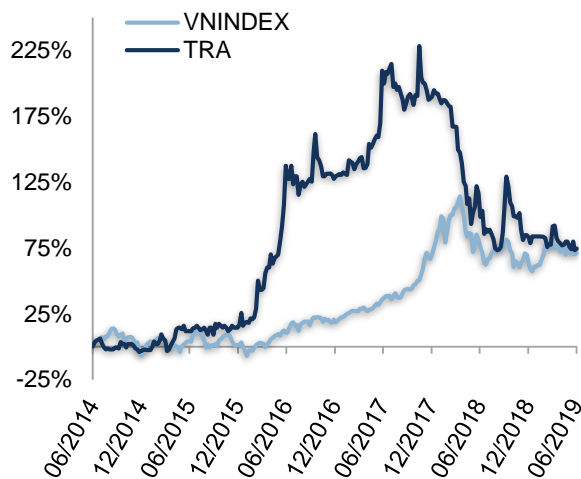


**Nguyễn Vũ Cường**

Chuyên viên phân tích

Email: cuongnv2@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext.: 4309

**Giá thị trường (23/07/2019)**
**67.000**
**Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu**
**74.100**
**THEO DÕI**
**Chênh lệch**
**10,53%**
**Biến động giá cổ phiếu TRA và VNINDEX**

**TĂNG TRƯỞNG CHẬM Ở MẢNG ĐÔNG DƯỢC ĐỊNH HƯỚNG MỞ RỘNG MẢNG TÂN DƯỢC**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **TRA – Công ty Cổ phần Traphaco**, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá trị mục tiêu của cổ phiếu TRA là 74.100 đồng/cp, cao hơn 10,53% so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TRA. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu TRA ở mức giá 61.700 đồng/cp (tương ứng với mức sinh lời kỳ vọng 20%).

**TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ**
**1. Đông dược:**

- **Thương hiệu tốt về Đông dược giúp TRA giữ 11,53% thị phần ở mảng Đông dược (76% hàng tự sản xuất).** Công ty Nghiên cứu Thị trường AC Nielsen đánh giá TRA có sức khỏe thương hiệu cao nhất trong ngành Dược ở Việt Nam. Boganic và Hoạt huyết dưỡng não là các sản phẩm có thương hiệu được nhận biết cao nhất trong các thuốc cùng nhóm tác dụng được nghiên cứu.
- **88,4% sản lượng dược liệu đạt chuẩn WHO-GACP giúp TRA đấu thầu Đông dược ở nhóm cao nhất từ tháng 10/2019.** Thông tư 15/2019/TT-BYT chia lại các nhóm thầu Đông dược dựa trên chất lượng nguyên liệu, giúp TRA thoát khỏi cạnh tranh về giá với khoảng 70 doanh nghiệp Đông dược ở nhóm cũ và nằm trong số 13 doanh nghiệp được đấu thầu ở nhóm 1 các gói thầu thuốc dược liệu và cổ truyền.

**2. Tân dược:**

- **Tăng trưởng doanh thu các Tân dược chủ lực gồm Methorphan và các dòng thuốc mắt Quimoxi, Oxflaxacin và Tobramycin (chiếm 7,8% doanh thu) có triển vọng tích cực** do xu hướng tiêu thụ thuốc ở các bệnh hô hấp và mắt ở Việt Nam. Euromonitor dự báo tăng trưởng bình quân doanh thu các loại thuốc ho và hô hấp ở Việt Nam đạt 5,6-7,8% và các loại thuốc nhỏ mắt đạt khoảng 11,0-11,2% mỗi năm giai đoạn 2019-2023.

**Thông tin giao dịch tại ngày 23/07/2019**

Giá hiện tại (VNĐ)	67.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	94.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	65.500
Số lượng CP niêm yết (CP)	41.453.673
Số lượng CP lưu hành (CP)	41.450.540
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	2.137
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.777,40
EPS trailing (VNĐ/CP)	4.216,12
P/E trailing	15,89x

**Thông tin doanh nghiệp**

<b>Tên</b>	Công ty Cổ phần Traphaco
<b>Địa chỉ</b>	75 phố Yên Ninh, Quán Thánh, Ba Đình, Hà Nội
<b>Doanh thu chính</b>	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm Đông dược và Tân dược
<b>Lợi thế cạnh tranh</b>	Tự chủ nguồn dược liệu chất lượng
<b>Rủi ro chính</b>	Quản lý chi phí chưa hiệu quả

**Cơ cấu cổ đông (tại ngày 23/07/2019)**

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)	35,67%
Magbi Fund Ltd. (Mirae Asset)	25,00%
Super Delta Pte. Ltd. (Daewoong Pharmaceutical Co., Ltd.)	15,12%
Cổ đông trong nước	13,02%
Cổ đông nước ngoài khác	6,48%
HĐQT và Ban GD	4,71%

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

- **Rủi ro quản lý chi phí: chi phí duy trì các hệ thống phân phối mới chiếm tỷ trọng lớn.** Việc mở thêm 8 chi nhánh phân phối trong 2 năm gần đây khiến chi phí nhân công và chi phí bán hàng tăng lên nhưng chưa mang lại hiệu quả doanh thu. Các chi phí để duy trì các chi nhánh phân phối này khiến lợi nhuận sau thuế của TRA giảm 32,89% yoy, tỷ suất lợi nhuận sau thuế chỉ còn 9,72% năm 2018.
- **Không tự chủ được về chất lượng và giá dược chất (58% chi phí nguyên liệu) do phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu.** Thành phần chính của các sản phẩm Tân dược chủ lực như Methorphan và các dòng thuốc kháng sinh nhỏ mắt Quimoxi, Tobramycin và Moxifloxacin (7,8% doanh thu thuần) phụ thuộc vào nguồn cung duy nhất tại Ấn Độ và Trung Quốc.
- **Rủi ro thanh khoản:** Tính thanh khoản của TRA thấp, cơ cấu cổ đông của TRA cô đặc với 75% tỷ lệ sở hữu thuộc về 3 cổ đông lớn, trong đó SCIC là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 35,67%.

**YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

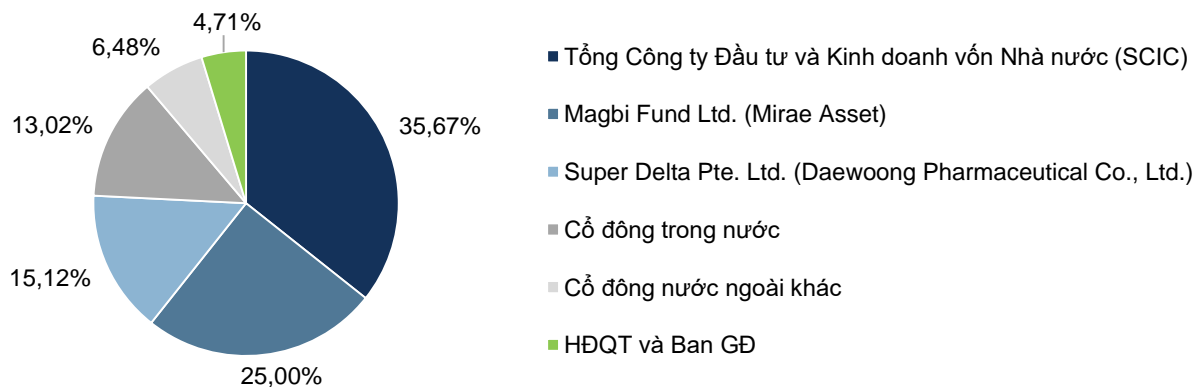
- **Khả năng TRA đấu thầu vào các nhóm thuốc Generic cao cấp ở kênh ETC theo thông tư 15/2019/TT-BYT (hiệu lực từ tháng 10/2019) phụ thuộc vào tiến trình nâng cấp tiêu chuẩn EU-GMP của TRA cho các dây chuyền Tân dược.** Quá trình này ước tính sẽ tốn thêm khoảng 225 tỷ đầu tư vào cơ sở vật chất tại nhà máy Tân dược Hưng Yên và dự kiến hoàn thiện năm 2022. Khả năng hoàn thành dự án này đúng thời hạn sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới hiệu quả nhà máy Tân dược Hưng Yên và triển vọng mở rộng mảng Tân dược ở kênh đấu thầu của TRA.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

- Công ty Cổ phần Traphaco tiền thân là Tổ sản xuất huyết thanh, dịch truyền và nước cất thuộc Ty Y tế Đường sắt.
- Giai đoạn 1993-1999, Tổ sản xuất được tách thành xí nghiệp riêng và cổ phần hóa với 45% vốn nhà nước.
- Năm 2008, doanh nghiệp chính thức được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HSX) với mã TRA.
- Giai đoạn 2008-2018, TRA tăng vốn điều lệ dần lên 415 tỷ từ nguồn vốn chủ sở hữu.

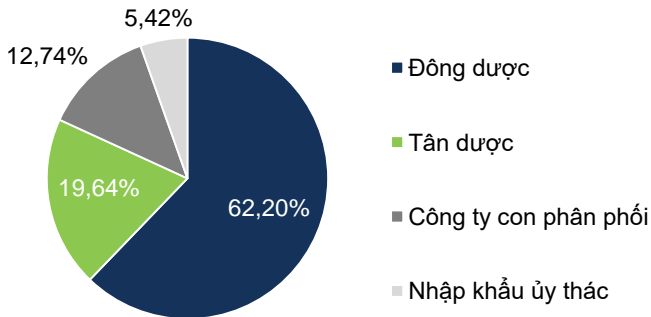
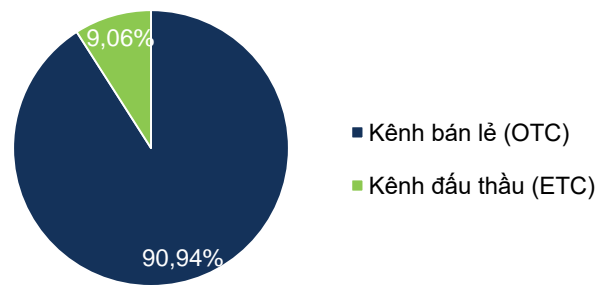
### Cơ cấu cổ đông tại ngày 23/07/2019



**TRA có cơ cấu cổ đông cô đặc** với 3 cổ đông lớn chiếm khoảng 75% cổ phần, trong đó SCIC là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu 35,67%. Hiện SCIC chưa có kế hoạch thoái vốn và vẫn giữ quyền phủ quyết tại TRA.

