y Tế, chưa có bất cứ văn bản nào quy định tiêu chuẩn chất lượng cụ thể của các loại thuốc đông dược. Các bài thuốc đông dược "được Bộ y tế công nhận" đa số **không phải trải qua thử nghiệm lâm sàng**. Do đó, các sản phẩm đông dược có thể được sử dụng phổ biến trong lãnh thổ Việt Nam dưới sự quản lý của Bộ Y tế theo tiêu chuẩn của Dược điển Việt Nam. Tuy nhiên, các sản phẩm đông dược này đều không nằm trong danh mục thuốc theo chuẩn của thế giới (WHO, EU - EMEA, USFDA...), nên **các doanh nghiệp đông dược có ý định xuất khẩu các sản phẩm này chỉ có thể xuất khẩu dưới dạng thực phẩm chức năng chứ không thể đăng ký dưới dạng thuốc**.

Thống kê doanh thu và cơ cấu các dòng sản phẩm chủ lực của TRA giai đoạn 2010 – 2012

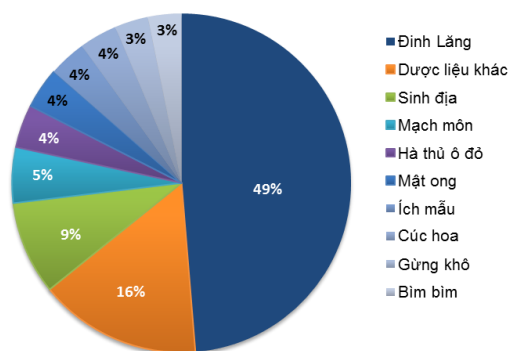
Nhóm sản phẩm	Tên sản phẩm	2010	% tổng DT	2011	% tổng DT	2012	% tổng DT
TÂN DƯỢC	Amorvita	3,4	0,4%	4,9	0,5%	2,5	0,17%
	Antot - Philatop	16,7	1,9%	13,0	1,2%	21,0	1,49%
	Avircream	1,1	0,1%	5,0	0,5%	5,9	0,42%
	Azithromycin	1,3	0,1%	4,4	0,4%	1,8	0,13%
	Dibetalic	2,8	0,3%	9,1	0,8%	9,5	0,68%
	Levigatus	2,1	0,2%	5,6	0,5%	6,7	0,47%
	Methorphan	1,3	0,1%	16,3	1,5%	30,2	2,14%
	Nước súc miệng T-B	9,1	1,0%	24,5	2,3%	30,4	2,16%
	Stilux	4,4	0,5%	7,3	0,7%	7,3	0,52%
	Ampelop	5,4	0,6%	9,4	0,9%	9,4	0,67%
ĐÔNG DƯỢC	Hoạt huyết dưỡng não	81,9	9,4%	254,5	23,7%	296,3	21,03%
	Boganic	74,5	8,6%	147,6	13,8%	177,3	12,58%
	Slaska	17,7	2,0%	23,4	2,2%	18,3	1,30%
	Hà thủ ô	2,1	0,2%	4,9	0,5%	3,7	0,26%
	Viên sáng mắt	6,0	0,7%	13,1	1,2%	13,0	0,92%
	Thập toàn đại bổ	4,9	0,6%	10,1	0,9%	14,5	1,03%
	Dưỡng cốt hoàn	3,3	0,4%	19,1	1,8%	36,3	2,58%
	Didicera	20,0	2,3%	40,2	3,7%	45,6	3,24%
Tổng doanh thu 19 sản phẩm chủ lực		258,0	29,7%	612,4	57,1%	729,6	51,78%
Tổng doanh thu hàng tự sản xuất		624,3	71,8%	807,5	75,2%	990,1	70,3%
Tổng doanh thu		869,8		1.073,3		1.409,0	

(nguồn: Traphaco, FPTS tổng hợp)