Hai pháp nhân Magbi Fund Ltd. và Super Delta Pte., Ltd. đại diện cho quỹ đầu tư Mirae Asset và Công ty Dược phẩm Daewoong Pharmaceutical, chiếm tổng tỉ lệ sở hữu khoảng 40% và là 2 đối tác chiến lược của TRA. Daewoong Pharmaceutical là đối tác công nghệ quan trọng với định hướng mở rộng mảng Tân dược của TRA và vừa chuyển giao 8 công nghệ cho TRA để sản xuất tại nhà máy Tân dược Hưng Yên tháng 3/2019. Mirae Asset thì hỗ trợ đầu tư vào mảng R&D của TRA, giúp doanh nghiệp cải thiện khả năng nghiên cứu sản phẩm và phát triển các hệ thống sản xuất tiên tiến hơn.

Ban Lãnh đạo có nhiều năm kinh nghiệm tại TRA nhưng chỉ sở hữu khoảng 5% cổ phần doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có khả năng phải đối mặt với rủi ro bị thay thế ban lãnh đạo do tỷ lệ sở hữu lớn của 3 cổ đông trên.

**Cơ cấu doanh thu năm 2018**
**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm**

**Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối**


Nguồn: Traphaco

Hơn 60% doanh thu thuần của TRA tới từ mảng Đông dược tự sản xuất; mảng Tân dược tự sản xuất chiếm khoảng 20% doanh thu thuần.

Ngoài sản xuất Đông dược và Tân dược, TRA còn có nguồn doanh thu đến từ các hoạt động phân phối, nhập khẩu và ủy thác. Hoạt động phân phối (chiếm gần 13% doanh thu thuần) được công ty con là Công ty Cổ phần Dược Vật tư Y tế Đắc Lắc thực hiện cho các công ty dược phẩm cả trong và ngoài nước như Ipca Laboratories Ltd, RPG Lifesciences Ltd, Abbvie Inc., Egis Pharmaceutical Pte Ltd, Tipharco, Savipharm, Stada, Agimexpharm, v.v., phân phối vào cả kênh bán lẻ (64% doanh thu phân phối công ty con) và kênh đấu thầu (36% doanh thu phân phối công ty con), chủ yếu ở 2 tỉnh Đắc Lắc và Đắc Nông.

Các hoạt động nhập khẩu và ủy thác (chiếm khoảng 5% doanh thu thuần) gồm:

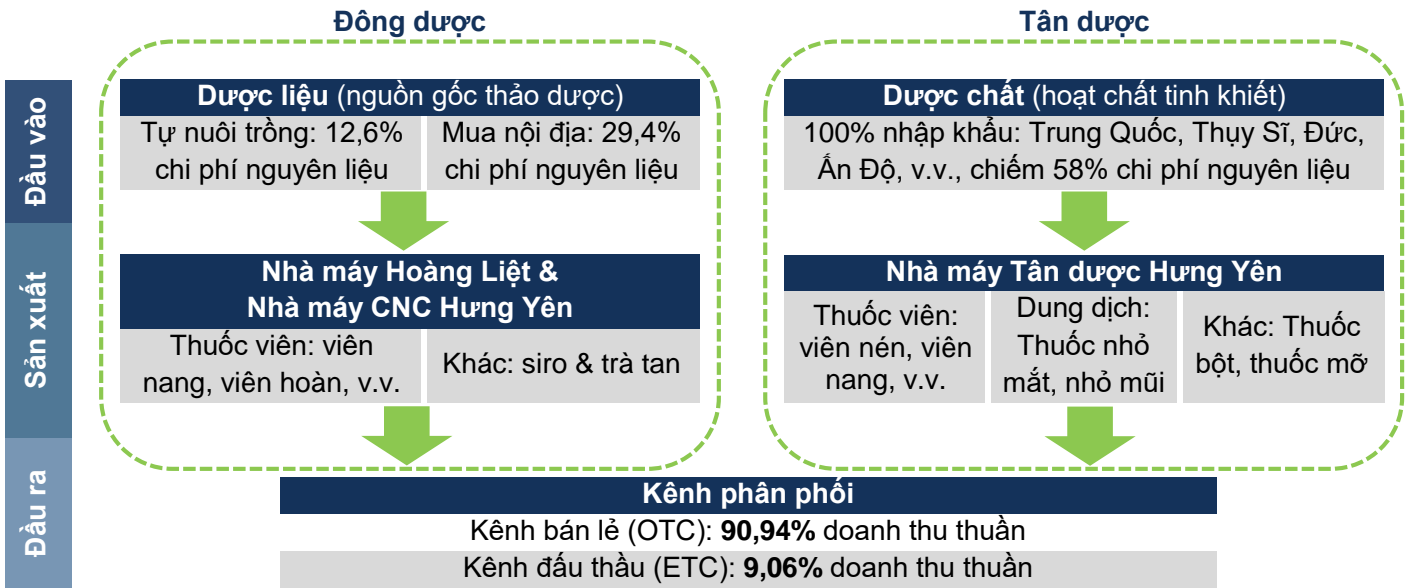
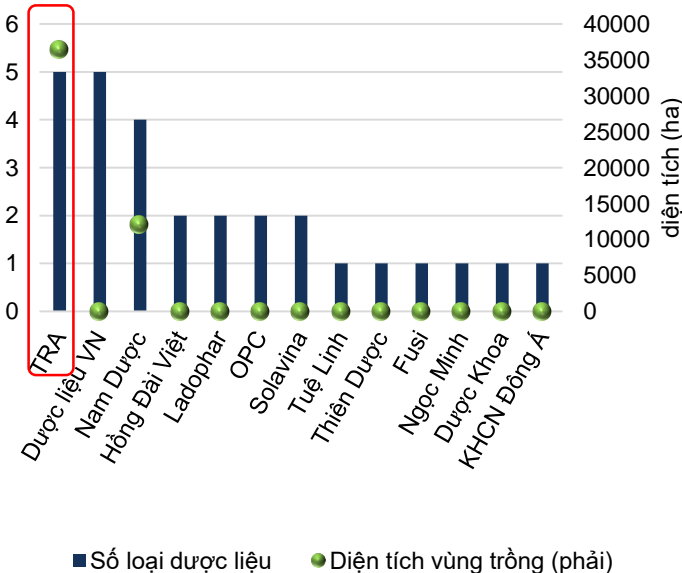
- Nhập khẩu các sản phẩm y tế như miếng dán hạ sốt và miếng băng vết thương cá nhân từ công ty Kobayashi (Nhật Bản) và thực phẩm chức năng như vitamin, dầu cá, Glucosamin, Coenzyme Q10, v.v. từ Công ty Natural Factors (Canada) và Westland – Pure Nutrition (New Zealand), được TRA bán lại ở kênh bán lẻ.
- Thực hiện dịch vụ ủy thác nhập khẩu, đóng vai trò là công ty trung gian trong việc nhập sữa XO từ Công ty Namyang (Hàn Quốc) cho Công ty Cổ phần Nam Dương.

Doanh thu ở kênh bán lẻ (OTC) chiếm hơn 90% doanh thu thuần của TRA. Doanh thu từ các hoạt động đấu thầu thuốc qua các phòng khám và bệnh viện (kênh ETC) chỉ chiếm tỷ trọng khá nhỏ ở mức 9,06%.

**Các sản phẩm chủ lực**

	Sản phẩm	Tỷ trọng doanh thu	Thông tin
Đông dược	Boganic	22,50%	Thuốc Đông dược giải độc gan, được chứng minh lâm sàng bởi Bệnh viện K Trung ương, chiếm khoảng 20% thị phần nhóm thuốc bổ gan.
	Hoạt huyết dưỡng não/ Cebraton	25,28%	Thuốc Đông dược tuần hoàn não, chiếm khoảng 10% thị phần nhóm thuốc bổ hướng thần kinh ở Việt Nam.
	Tottri	5,56%	Thuốc Đông dược trị trĩ cấp tính được chứng minh tác dụng dược lý bởi Đại học Dược Hà Nội, chiếm khoảng 25% thị phần nhóm thuốc trĩ.
Tân dược	Methorphan	5,56%	Thuộc nhóm thuốc Tân dược ho và hô hấp, tăng trưởng trung bình 22% mỗi năm trong giai đoạn 2012-2018.
	Các dòng thuốc mắt	2,22%	Gồm 3 loại kháng sinh: Quimoxi, Oxfloxacin và Tobramycin được sản xuất với công nghệ BFS mới, đạt doanh thu khoảng 40 tỷ sau năm đầu tiên.

Nguồn: Traphaco, IMS Health IV/2018

**CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP**

**ĐẦU VÀO**
**I. Dược liệu: vùng trồng nguyên liệu chất lượng mang lại lợi thế bền vững cho TRA**
**Doanh nghiệp có vùng nguyên liệu đạt chuẩn WHO-GACP (còn giá trị tại tháng 4/2019)**


Nguồn: Cục Quản lý Y, Dược Cổ truyền

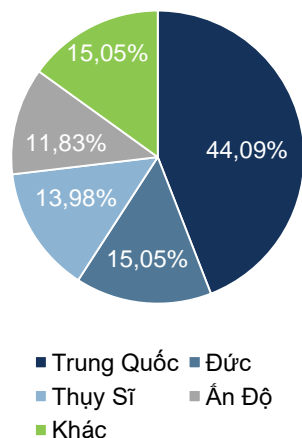
Vùng trồng và thu hái 5 loại dược liệu chủ lực đạt chuẩn WHO-GACP là Atiso, Đinh lăng, Rau đắng đất, Chè dây, Bìm bìm biếc của TRA tại các tỉnh Lào Cai, Hòa Bình, Phú Thọ, Nam Định, Phú Yên chiếm 88,4% toàn bộ sản lượng dược liệu sử dụng hàng năm. Mở rộng vùng trồng và thu hái nguyên liệu từ 4ha (1998) lên hơn 36.300ha (2019), TRA hiện là doanh nghiệp có số loại dược liệu và diện tích vùng trồng đạt chuẩn WHO-GACP lớn nhất cả nước với sản lượng dược liệu khoảng 2.900 tấn/năm.

Nguyên liệu đạt WHO-GACP được trồng và thu hái trên đất canh tác của 675 hộ dân địa phương ký hợp đồng và được đào tạo bởi TRA. Do việc hợp tác với TRA mang lại thu nhập cao hơn 3-5 lần các mô hình canh tác truyền thống, số các hộ dân tham gia đào tạo và cung cấp dược liệu cho TRA tăng thêm khoảng 175 hộ trong giai đoạn 2016-2018. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc hợp tác với các hộ dân địa phương của TRA là phương pháp bền vững trong việc tự cung cấp nguyên liệu và không khó để mở rộng diện tích đất trồng và sản lượng.

Ngoài ra, việc tự chủ nguồn dược liệu đạt WHO-GACP mang lại lợi thế cho TRA ở thị trường Đông dược do **tạo được uy tín với người tiêu dùng trong bối cảnh dược liệu nội địa kém chất lượng**: 80-85% dược liệu ở Việt Nam được nhập từ Trung Quốc, trong đó bã dược liệu, dược liệu nhiễm độc đi qua đường tiểu ngạch không được kiểm soát. Chỉ khoảng 16,25% các doanh nghiệp sản xuất Đông dược có vùng trồng dược liệu đạt WHO-GACP.

## II. Dược chất chịu rủi ro tăng giá do phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu

### Ước tính tỷ trọng dược chất Traphaco nhập khẩu



Nguồn: Traphaco, Cục Quản lý Dược, FPTTS tổng hợp

Giá trị nguyên liệu Tân dược của TRA chiếm khoảng 58% tổng chi phí nguyên liệu sử dụng. Dược chất được nhập khẩu do không có nguồn cung trong nước, trong đó chúng tôi ước tính giá trị nguyên liệu nhập từ Trung Quốc chiếm 44,09%.

Một số dược chất dùng cho các sản phẩm Tân dược chủ lực phụ thuộc vào một số nguồn cung nhất định:

- Nguyên liệu thuốc mắt Moxifloxacin và Tobramycin phụ thuộc vào nguồn cung duy nhất từ Trung Quốc.
- Nguyên liệu thuốc ho Methorphan phụ thuộc vào nguồn cung duy nhất ở Ấn Độ.

**Rủi ro tăng giá dược chất nhập khẩu từ Trung Quốc:** Cục Quản lý Dược và Thực phẩm Trung Quốc (CFDA) và Bộ Bảo vệ Môi trường Trung Quốc (MEP) thắt chặt chất lượng sản xuất dược chất và quy định xử lý chất thải khiến hàng loạt nhà máy sản xuất dược chất đóng cửa. Các nhà máy còn lại phải chịu thêm mức thuế xử lý chất thải từ năm 2018. Nếu không tìm được nguồn cung ứng thay thế, chúng tôi ước tính chi phí nguyên liệu Tân dược của TRA sẽ tăng với CAGR khoảng 6,23% trong 5 năm tới (giá định TRA không phát triển sản phẩm Tân dược mới khác).

## SẢN XUẤT

Từ cuối năm 2017, TRA chuyển toàn bộ hoạt động sản xuất Tân dược từ nhà máy Hoàng Liệt sang nhà máy Tân dược Hưng Yên mới (Chi tiết quy trình sản xuất tại [đây](#)). Hiện TRA có 4 nhà máy với các chức năng riêng biệt:

Nhà máy	Traphaco Sapa	Hoàng Liệt	Công nghệ cao Hưng Yên	Tân dược Hưng Yên
Vốn đầu tư	25 tỷ	25 tỷ	114 tỷ	477 tỷ
Sản phẩm	Dược liệu	Đông dược	Đông dược	Tân dược
Tiêu chuẩn sản xuất	WHO-GACP WHO-GMP	WHO-GMP	WHO-GMP	WHO-GMP

Nguồn: Traphaco

### I. Đông dược: Công nghệ sản xuất đạt WHO-GMP nhưng không mang lợi thế cạnh tranh

Đông dược ở Việt Nam hiện được sản xuất theo 2 phương pháp: thủ công và tự động hóa. Phương pháp thủ công được hàng trăm cơ sở Đông dược nhỏ lẻ sử dụng, đặc biệt trong khâu chiết xuất dược liệu. Do được chế biến trong áp suất và nhiệt độ thường, cao dược liệu thủ công thường mất đi hoạt chất và không giữ được dược tính.

Với các doanh nghiệp Đông dược có dây chuyền đạt chuẩn WHO-GMP, quy trình sản xuất Đông dược mang tính tự động hóa từ khâu chiết xuất tới khâu đóng gói nhờ các dây chuyền công nghệ cao. Nguyên liệu dược làm sạch và sấy trong môi trường tiệt trùng, sau đó được chiết xuất trong chân không và nhiệt độ nhất định để cao dược liệu giữ được hoạt chất; sản phẩm đồng bộ và được kiểm nghiệm chất lượng qua các hệ thống sắc ký, quang phổ hồng ngoại, đo độ ổn định và khả năng hòa tan trước khi đóng gói. Các công đoạn đều diễn ra trong hệ thống phòng sạch với các hệ thống điện, không khí, nước thải, lọc, v.v. được kiểm soát theo chuẩn WHO-GMP.

Quy trình sản xuất Đông dược của TRA tại nhà máy Hoàng Liệt và nhà máy CNC Hưng Yên sử dụng các dây chuyền tự động và đạt chuẩn WHO-GMP. Tuy nhiên, điều này không mang lại lợi thế cạnh tranh cho TRA trong khâu sản xuất do số lượng các doanh nghiệp có công nghệ sản xuất tương đồng và tiêu chuẩn WHO-GMP trong mảng Đông dược ở Việt Nam lớn, khoảng 70 doanh nghiệp.



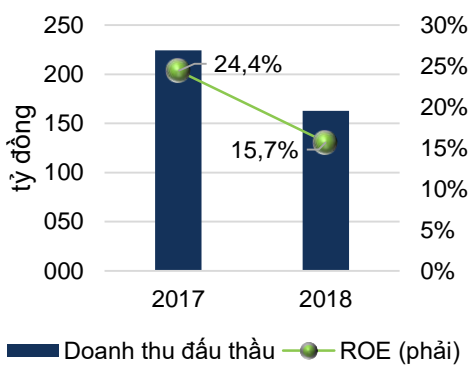
## II. Tân dược: Đầu tư vào năng lực sản xuất nhưng chưa có hiệu quả do nhà máy Tân dược Hưng Yên chưa đạt tiêu chuẩn EU-GMP

Khác với các nhà máy sản xuất Đông dược, các dây chuyền tại nhà máy Tân dược Hưng Yên được TRA đầu tư để nâng cao năng lực và chất lượng sản xuất Tân dược:

- Dây chuyền BFS (Blow-Fill-Seal: Thổi-Rót-Hàn) khép kín công đoạn sản xuất, nâng cao tính vô trùng.
- Chi phí cho năng lượng điện tiêu thụ tại nhà máy Tân dược Hưng Yên giảm khoảng 50% so với dây chuyền cũ ở nhà máy Hoàng Liệt, từ 4,6 tỷ năm 2017 xuống 2,4 tỷ năm 2018.

Tuy nhiên, nhà máy Tân dược Hưng Yên chưa tạo ra hiệu quả kinh tế, nguyên nhân bởi:

### Doanh thu kênh đấu thầu và ROE 2017-2018



Nguồn: Traphaco

Tiêu chuẩn sản xuất Tân dược ảnh hưởng trực tiếp tới phân loại nhóm đấu thầu của sản phẩm. Việc thông tư quy định lại tiêu chuẩn phân nhóm đấu thầu mất 17 tháng mới được ban hành khiến Traphaco chọn giải pháp an toàn và tạm ngừng các hoạt động đầu tư nâng chuẩn EU-GMP tới tháng 7/2019 khi thông tư 15/2019/TT-BYT trở thành chính thức. Hiện TRA ước tính sẽ đầu tư thêm 225 tỷ để hoàn thành việc nâng chuẩn EU-GMP cho các dây chuyền Tân dược vào đầu năm 2022.

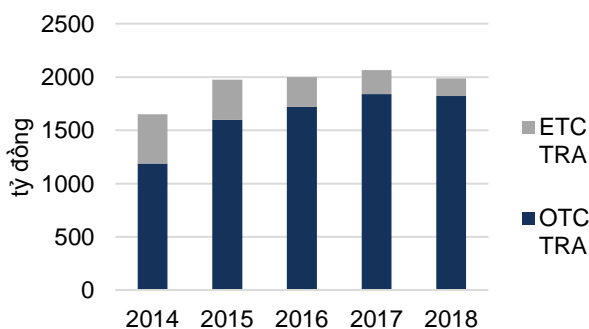
Việc này là một trong những nguyên nhân dẫn tới việc các sản phẩm Tân dược của TRA phải cạnh tranh về giá ở các nhóm thầu thấp và kênh bán lẻ, doanh thu kênh đấu thầu giảm 27,4% và ROE của doanh nghiệp cũng giảm từ 24,4% (2017) xuống 15,7% (2018). Do đó, **việc đầu tư vào nhà máy Tân dược Hưng Yên chưa giúp TRA đạt được mục tiêu cuối cùng là đấu thầu ở các nhóm thuốc Generic cao cấp, khiến sụt giảm hiệu quả đầu tư.**

## ĐẦU RA

### I. Cơ cấu đầu ra theo kênh phân phối

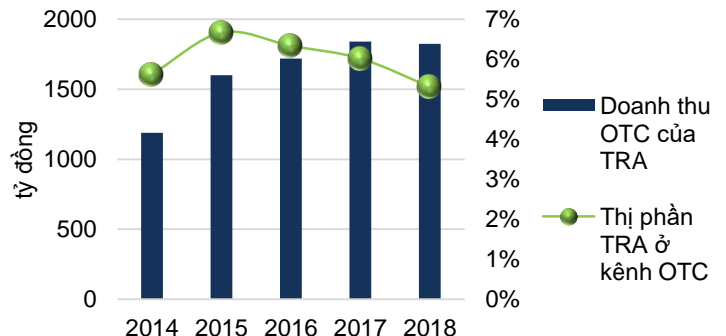
#### 1. Kênh bán lẻ (OTC) là kênh phân phối chủ lực của TRA

##### Cơ cấu doanh thu từ kênh OTC và ETC của TRA



Nguồn: Traphaco

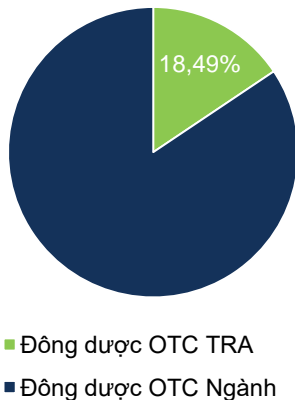
##### Tỷ lệ doanh thu kênh OTC của TRA so với ngành



Nguồn: Fitch Solutions, Traphaco

Kênh OTC là kênh phân phối chính của TRA, chiếm tỷ trọng khoảng 91% doanh thu thuần. Chiếm 5,31% thị phần doanh thu kênh OTC toàn ngành Dược Việt Nam năm 2018, TRA đứng thứ 2 trong số các doanh nghiệp dược nội địa ở kênh bán lẻ, chỉ sau DHG.