Nguồn nguyên liệu đầu vào

Đây là yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến chất lượng, uy tín, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp đông dược nói riêng và các doanh nghiệp dược phẩm (đông dược – tân dược) nói chung. **Xét về mảng đông dược**, theo thống kê của hiệp hội doanh nghiệp dược Việt Nam (VNPCA), có đến 90% nguyên liệu đông dược tại Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (hai quốc gia xuất khẩu dược liệu lớn nhất trên thế giới), do đó, sự phụ thuộc vào nguồn dược liệu nhập ngoại này tạo nên áp lực không nhỏ cho các doanh nghiệp đông dược nội địa, khi giá các nguyên liệu này đang có xu hướng tăng dần qua các năm. Tuy nhiên, **đây lại là thế mạnh tuyệt đối của TRA trong ngành**, do TRA là một trong số ít doanh nghiệp dược tại Việt Nam sử dụng đến 90% nguyên liệu từ nhiều nguồn cung ứng trong nước, trong đó 30% đến từ hệ thống các công ty con và vùng dược liệu do TRA tự nuôi trồng. Vùng dược liệu này tập trung chủ yếu tại khu vực vùng núi phía Bắc và một phần nhỏ tại Đà Lạt, vốn có khí hậu ôn đới mát mẻ, thuận lợi cho quá trình sinh trưởng và ngưng kết

Cơ cấu nguyên liệu đông dược



các thành phần quý trong các giống dược liệu nuôi trồng. **Xét về mảng tân dược**, TRA hoàn toàn phải nhập khẩu nguyên liệu tân dược, chủ yếu từ 2 nguồn cung lớn trên thế giới là Trung Quốc và Ấn Độ. Do đó, về tổng thể, 60% nguyên liệu của TRA được lấy từ các nguồn trong nước và 40% đang phải nhập khẩu. Tôi đánh giá đây là cơ cấu nguyên liệu tốt nhất tại Việt Nam hiện nay khi giảm đáng kể rủi ro từ biến động giá nguyên liệu trên thế giới, đồng thời giúp TRA chủ động kiểm soát được nguồn chất lượng đầu vào ngay từ khâu nuôi trồng.

Cơ cấu nguồn dược liệu của TRAPHACO khá đa dạng, riêng nhóm 9 loại dược liệu chủ lực đã chiếm gần 85% cơ cấu dược liệu của TRA, trong đó chiếm tỷ trọng lớn nhất là chiết xuất từ lá và rễ cây Đinh Lăng (48.7%). Đặc thù của nhóm nguyên liệu này là được thu hái theo mùa và chịu ảnh hưởng đáng kể bởi các yếu tố thời tiết, dịch bệnh.

Trình độ công nghệ

TRA là một trong số ít doanh nghiệp đông dược tại Việt Nam có dây chuyền sản xuất, bảo quản, vận chuyển... theo tiêu chuẩn GMP/GLP/GSP – WHO theo yêu cầu của Bộ Y tế. Nhà máy Hoàng Liệt (tại Q. Hoàng Mai, Hà Nội) và nhà máy sản xuất đông dược tại Văn Lâm đều đạt tiêu chuẩn GMP – WHO.

Dây chuyền máy chính của hai nhà máy trên chủ yếu được nhập khẩu từ Đức. Các dây chuyền, máy móc phụ được nhập khẩu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản... kết hợp với một số máy móc sản xuất trong nước nhằm tiết kiệm chi phí đầu tư.

TRA cũng đang tiến hành triển khai áp dụng tiêu chuẩn GACP (Thực hành tốt trồng trọt và thu hái thuốc) cho vùng dược liệu và cây thuốc quý tại SAPA để kiểm soát tốt quy trình nuôi trồng, chăm sóc, thu hoạch... nhằm đảm bảo chất lượng nguyên liệu đầu vào, kết hợp với đầu tư nghiên cứu để có thể đưa các bài thuốc đông y vào sản xuất và nghiên cứu các dạng bào chế mới của các bài thuốc có sẵn nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm.