Các sản phẩm ở kênh OTC của TRA gồm 2 mảng chính là Đông dược (khoảng 73%) và Tân dược (khoảng 27%).

**a. Mạng Đông dược ở kênh OTC duy trì được thị phần cao nhờ thương hiệu tốt**
**Thị phần doanh thu mạng Đông dược ở kênh OTC của TRA**


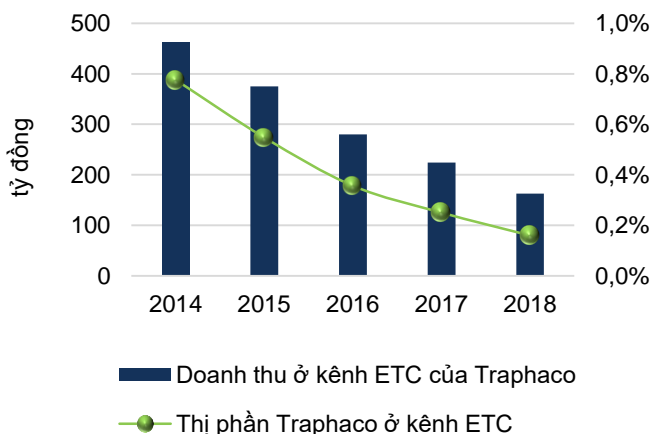
Doanh thu ở mạng Đông dược ở kênh OTC của TRA chiếm khoảng 52% doanh thu thuần của doanh nghiệp và 18,5% tổng doanh thu tiêu thụ Đông dược ở kênh OTC toàn ngành Dược Việt Nam.

**Yếu tố quan trọng giúp TRA duy trì được thị phần Đông dược ở kênh OTC là nhờ doanh nghiệp xây dựng thương hiệu tốt**, đặc biệt là cho các sản phẩm Đông dược chủ lực. TRA được Công ty Nghiên cứu Thị trường AC Nielsen đánh giá có chỉ số sức khỏe thương hiệu cao nhất ngành Dược Việt Nam năm 2018 ở mức 6,2 đối với người tiêu dùng và 7,3 với khách hàng là nhà thuốc và quầy thuốc trên thang điểm 10. Các sản phẩm chủ lực như Boganic (22,5% doanh thu thuần) và Hoạt huyết dưỡng não – Cebraton (25,3% doanh thu thuần) đều đạt chỉ số nhận biết ở mức trên 95%, cao nhất trong các sản phẩm cùng nhóm tác dụng.

**b. Mạng Tân dược ở kênh OTC: không có lợi thế cạnh tranh**

Mạng Tân dược ở kênh OTC của TRA chỉ chiếm khoảng 19% doanh thu thuần của TRA và khoảng 1,17% doanh thu Tân dược ở kênh OTC toàn ngành Dược. Mạng Tân dược của TRA ở kênh OTC không khác biệt so với các doanh nghiệp khác do:

- Chưa được đầu tư mạnh về mặt thương hiệu do các thuốc kê đơn chỉ được phép giới thiệu với các nhà chuyên môn và trên tạp chí chuyên ngành theo quy định của Bộ Y tế.
- Tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP tương đồng.
- Không có lợi thế về chi phí nguyên liệu do phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nhập khẩu.

**2. Kênh đấu thầu (ETC): Doanh thu giảm do TRA không cạnh tranh được về giá, triển vọng bị ảnh hưởng bởi các yếu tố pháp lý về quy trình đấu thầu**
**Thị phần của TRA ở kênh ETC**


Nguồn: Traphaco, Fitch Solutions

Kênh đấu thầu bao gồm 94,7% Đông dược và 5,3% Tân dược.

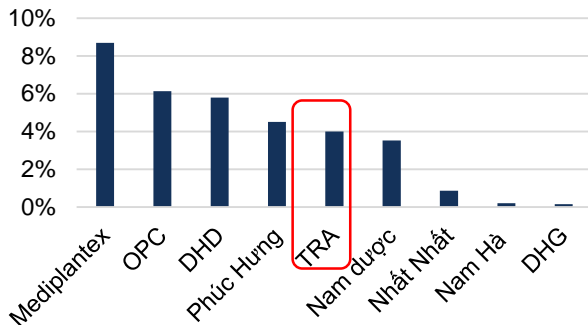
Trong giai đoạn 2014-2018, TRA gặp khó khăn trong việc trúng thầu dẫn tới doanh thu từ kênh ETC giảm 64,7% từ 462 tỷ xuống 163 tỷ và thị phần ở kênh ETC giảm từ 0,78% xuống 0,16%. Nguyên nhân do chính sách đấu thầu ưu tiên về giá (chi tiết chính sách tại [đây](#)) gia tăng áp lực cạnh tranh với các sản phẩm giá rẻ. Trong khi đó, số lượng doanh nghiệp nội địa cùng các nhóm thầu với TRA tăng từ 123 doanh nghiệp năm 2013 lên 175 doanh nghiệp năm 2019.

Thông tư 15/2019/TT-BYT có hiệu lực vào tháng 10/2019 sẽ ảnh hưởng tới triển vọng kênh ETC của TRA.



**a. Mảng Đông dược ở kênh ETC: Hưởng lợi từ thông tư 15/2019/TT-BYT chia lại nhóm thầu thuốc nhờ chất lượng nguyên liệu**

**Thị phần doanh thu mảng Đông dược ở kênh ETC của một số doanh nghiệp**



Doanh thu mảng Đông dược từ kênh đấu thầu của TRA chiếm khoảng 10,3% doanh thu thuần và 4,0% thị phần doanh thu mảng Đông dược ở kênh ETC toàn ngành Dược. Hiện đấu thầu ở nhóm 1 theo quy định cũ cho tới tháng 10/2019, TRA không có lợi thế cạnh tranh về giá do số lượng doanh nghiệp cạnh tranh ở nhóm 1 lớn (khoảng 70 doanh nghiệp).

Thông tư 11/2016/TT-BYT (quy định cũ)		Thông tư 15/2019/TT-BYT (áp dụng từ T10/2019)	
Nhóm 1	Tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP	Nhóm 1	Tiêu chuẩn dược liệu đạt WHO-GACP, tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP
Nhóm 2	Tiêu chuẩn không đạt WHO-GMP	Nhóm 2	Tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP
		Nhóm 3	Tiêu chuẩn sản xuất không đạt WHO-GMP

Từ tháng 10/2019, thông tư 15/2019/TT-BYT chia lại các nhóm thầu Đông dược của Bộ Y tế dựa trên chất lượng dược liệu sẽ có hiệu lực. Các doanh nghiệp không có nguyên liệu đạt chuẩn WHO-GACP bị đẩy xuống các nhóm 2 và 3, nhờ đó đối thủ cạnh tranh với TRA về giá đấu thầu sẽ giảm bớt. Với khả năng tự chủ và kiểm soát chất lượng WHO-GACP của 88,4% sản lượng nguyên liệu, TRA sẽ nằm trong số 13 doanh nghiệp sản xuất Đông dược được đấu thầu Đông dược ở nhóm cao nhất.

**b. Mảng Tân dược ở kênh ETC: chưa có triển vọng tích cực do nhà máy Tân dược chưa đăng ký EU-GMP**

TRA đấu thầu ở nhóm 3 thuốc Generic nhờ tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP. Do không có lợi thế cạnh tranh về giá, doanh thu từ mảng Tân dược ở kênh ETC của TRA chỉ đạt 10,4 tỷ năm 2018, tương ứng với 0,58% doanh thu thuần của TRA và 0,01% thị phần doanh thu từ mảng Tân dược đấu thầu của cả ngành. Mảng này của TRA phụ thuộc nặng vào khả năng nâng chuẩn EU-GMP để đấu thầu ở nhóm 1 và 2 theo yêu cầu của thông tư mới.

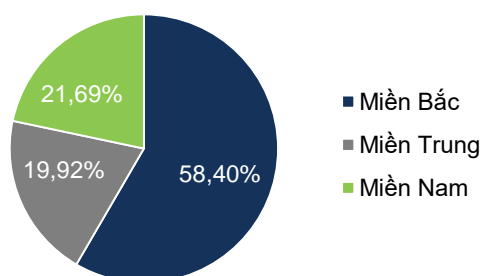
So với thông tư cũ (chi tiết tại [đây](#)), các thay đổi chính về cách chia lại nhóm đấu thầu thuốc Generic trong thông tư 15/2019/TT-BYT (chi tiết thông tư mới tại [đây](#)) gồm:

- Nhóm 1 yêu cầu dây chuyền sản xuất thuốc đạt EU-GMP và được chứng nhận bởi các Cơ quan Tham chiếu (SRA) công bố bởi Bộ Y tế (chi tiết danh sách tại [đây](#)).
- Thuốc sản xuất từ dây chuyền EU-GMP không được chứng nhận bởi các Cơ quan Tham chiếu (SRA) và thuốc từ dây chuyền PIC/s-GMP chứng nhận bởi Cơ quan Y tế thuộc nước đồng thời trong cả khối PIC/S và ICH (tương đương với nhóm 1 hiện tại) bị đẩy xuống nhóm 2. Các thuốc đạt PIC/s-GMP chứng nhận bởi Cơ quan Y tế không thuộc ICH (nhóm 2 hiện tại) bị đẩy xuống nhóm 3, 4, 5 cho chuẩn GMP chung.
- Các thuốc đạt chuẩn GMP được chia thành 3 nhóm chính: Nhóm 3 gồm các thuốc tương đương sinh học được chứng nhận bởi Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam, Nhóm 4 gồm các thuốc được sản xuất ở Việt Nam và đạt chuẩn WHO-GMP, Nhóm 5 gồm các thuốc đạt chuẩn WHO-GMP và không đáp ứng tiêu chí của 4 nhóm đầu.