Nhà máy mới sản xuất tân dược theo kế hoạch sẽ được xây dựng theo chuẩn GMP-WHO. Tuy nhiên, theo đại diện của TRA, tiêu chuẩn công nghệ của nhà máy này hoàn toàn có khả năng được nâng lên các mức cao hơn như PIC/S – GMP hoặc EU – GMP tùy theo xu hướng của thị trường. Theo đánh giá của tôi, ban lãnh đạo của TRA sẽ phải cân nhắc rất kỹ lưỡng khi lựa chọn tiêu chuẩn chất lượng của nhà máy mới do chênh lệch chi phí đầu tư giữa các tiêu chuẩn là khá lớn, trong bối cảnh tiêu chuẩn GMP-WHO đã khá lạc hậu và khó đáp ứng các yêu cầu về chất lượng ngày càng khắt khe hơn.

Năng lực sản xuất

Nhà máy Hoàng Liệt (tại Q. Hoàng Mai, Hà Nội) đưa vào hoạt động từ năm 2004 và nhà máy sản xuất đông dược tại Văn Lâm – Hưng Yên đưa vào hoạt động năm 2007 đang chạy lần lượt 60% và 40% công suất, với tổng sản lượng thiết kế gần 1,3 triệu sp/ca (400 triệu sp/năm). Trong giai đoạn sắp tới, dự kiến từ năm 2015 trở đi, dự án nhà máy mới – nhà máy sản xuất dược Việt Nam sẽ bắt đầu đưa vào vận hành với công suất dự kiến 15 triệu đơn vị sản phẩm, nâng tổng công suất tối đa của TRA lên trên 415 triệu đvsp/năm. Theo tôi, **khi công suất các nhà máy hiện tại vẫn còn dư địa khai thác khá lớn** (gần 55% công suất), mục tiêu lấp đầy công suất các nhà máy cũ và nhà máy mới trong thời gian sắp tới sẽ là thách thức không nhỏ cho TRA, đặc biệt là mục tiêu lấp đầy dây chuyền sản xuất tân dược do hầu hết các doanh nghiệp sản xuất thuốc tân dược trong 5 năm gần đây đều đầu tư xây dựng các nhà máy mới, do đó, áp lực cạnh tranh về tiêu thụ sản phẩm – gia công sản phẩm trong các năm tiếp theo là rất lớn.

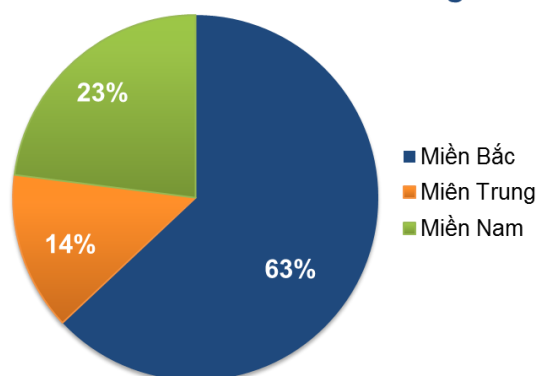
Các nhà máy sản xuất chính	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Viên (các loại)	1.000.000 đv/ca	40%
Mỡ - Cream	16.000 đv/ca	30%
Nang mềm	200.000 đv/ca	70%
Thuốc nhỏ mắt	30.000 đv/ca	70%
Thuốc nước	10.000 đv/ca	26%
Thuốc uống dùng ngoài	20.000 đv/ca	40%
Tổng sản lượng	1.276.000 đv/ca	45%

(Nguồn: Traphaco)

Thị trường tiêu thụ và các kênh bán hàng

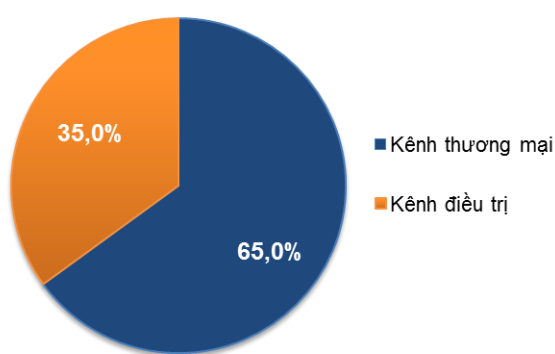
Thị trường tiêu thụ rộng khắp cả nước, đặc biệt tại thị trường miền Bắc, **là một trong các thế mạnh cạnh tranh chính của TRA so với các đối thủ khác**. Với 13 chi nhánh, 47 cửa hàng và đại lý và hàng trăm hiệu thuốc bán lẻ hiện diện trên 64 tỉnh thành khắp cả nước, TRA đang là doanh nghiệp được có mạng lưới phân phối lớn thứ 2 tại Việt Nam (sau DHG)