Các thay đổi về nhóm thầu yêu cầu TRA phải đầu tư thêm khoảng 225 tỷ trong 2 năm vào nhà máy Tân dược Hưng Yên để đủ tiêu chuẩn đấu thầu ở nhóm 1 và 2. Do TRA hiện vẫn đấu thầu ở nhóm 3 và không có lợi thế về giá thầu, chúng tôi cho rằng triển vọng của TRA ở mảng Tân dược trên kênh ETC không tích cực trong 2 năm tới.

## II. Cơ cấu đầu ra theo địa bàn kinh doanh

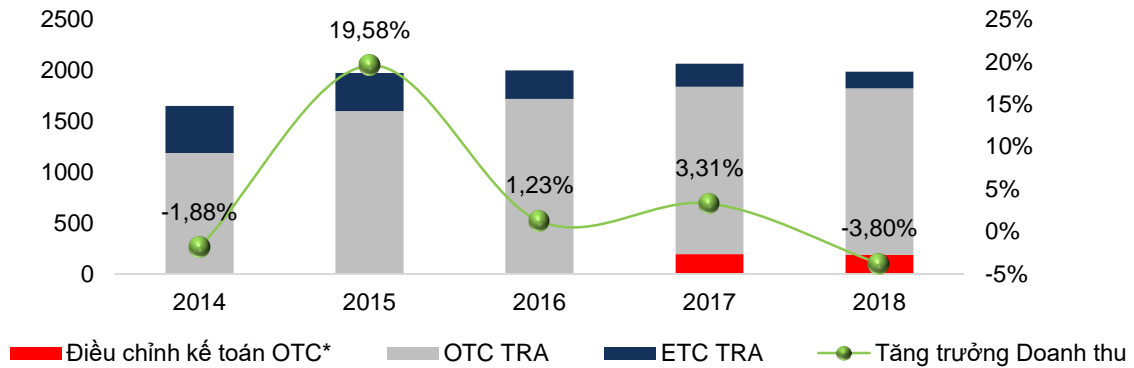
### Cơ cấu doanh thu TRA theo vị trí địa lý



Nguồn: Traphaco

**Khu vực miền Bắc là thị trường chủ lực của TRA** chiếm gần 60% doanh thu thuần, nguyên nhân do TRA thành lập ở miền Bắc, đã có thương hiệu quen thuộc với người tiêu dùng miền Bắc trong khoảng 25 năm.

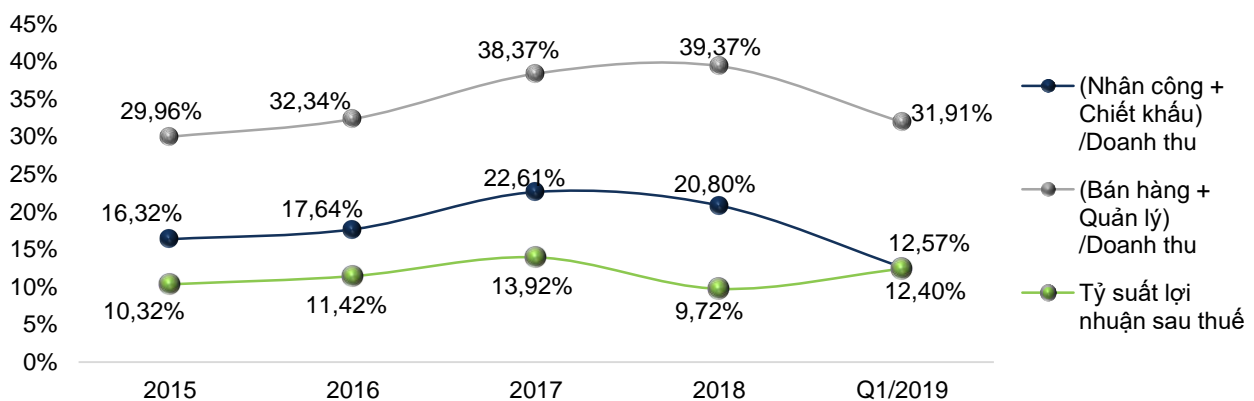
**TRA gặp khó khăn trong việc mở rộng địa bàn vào Nam:** Dù mở thêm 3 chi nhánh miền Nam năm 2018 và tăng số trình dược viên, doanh thu thị trường miền Nam của TRA vẫn giảm 4,32% so với năm 2017. Trong giai đoạn 2015-2018, doanh thu thị trường miền Nam giảm 17,68%. Nguyên nhân do TRA chưa tiếp cận và hợp tác với các chuỗi nhà thuốc như Pharmacity, Phano, Medicare, Guardian, Sapharco, v.v. bởi các mô hình này chưa quen thuộc với các doanh nghiệp miền Bắc. Xuất hiện ở TP. Hồ Chí Minh từ năm 2007, tuy nhiên phải tới cuối năm 2018 mô hình chuỗi nhà thuốc đầu tiên mới có ở Hà Nội.

**PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**
**I. Tăng trưởng doanh thu chứng lại do chính sách bán hàng ở kênh OTC và cạnh tranh giá ở kênh ETC**
**Tăng trưởng doanh thu TRA giai đoạn 2014-2018**


\*Khoản điều chỉnh kế toán gồm phần ghi nhận chiết khấu thương mại và doanh thu các hợp đồng ủy thác để đồng nhất với giai đoạn 2014-2016.

Doanh thu của TRA có xu hướng tăng trưởng chứng lại trong giai đoạn 2016-2018, nguyên nhân do:

- Tăng trưởng mảng OTC chậm lại do chính sách bán hàng khắt khe làm mất động lực tăng trưởng của khách hàng bán lẻ: TRA thắt chặt việc thu tiền ngay và yêu cầu các nhà thuốc và quầy thuốc đạt tăng trưởng doanh thu các sản phẩm TRA thêm 20% mới được thưởng thêm chiết khấu. Chính sách không đủ cạnh tranh này làm TRA không mở rộng được mạng lưới khách hàng bán lẻ và giữ nguyên ở khoảng 27.000 nhà thuốc và quầy thuốc trong 2 năm 2017-2018.
- Doanh thu mảng ETC giảm 27,4% do cạnh tranh về giá tăng: Số lượng doanh nghiệp nội địa đấu thầu cùng nhóm với TRA tăng từ 123 (2013) lên 175 doanh nghiệp (2019) với lợi thế thuộc về sản phẩm giá rẻ do chính sách đấu thầu ưu tiên về giá.

**II. Khả năng quản lý chi phí dần được cải thiện**
**Chi phí nhân công và chiết khấu của TRA**


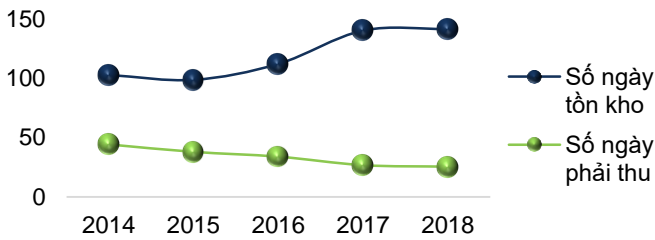
Nguồn: Traphaco

Năm 2018, TRA có tỷ suất lợi nhuận gộp tương đối cao (51,97%), tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận sau thuế lại ở mức khá thấp (9,72%), nguyên nhân đến từ chiến lược mở thêm 8 chi nhánh phân phối (các chi nhánh phân phối của TRA tại [đây](#)) liên tục trong 2 năm khiến phát sinh các chi phí nhân công và chiết khấu. Do đó, chi phí bán hàng và quản lý chiếm tỷ trọng trên doanh thu tăng từ 32,34% (2016) lên 39,37% (2018), khiến lợi nhuận sau thuế năm 2018 của TRA giảm 32,89% so với năm 2017.

Bước sang quý I/2019, TRA cho thấy đang dần cải thiện được hiệu quả của các chi phí cho nhân công nhờ cắt giảm lương cho trình dượt viên và nhân viên quản lý, giúp tỷ suất lợi nhuận sau thuế tăng từ 9,72% lên 12,4%.

### III. Khả năng quản lý công nợ tốt nhưng gặp khó khăn trong khâu bán hàng

**Số ngày phải thu và số ngày tồn kho**



TRA quản lý công nợ tốt bởi chính sách bán hàng thu tiền ngay các khách hàng bán lẻ, do đó duy trì được số ngày phải thu tương đối thấp (25,5 ngày).

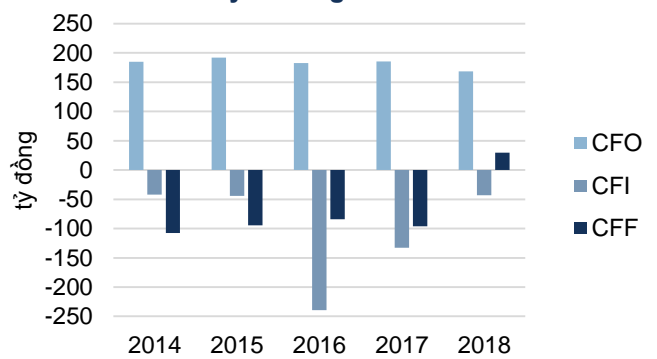
TRA gặp khó khăn trong việc giải quyết đầu ra cho sản phẩm, thể hiện ở số ngày tồn kho tăng lên hơn 140 ngày giai đoạn 2017-2018. Nguyên nhân do chính sách yêu cầu khách hàng bán lẻ tăng trưởng đã làm giảm tính cạnh tranh của TRA ở kênh OTC năm 2018 và việc khó trúng thầu ở kênh ETC do không cạnh tranh được về giá.

### IV. Dòng tiền vay tăng để hoàn thiện chuẩn EU-GMP, lãi vay ở mức an toàn

**Các hệ số nợ của TRA**



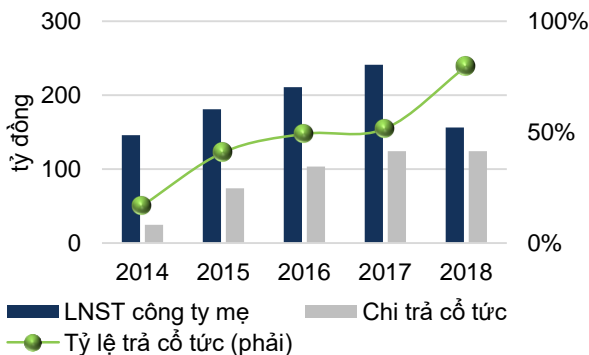
**Lưu chuyển dòng tiền của TRA**



Tổng các khoản vay dài hạn khoảng 195 tỷ chiếm khoảng 15% vốn chủ sở hữu để tiếp tục đầu tư cho chuẩn EU-GMP của TRA làm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản tăng từ 26% lên 30%. Khoản vay dài hạn này cũng khiến lãi vay của TRA tăng đột biến, dẫn đến khả năng trả lãi vay (dựa trên lợi nhuận) của doanh nghiệp giảm xuống còn khoảng 7 lần, tuy nhiên vẫn ở mức an toàn.

### V. Chính sách chi trả cổ tức chưa hợp lý

**Tỷ lệ chi trả cổ tức của TRA**

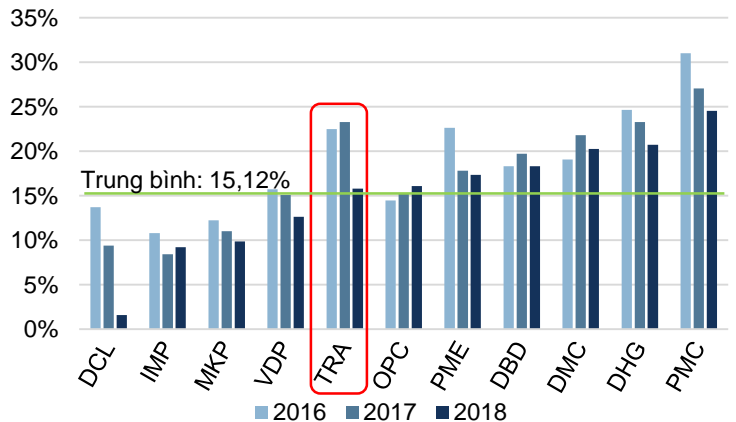


Chính sách trả cổ tức chưa gắn với lợi nhuận: Từ năm 2015, TRA luôn chi trả cổ tức ở mức 3.000 đồng/cổ phiếu hàng năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức hiện ở mức cao tương ứng với khoảng 79,58% lợi nhuận sau thuế công ty mẹ, tăng đáng kể từ chỉ 16,92% năm 2014.

Trong hoàn cảnh doanh thu đang sụt giảm và có nhiều dự án cần được đầu tư, **việc tiếp tục trả cổ tức cao trong các năm tới là một cách sử dụng dòng tiền không hợp lý.**

### VI. ROE sụt giảm năm 2018

**ROE một số doanh nghiệp Dược 2016-2018**



ROE của TRA giảm đáng kể từ 23,28% năm 2017 xuống 15,78% năm 2018, nguyên nhân do:

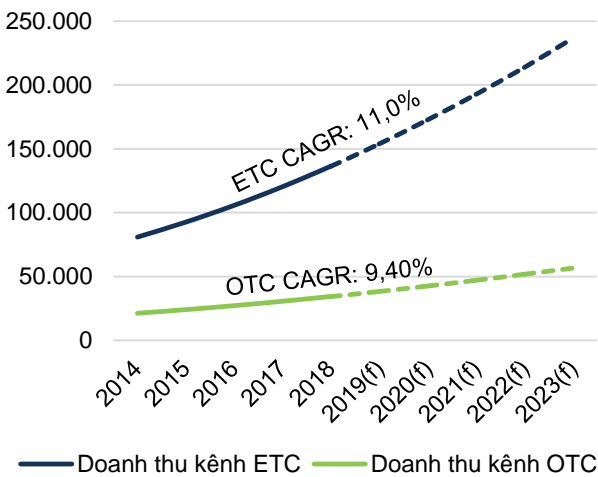
- Tài sản cố định tăng do có thêm nhà máy Tân dược Hưng Yên, tuy nhiên TRA chưa giải quyết được vấn đề đầu ra cho sản phẩm.
- Chi phí duy trì hệ thống phân phối ở kênh OTC tăng, dẫn tới lợi nhuận sau thuế giảm 32,89%.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH VÀ DOANH NGHIỆP

### TRIỂN VỌNG NGÀNH DƯỢC PHẨM

#### I. Thị phần kênh ETC tăng trưởng cao, dần chiếm thị phần kênh OTC nhờ các yếu tố pháp lý

##### Dự báo tăng trưởng kênh OTC và kênh ETC ở Việt Nam



Nguồn: Fitch Solutions

Quy mô doanh thu từ kênh đấu thầu (ETC) của thị trường Dược Việt Nam chiếm 74,81% doanh thu toàn ngành Dược Việt Nam và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 11,0%/năm do các thay đổi về chính sách pháp lý:

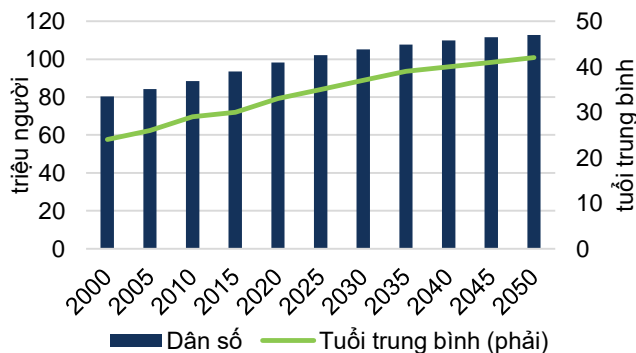
- **Tỉ lệ sở hữu bảo hiểm y tế ở Việt Nam tăng** từ 28% (2005) lên 90% dân số (2019) do các biện pháp thúc đẩy bảo hiểm y tế toàn dân như hỗ trợ nông dân, tăng giá dịch vụ khám ngoài.
- **Số lượng bệnh viện và phòng khám tăng** nhờ hưởng chính sách hỗ trợ thuế 0% trong 4 năm đầu.
- **Dòng thuốc Generic sản xuất trong nước có xu hướng tăng trưởng mạnh** với tốc độ bình quân khoảng 12%/năm do Bộ Y tế định hướng thay thế biệt dược hết hạn bản quyền (Luật Dược 105/2016/QH13) và mở rộng danh sách các hoạt chất thuốc Generic ưu tiên cho doanh nghiệp nội địa đấu thầu (Thông tư 03/2019/TT-BYT).

Doanh thu từ kênh bán lẻ (OTC) ở Việt Nam tăng trưởng chậm hơn ở khoảng 9,4%/năm do việc bán thuốc kê đơn qua kênh bán lẻ dần được kiểm soát chặt chẽ hơn trong dài hạn:

- **Danh mục các hoạt chất trong thuốc không cần kê đơn được phép lưu hành thu hẹp** xuống 243 hoạt chất (Thông tư 07/2017/TT-BYT).
- **Lượng kháng sinh bán không theo đơn, chiếm khoảng 90% doanh thu mảng kháng sinh ở Việt Nam, sẽ được thắt chặt** để phòng chống tình trạng kháng kháng sinh (Quyết định 4041/QĐ-BYT).

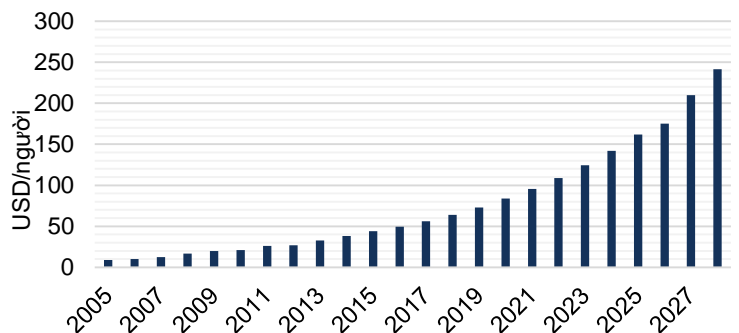
#### II. Nhu cầu tiêu thụ thuốc tăng do dân số tăng và xu hướng già hóa dân số nhanh

##### Dự báo tăng trưởng dân số ở Việt Nam



Nguồn: Dân số Việt Nam

##### Dự báo chi tiêu bình quân cho thuốc ở Việt Nam



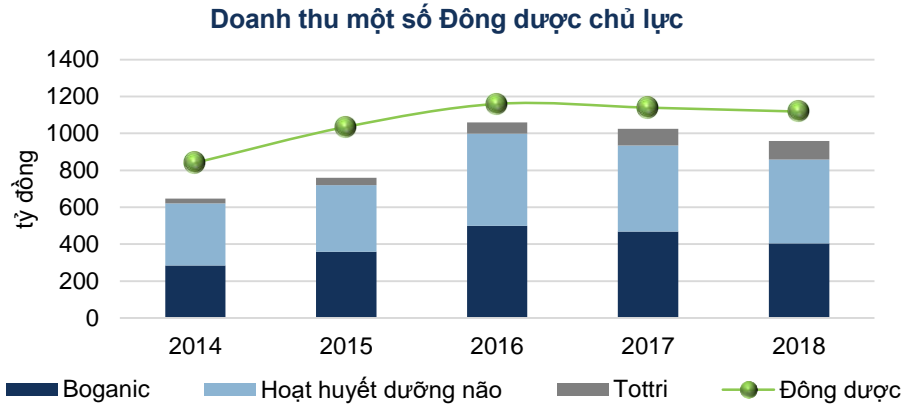
Nguồn: International Journal of Environmental Research & Public Health

Dân số Việt Nam được dự báo tăng 15% trong 30 năm tới và đạt 112,78 triệu người năm 2050. Số người trên 65 tuổi ước tính sẽ tăng gấp 3 lần, dẫn tới độ tuổi trung bình tăng từ 33 lên 42 tuổi.