Thị trường chủ lực của TRAPHACO vẫn là các tỉnh miền Bắc và miền Trung với hệ thống các cửa hàng, đại lý, hiệu thuốc trải đều khắp các tỉnh. Trong thời gian gần đây, TRA tăng cường thực hiện các thương vụ M&A với các công ty phân phối dược phẩm ở các tỉnh nhằm mục tiêu khai thác tận dụng hệ thống phân phối, bán hàng và các mối quan hệ với các cơ sở y tế địa phương mà các đơn vị này đã thiết lập và xây dựng đến tận tuyến huyện, xã...

Cơ cấu doanh thu theo vùng miền


trong suốt một thời gian dài. Theo tôi, chiến lược này của TRA khá phù hợp với tình hình hiện tại do thị trường tại các thành phố lớn đã bão hòa với sự cạnh tranh gay gắt của các doanh nghiệp được trong và ngoài nước, trong khi tiềm năng khai thác tại các tỉnh, vùng nông thôn của Việt Nam đang còn rất lớn. Ngoài ra, tôi dự báo thị trường miền Bắc trong các năm sắp tới sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng áp đảo trong cơ cấu doanh thu theo vùng miền, do đặc thù trong văn hóa tiêu dùng tại vùng này vốn rất trung thành với các sản phẩm đã có thương hiệu và ngại thay đổi thói quen tiêu dùng. Đây cũng là nguyên nhân giúp TRA liên tục nắm giữ vị trí số 1 tại thị trường miền Bắc trong mảng đông dược.

TRA áp dụng chính sách chiết khấu thống nhất trên cả nước với mức chiết khấu 3% trên giá bán sỉ đối với đại lý cấp 1 (các công ty được đối tác và các nhà phân phối sỉ) và mức chiết khấu bậc thang đối với các đại lý cấp 2 – bán lẻ (Doanh số 10 triệu/tháng: 3%, 10-20 triệu/tháng: 4%, trên 20 triệu/tháng: 5%). Chính sách này giúp TRA kiểm soát tốt giá bán lẻ sản phẩm ra thị trường, đồng thời tạo uy tín vững chắc đối với hệ thống các nhà phân phối do chính sách nhất quán – minh bạch. Ngoài ra, TRA cũng áp dụng các chính sách hỗ trợ bán hàng bằng cách giãn thời hạn thanh toán lên mức bình quân 45 ngày và thay đổi linh hoạt tùy thuộc uy tín, doanh số của nhà phân phối.

Doanh thu theo kênh bán hàng năm 2013


Xét theo kênh phân phối, 65% các sản phẩm của TRA được tiêu thụ qua kênh OTC (kênh thương mại – không cần toa của bác sĩ). Đối với kênh ETC (kênh điều trị - phải tham gia đấu thầu vào bệnh viện – không được quảng cáo sản phẩm trên các phương tiện thông tin đại chúng), ảnh hưởng từ thông tư 01 Bộ Y tế dường như mang lại nhiều hiệu quả tích cực cho TRA hơn các doanh nghiệp được niêm yết khác khi Bộ Y tế dành riêng một gói tiêu chuẩn kỹ thuật cho nhóm sản phẩm đông y trong quá trình đấu thầu vào bệnh viện. **Tuy nhiên, các loại thuốc đông y này, trừ khi được đưa vào các bệnh viện y học cổ truyền – vốn chuyên điều trị bằng các thuốc đông y, thường rất ít được sử dụng cho các trường hợp điều trị nội trú và kể cả ngoại trú tại các bệnh viện.** Do đó, doanh thu đến từ kênh ETC của TRA chủ yếu đến từ nhóm sản phẩm tân dược, tiềm năng phát triển của nhóm sản phẩm đông dược trong kênh này là khá thấp.