Việc tăng trưởng dân số cùng xu hướng già hóa nhanh sẽ làm tăng nhu cầu chăm sóc sức khỏe và là một yếu tố quan trọng giúp thúc đẩy tăng trưởng ngành dược ở Việt Nam. Chi tiêu bình quân cho thuốc ở Việt Nam cũng được dự báo sẽ tăng trưởng cao với CAGR đạt 14,2% giai đoạn 2018-2028.

## TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA DOANH NGHIỆP

### I. Đông dược: Doanh thu tăng trưởng trở lại ở tốc độ chậm

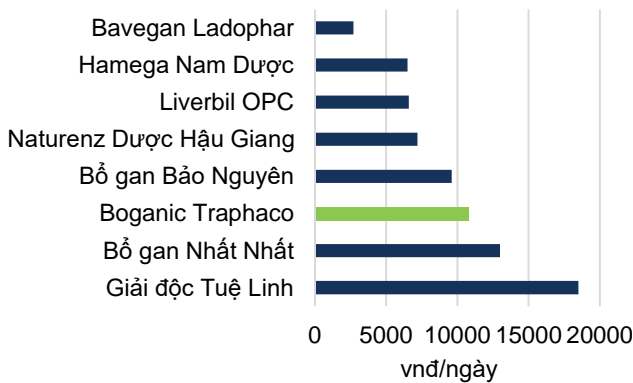


Nguồn: Traphaco

Mảng Đông dược chiếm 62,2% doanh thu thuần của TRA, trong đó có doanh thu 3 sản phẩm chủ lực chiếm tới 53,34% doanh thu thuần là Boganic, Hoạt huyết dưỡng não – Cebraton và Tottri:

- Doanh thu từ thuốc Hoạt huyết dưỡng não – Cebraton (chiếm 25,28% doanh thu) giảm nhẹ khoảng 2,78% năm 2018 do vùng trồng nguyên liệu của TRA không đáp ứng đủ sản lượng đỉnh lừng. Tuy nhiên sau khi Traphaco cho biết đã mở rộng vùng trồng nguyên liệu và đáp ứng được sản lượng, chúng tôi cho rằng doanh thu dòng sản phẩm này sẽ tăng trưởng trở lại ở tốc độ chậm 4,8%/năm do nhóm tiêu dùng chủ lực là nhóm người trung – cao tuổi đang tăng lên do xu hướng già hóa nhanh ở Việt Nam.
- Thuốc Tottri chỉ chiếm 5,56% doanh thu nhưng tăng trưởng nhanh, CAGR đạt 44,8% trong giai đoạn 2013-2018. Chúng tôi cho rằng dòng thuốc này sẽ tiếp tục tăng trưởng tích cực do tỷ lệ mắc bệnh trĩ được Hội Hậu môn Trực tràng học Việt Nam thống kê ở khoảng 55% dân số, trong khi tỷ lệ người mắc bệnh sử dụng Tottri mới chiếm khoảng 0,7%.

#### Chi phí theo liều dùng một số thuốc bổ gan



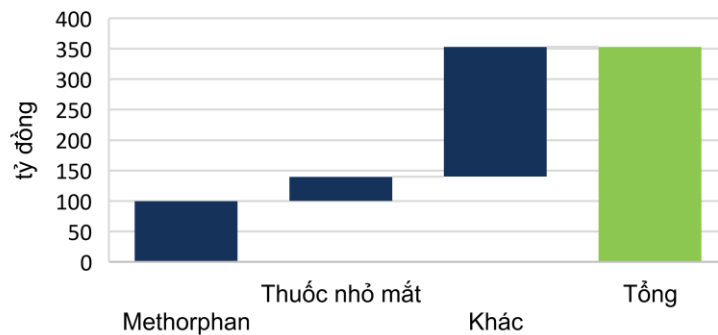
Nguồn: FPTS tổng hợp

- Doanh thu từ thuốc Boganic (chiếm 22,50% doanh thu) sụt giảm do áp lực cạnh tranh giá bán với các sản phẩm tương đồng và sản phẩm nhái. Với sự xuất hiện tràn lan của nguyên liệu Atiso, trên thị trường hiện có khoảng hơn 40 sản phẩm có cùng chức năng với Boganic với nhiều mức giá khác nhau. Do vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu từ Boganic sẽ tiếp tục chững lại trong thời gian tới.



## II. Tân dược: Động lực tăng trưởng dài hạn tới từ thuốc ho Methorphan và các dòng thuốc mắt, triển vọng các Tân dược khác phụ thuộc vào tiêu chuẩn EU-GMP

**Doanh thu một số Tân dược chủ lực 2018**



Nguồn: Traphaco

Mảng Tân dược của TRA chiếm 19,64% doanh thu thuần với các sản phẩm chủ lực là thuốc ho Methorphan và các dòng thuốc mắt Quimoxi, Oxfloracin và Tobramycin chiếm 7,78% doanh thu thuần. Các dòng thuốc chủ lực này có xu hướng tăng trưởng tích cực do xu hướng bệnh ở Việt Nam:

### Tỷ lệ nồng độ khí ô nhiễm so với mức khuyến cáo của WHO

Chất/Khí	Tỷ lệ vượt ngưỡng khuyến cáo (lần)
CO	1,7 lần
NO <sub>2</sub>	2,9 lần
Các hạt rắn lơ lửng (chì, v.v.)	43-60 lần
PM10 & PM2,5	4-5 lần

Nguồn: WHO

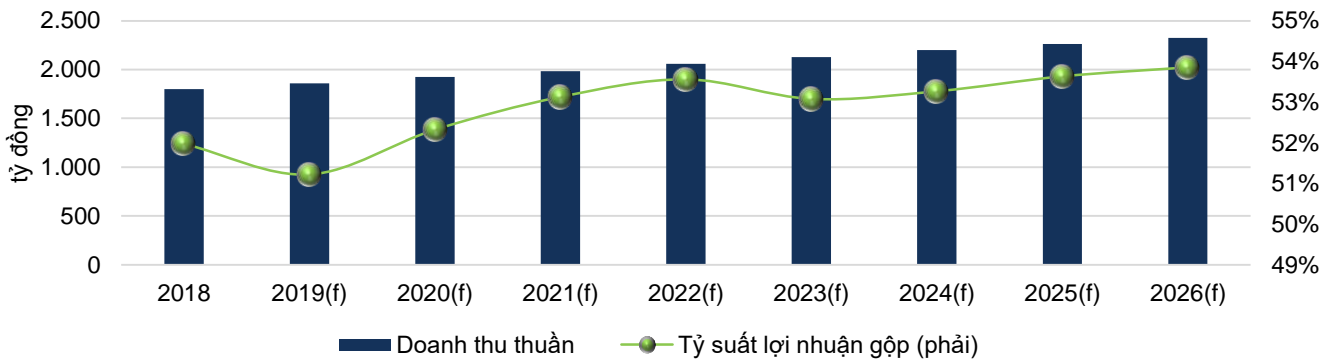
- Methorphan thuộc nhóm thuốc ho/hô hấp, đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 22% mỗi năm trong giai đoạn 2012-2018 do tỷ lệ mắc các bệnh hô hấp ở Việt Nam cao, chiếm 16,61% dân số. Xu hướng môi trường không khí được dự báo ngày càng ô nhiễm, đáng chú ý là sự tăng cao của bụi mịn PM2,5 từ quá 2-3 lần (2015) lên quá 4-5 lần (2018) so với mức khuyến cáo 10 µg/m<sup>3</sup> của WHO. Ngoài ra, tỷ lệ dân số hút thuốc ở Việt Nam cao, ở mức 22,5%. Vì vậy, tỷ lệ tiêu thụ các thuốc ho và hô hấp được dự báo tiếp tục tăng ở mức 7,8% mỗi năm ở Việt Nam.

- Quimoxi, Oxfloracin và Tobramycin là các thuốc kháng sinh mắt dòng non-betalactam được sản xuất với công nghệ BFS mới từ cuối năm 2017, doanh thu sau một năm đạt khoảng 40 tỷ đồng, chiếm khoảng 2,22% doanh thu thuần 2018. Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ các loại thuốc mắt được dự báo đạt khoảng 11% mỗi năm do xu hướng ô nhiễm môi trường tăng, dẫn tới các bệnh viêm mắt tăng cao. Bên cạnh đó, dòng sản phẩm này của Traphaco có triển vọng tăng trưởng ở kênh đầu thầu nhất do có thành phần nằm trong các hoạt chất được ưu tiên đầu thầu trong thông tư 03/2019/TT-BYT. Do đó, chúng tôi cho rằng Quimoxi, Oxfloracin và Tobramycin sẽ tăng trưởng cao trong giai đoạn 2019-2023.
- Các sản phẩm khác chiếm 60,3% doanh thu Tân dược, gồm các sản phẩm chính: Dibetalic và Levigatus (kem bôi chống ngứa, trị viêm da), Azithromycin (kháng sinh gốc Macrolide), Stilux (thuốc an thần gốc Rotundine), Amorvita (vitamin tổng hợp), Antot (kích thích ăn dạng Amino Acid và Choline) và nước súc miệng T-B. Chúng tôi cho rằng các thuốc Tân dược này sẽ không tăng trưởng tích cực ở kênh OTC do bị giới hạn quảng cáo và chất lượng sản xuất không khác biệt. Ở kênh ETC, chúng tôi giả định rằng TRA sẽ đáp ứng được các yêu cầu về tiêu chuẩn EU-GMP của thông tư 15/2019/TT-BYT và dần trúng thầu ở các nhóm 1 và 2 từ năm 2022, nhờ vậy, các dòng thuốc Tân dược này sẽ tăng trưởng ở mức 8-10%/năm.