Các dự án đang đầu tư

TRA đang triển khai dự án đầu tư nhà máy mới - Nhà máy sản xuất dược Việt Nam, với tổng diện tích 46.265 m² tại xã Tân Quang, huyện Văn Lâm, Hưng Yên. Dự án dự kiến được tiến hành trong 3 năm (2013 -2015) với tổng mức đầu tư 300 tỷ đồng. Sau khi hoàn thành, công suất của nhà máy mới đạt ngưỡng 15 triệu đvsp/năm với các hạng mục chính như sau:

- 3 nhà xưởng sản xuất rộng và 2 nhà kho: 14.380 m²
- Nhà điều hành và các hạng mục phụ trợ: 1.450 m²
- Cây xanh, vườn trồng dược liệu, tường bao: 15.585 m².

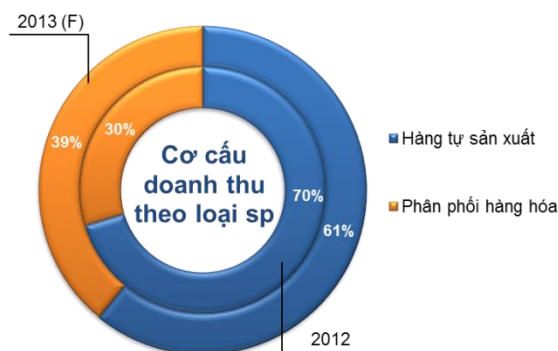
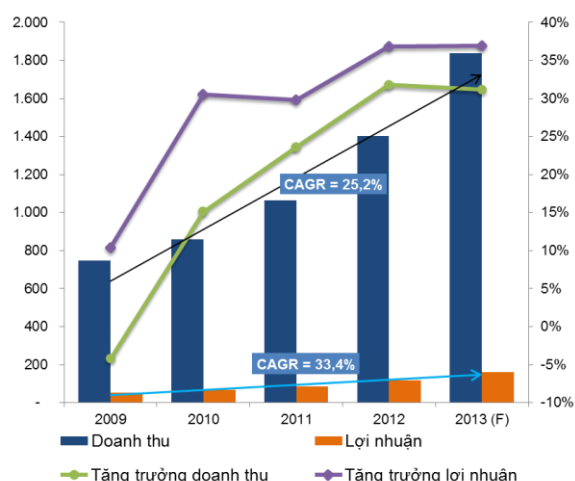
Dự án bao gồm 17 hạng mục chính, chia làm 3 giai đoạn trong 3 năm 2013 – 2015. TRA đã hoàn thành mục tiêu chính trong năm 2013 khi công đoạn san lấp mặt bằng, đền bù giải phóng mặt bằng hơn 23.000 m² còn lại và xây dựng tường bao đã được thực hiện xong trong tháng 11. Tỷ suất thu hồi vốn nội bộ (IRR) của dự án được TRA kỳ vọng ở mức 22,05% với thời gian hoàn vốn 6 năm 3 tháng. Nguồn vốn tài trợ được dự kiến ở mức 50% vay nợ và 50% vốn tự có.

Bên cạnh đó, TRA đang tiếp tục đầu tư nâng cấp hệ thống máy móc, dây chuyền sản xuất của nhà máy Hoàng Liệt hiện hữu với vốn đầu tư dự kiến 12.2 tỷ đồng, kết hợp với đầu tư mạnh cho kế hoạch mở rộng mạng lưới phân phối bán hàng, với chiến lược chủ đạo là hợp nhất sáp nhập (M&A) các đơn vị phân phối được phẩm tại các địa phương.

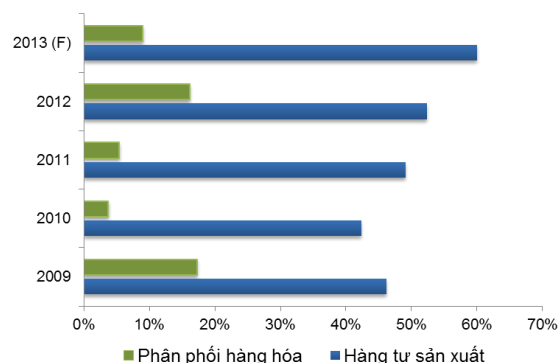
Theo đánh giá của tôi, chiến lược đầu tư bành trướng của TRA trong giai đoạn hiện tại thể hiện tham vọng gia tăng thị phần và sức ảnh hưởng của TRA tại các tỉnh, nơi tiềm năng khai thác còn rất lớn. Tuy nhiên, **việc cân đối giữa năng lực sản xuất – mạng lưới phân phối và đặc biệt là nhu cầu thị trường đã và đang là vấn đề lớn mà TRA phải đối mặt**, khi các dòng sản phẩm đông được và tây được của doanh nghiệp chưa tạo ra sự khác biệt đáng kể nào so với các sản phẩm cùng loại của các đối thủ trong nước, chưa kể áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm chức năng nhập ngoại đang thâm nhập ngày càng nhiều vào thị trường nội địa.

Ngoài ra, áp lực lên dòng tiền của TRA cũng là vấn đề đáng quan tâm khi doanh nghiệp phải đồng thời cân đối nguồn vốn cho đầu tư xây dựng cơ bản, M&A với các doanh nghiệp địa phương, bổ sung nguồn vốn lưu động trong kỳ... thông qua 3 phương thức chính: **1) Tiếp tục dùng vốn vay nợ. 2) Phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu để bổ sung dòng tiền. 3) Phát hành riêng lẻ cho cổ đông chiến lược:** đây là phương án mang lại hiệu quả cao nhất và cũng là phương án khó thực hiện nhất, do TRA chưa hội tụ đủ các yếu tố cần thiết mà các tập đoàn dược phẩm lớn của nước ngoài quan tâm.

Doanh thu và lợi nhuận qua các năm



Biên lãi gộp theo hoạt động



Phân tích tài chính

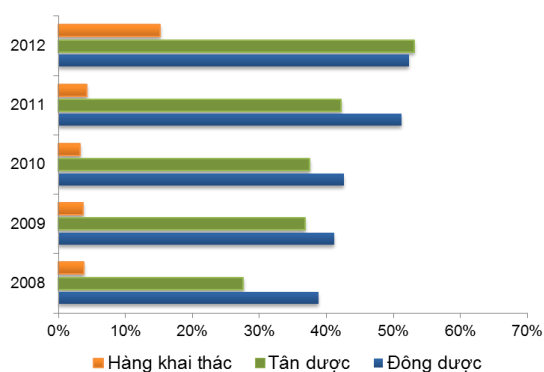
Tình hình hoạt động

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013 (F)
Doanh thu thuần	860	1.063	1.401	1.837
Hàng bán bị trả lại	-	10,5	8,3	14,0
Giá vốn hàng bán	596	664	822	1.101
Lợi nhuận gộp	264	399	579	736
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	30,7%	37,6%	41,3%	40,1%
<i>Chi phí tài chính</i>	1,4%	2,6%	2,5%	1,2%
<i>Chi phí bán hàng</i>	13,7%	17,1%	19,0%	20,0%
<i>Chi phí quản lý DN</i>	5,5%	6,8%	7,9%	7,3%
Lợi nhuận sau thuế	66,3	86,1	117,7	161,1
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	7,7%	8,1%	8,4%	8,8%
EPS (đồng/cp)	6.047	7.188	9.432	7.523
ROA	11,5%	10,3%	12,2%	13,8%
ROE	19,0%	21,5%	26,1%	22,7%

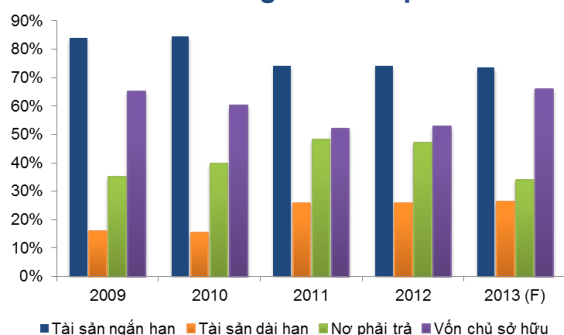
Trong giai đoạn 2009 – 2013F, **doanh thu của TRA đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 25,2%/năm**, cao hơn mức bình quân 15% của ngành, đây được xem là mức tăng trưởng doanh thu cao nhất ngành được hiện nay và chủ yếu đến từ mức tăng trưởng ấn tượng hơn 46%/năm của nhóm hàng phân phối. Doanh thu chủ yếu tập trung vào nhóm được phẩm tự sản xuất và nhóm phân phối hàng hóa được phẩm với biên lợi nhuận gộp bình quân lần lượt là 50% và 10%. Đặc biệt, biên lợi nhuận gộp của nhóm hàng tự sản xuất trong năm 2013 tăng mạnh lên ngưỡng 60% nhờ doanh thu tăng mạnh 13% trong khi giá vốn dự kiến sẽ giảm 5% so với cùng kỳ do các vùng trồng nguyên liệu của TRA đã đi vào giai đoạn bắt đầu khai thác, giúp TRA nâng tỷ trọng nguyên liệu chủ động trong nước lên mức 90% so với mức 70% trước đây, từ đó giảm tỷ trọng nguyên liệu đồng được nhập khẩu xuống chỉ còn 10%. Do đó, lợi nhuận gộp từ mảng chủ lực này cũng tăng tương ứng hơn 29%, và trở thành nhân tố chính giúp LNST tăng gần 38% so với cùng kỳ 2012. **LNST trong giai đoạn 2009 – 2013F đang được TRA duy trì ở mức tăng trưởng ấn tượng 33,4%/năm**, đây cũng là một trong những mức tăng trưởng ấn tượng nhất trên TTCK Việt Nam trong giai đoạn hiện nay.

Cơ cấu chi phí và giá vốn: Nguyên vật liệu, hàng hóa đầu vào 9T/2013 chiếm 56% tổng chi phí, tăng mạnh 14% so với cùng kỳ năm 2012 do tỷ trọng doanh thu từ hàng hóa phân phối tăng mạnh trong kỳ; bù đắp khoản tăng này là việc sụt giảm mạnh tỷ

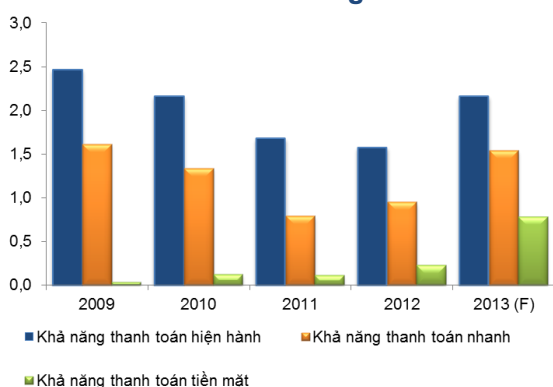
Biên lãi gộp theo dòng sản phẩm



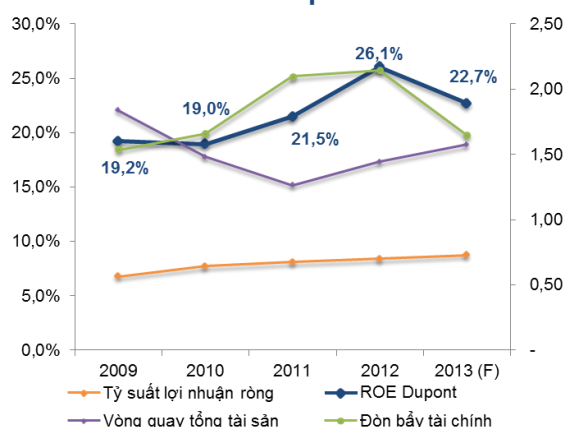
Cơ cấu Tài sản – Nguồn vốn qua các năm



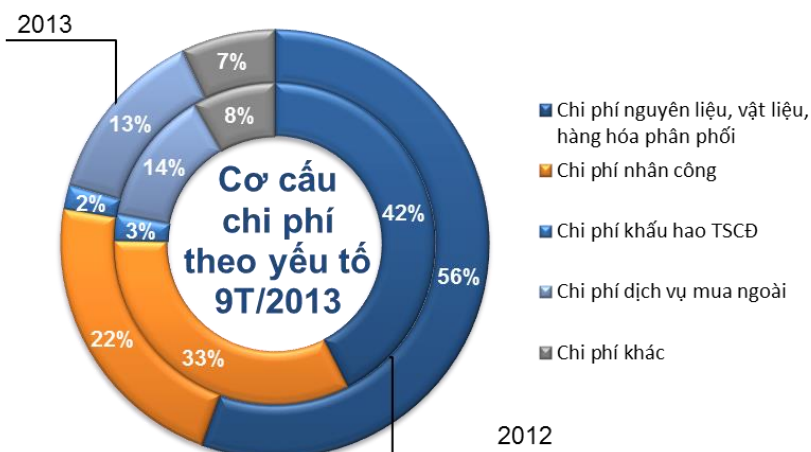
Các chỉ số về khả năng thanh toán



ROE Dupont



trọng của chi phí nhân công (-11%) và các chi phí còn lại (-3%).



Tình hình tài chính

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn :

Tổng tài sản của TRA tính đến hết 30/9/2013 là 1.122 tỷ đồng (+16% so cùng kỳ năm 2012). Trong đó, các khoản phải thu khách hàng tăng mạnh 29% do doanh thu trong kỳ tăng mạnh, lượng tiền và tương đương tiền trong kỳ tăng hơn 52% nhờ khoản tiền thu được từ đợt phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu vừa qua. Tài sản dài hạn cũng ghi nhận mức tăng mạnh ở các khoản mục đầu tư tài sản cố định cho các dự án nhà máy hiện hữu và nhà máy mới (14,4%), đầu tư tài chính dài hạn vào công ty liên doanh liên kết (234%) và lợi thế thương mại gia tăng (37%) nhờ các khoản đầu tư vào công ty con, công ty liên doanh liên kết.

Về nguồn vốn, Sau khi được bổ sung một lượng tiền mặt lớn từ đợt phát hành thêm vừa qua, đòn cân nợ của TRA đang điều chỉnh theo hướng tích cực hơn khi tỷ trọng nợ vay trong kỳ giảm rõ rệt, trong đó: Vay nợ ngắn hạn giảm 37% và các khoản phải trả người bán giảm 23%. Thặng dư vốn cổ phần từ đợt phát hành này cũng đạt gần 62 tỷ đồng. Theo đánh giá của tôi, để tiếp tục huy động vốn cho các dự án đầu tư xây dựng, nâng cấp các nhà máy, bổ sung nguồn vốn lưu động và giảm lệ thuộc vào nguồn vốn vay, phương án khả thi nhất của TRA là tiếp tục phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu trong các năm sắp tới kết hợp với việc thưởng bằng cổ phiếu. Phương án này vừa giúp TRA nâng vốn điều lệ lên mức tương xứng với quy mô – vị thế của công ty, vừa huy động được một lượng vốn đủ đáp ứng cho các nhu cầu của công ty. Do đó, tỷ lệ đòn cân nợ của TRA dự kiến sẽ tiếp tục giảm trong các năm sắp tới và phù hợp với xu hướng chung “hạn chế vay nợ” của ngành dược Việt Nam.

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 15%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo tiếp theo nếu có thay đổi.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070/ 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6290 8686
Fax: (84.8) 6291 0607

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax: (84.511) 355 3888