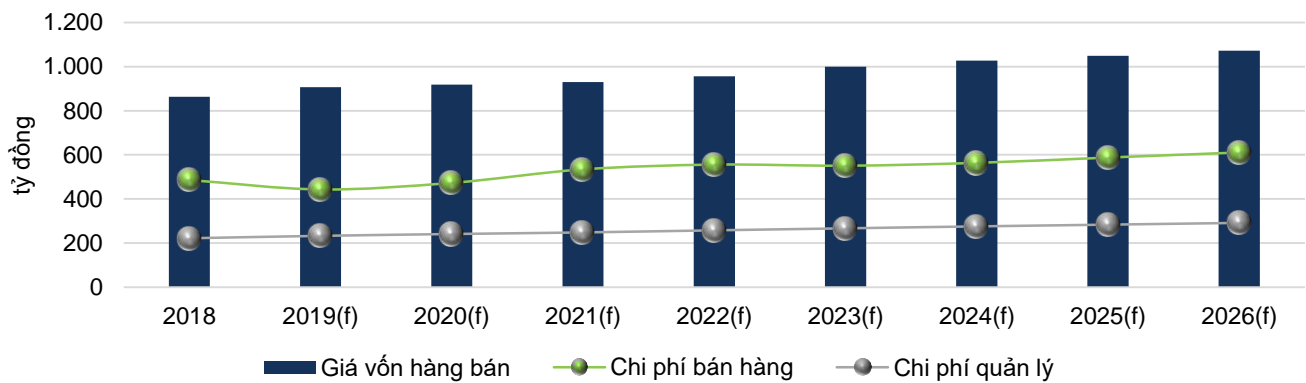
## DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Dựa trên các phân tích về hoạt động kinh doanh và tình hình tài chính của TRA, chúng tôi đưa ra dự phóng về hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2019-2026 như sau:

**Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp TRA 2018-2026**



**Dự phóng giá vốn hàng bán, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp TRA 2018-2026**



Kết quả dự phóng về doanh thu, lợi nhuận gộp, giá vốn và các chi phí dựa trên các giả định như sau:

- Doanh thu mảng Đông dược đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 2,95% giai đoạn 2018-2026, tỷ trọng doanh thu mảng Đông dược trên doanh thu hàng tự sản xuất giảm dần từ 76% về khoảng 70%. Động lực tăng trưởng mảng Đông dược sẽ đến từ các sản phẩm Hoạt huyết dưỡng não – Cebraton (CAGR 3,8%) và Tottri (CAGR 3,54%). Chúng tôi giả định rằng TRA sẽ không có sản phẩm Đông dược nào mới mang tính đột phá và các sản phẩm Đông dược hiện tại của Traphaco dần bước vào giai đoạn bão hòa, chỉ tăng trưởng theo xu hướng bệnh tật và già hóa dân số ở Việt Nam.
- Doanh thu mảng Tân dược đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 6,53% giai đoạn 2018-2026, tỷ trọng doanh thu mảng Tân dược sẽ tăng từ 24% lên khoảng 30% doanh thu hàng tự sản xuất năm 2026. Chúng tôi giả định rằng mảng Tân dược sẽ không tăng trưởng đáng kể cho tới năm 2022, sau khi nhà máy Tân dược Hưng Yên đạt chuẩn EU-GMP và TRA bắt đầu trúng các gói thầu 1 và 2 ở kênh ETC.
- Giá vốn hàng bán tăng do định hướng mở rộng mảng Tân dược trong khi chi phí nguyên liệu Tân dược nhập khẩu từ Trung Quốc tăng.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn tăng nhưng dần được kiểm soát và dao động trong khoảng 23-27% đối với chi phí bán hàng và ổn định ở mức 12,5% đối với chi phí quản lý doanh nghiệp.

**TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi tiến hành định giá TRA sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 90:10. Giá trị cổ phiếu TRA theo 2 phương pháp có mức bình quân là 74.100 đồng/cổ phiếu, cao hơn 10,53% so với giá đóng cửa ngày 23/07/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu TRA cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
<b>1</b>	<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền</b>		<b>90%</b>
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	76.700	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	75.100	
<b>2</b>	<b>Phương pháp so sánh</b>		<b>10%</b>
	So sánh P/E	57.500	
	<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>	<b>74.100</b>	

**CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	12,63%	Phần bù rủi ro	9,97%
Chi phí sử dụng nợ 2018	10,00%	Hệ số Beta	0,69
Chi phí sử dụng VCSH 2018	13,50%	Tăng trưởng dài hạn	1,50%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 20 năm	5,60%	Thời gian dự phóng	8 năm

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	3.294.734.655.697
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	26.052.936.805
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	206.902.575.931
Giá trị vốn chủ sở hữu	3.113.885.016.571
Số cổ phiếu lưu hành	41.453.673
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>75.100</b>

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	3.178.538.880.246
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>76.700</b>

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH**

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất và phân phối dược phẩm niêm yết (ngày 23/07/2019):

Doanh nghiệp	Mã	Vốn hóa (tỷ)	Giá trị DN (tỷ)	NI (tỷ)	P/E
Công ty CP Dược phẩm Imexpharm	IMP	2,35	2,16	0,14	16,93x
Công ty CP Pymepharco	PME	3,60	3,24	0,31	11,61x
Công ty CP xuất nhập khẩu Y tế Domesco	DMC	2,43	2,37	0,23	10,63x
Công ty CP Dược –Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD	2,25	2,25	0,16	13,79x
Công ty CP Dược phẩm OPC	OPC	1,30	1,38	0,10	12,92x
<b>Trung bình</b>					<b>13,63x</b>
Công ty CP TRAPHACO	TRA	2,78	2,89	0,18	15,89x

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>HĐKD (tỷ đồng)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>CĐKT</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.798,3</b>	<b>1.860,2</b>	<b>1.925,5</b>	<b>1.983,4</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	863,7	907,4	918,0	929,7	+ Tiền và tương đương tiền	316,1	430,7	520,1	473,7
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>934,7</b>	<b>952,9</b>	<b>1.007,5</b>	<b>1.053,7</b>	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	9,4	9,5	9,2	9,4
- CP bán hàng	485,5	442,8	472,6	533,9	+ Các khoản phải thu	153,6	179,0	169,8	188,8
- CP quản lí DN	222,5	233,3	241,4	248,7	+ Hàng tồn kho	337,5	333,2	364,3	340,3
Lợi nhuận HĐKD	226,7	276,8	293,4	271,1	+ Tài sản ngắn hạn khác	42,8	26,6	30,6	36,3
Lãi/(lỗ) HĐTC	2,3	(9,0)	(4,2)	(6,0)	Tổng tài sản ngắn hạn	859,4	979,1	1.094,0	1.048,5
Lợi nhuận khác	(0,6)	(0,07)	0,9	0,2	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	937,2	946,6	957,6	1.162,2
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	228,4	267,8	290,1	265,2	+ Khấu hao lũy kế	(331,7)	(402,1)	(479,1)	(571,2)
- CP lãi vay	12,2	15,2	13,0	11,5	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	605,5	544,5	478,4	591,0
LN trước thuế	216,2	252,5	277,1	254,9	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0,5	0,5	0,5	0,5
- Thuế TNDN	41,4	50,8	54,3	49,5	+ Tài sản dài hạn khác	110,6	109,8	108,9	108,1
<b>LN sau thuế</b>	<b>174,8</b>	<b>201,7</b>	<b>222,8</b>	<b>204,2</b>	+ Xây dựng cơ bản dở dang	13,9	13,9	13,9	13,9
EPS (đồng)	3.352	4.404	4.898	4.448	Tổng tài sản dài hạn	730,5	680,6	601,7	713,4
					<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.589,9</b>	<b>1.647,7</b>	<b>1.695,7</b>	<b>1.761,9</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>Nợ &amp; VCSH</b>				
Tiền đầu năm	160,9	316,1	430,7	520,7	+ Phải trả người bán	90,5	127,4	101,7	116,9
LN sau thuế CT mẹ	216,2	182,6	203,0	184,4	+ Vay và nợ ngắn hạn	36,5	37,3	38,0	38,8
+ Khấu hao	79,4	71,2	77,9	92,9	+ Nợ ngắn hạn khác	4,3	3,8	3,9	3,3
+ Điều chỉnh	0,2	0	0	0	Nợ ngắn hạn	312,2	359,2	347,9	372,2
+ Thay đổi vốn lưu động	(49,8)	25,6	(34,1)	29,1	+ Vay và nợ dài hạn	170,4	133,0	113,6	94,6
Tiền từ HĐKD	168,7	310,3	259,2	316,5	Nợ dài hạn	170,4	133,0	113,6	94,6
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	<b>Tổng nợ</b>	<b>482,7</b>	<b>492,2</b>	<b>461,5</b>	<b>466,9</b>
+ Tăng (giảm) đầu tư	0,5	0	0	0	+ Vốn điều lệ	414,5	414,5	414,5	414,5
+ Các HĐ đầu tư khác	(43,7)	(9,3)	(11,0)	(204,7)	+ LN chưa phân phối	95,8	116,3	157,2	180,1
Tiền từ HĐ đầu tư	(43,2)	(9,3)	(11,0)	(204,7)	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.106,1</b>	<b>1.154,3</b>	<b>1.233,0</b>	<b>1.293,9</b>
+ Cổ tức đã trả	(140,1)	(140,1)	(140,1)	(140,1)	Lợi ích cổ đông thiểu số	86,5	105,6	125,4	145,2
+ Tăng (giảm vốn)	169,8	0	0	0	<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.589,9</b>	<b>1.647,7</b>	<b>1.695,7</b>	<b>1.761,9</b>
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0,8	0,8	0,8					
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	(37,4)	(19,4)	(18,9)	<b>Chỉ số HQ vận hành</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
+ Các HĐ tài chính khác	0	0	0	0	Số ngày phải thu	25,47	25,47	25,47	25,47
Tiền từ HĐ tài chính	29,7	(186,4)	(158,8)	(158,3)	Số ngày tồn kho	142,47	132,99	138,76	139,41
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>155,2</b>	<b>114,5</b>	<b>89,5</b>	<b>(46,4)</b>	Số ngày phải trả	44,04	44,04	44,04	44,04
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>316,1</b>	<b>430,7</b>	<b>520,1</b>	<b>473,7</b>	Thời gian lưu chuyển tiền	123,91	117,42	121,20	120,84
					COGS / Hàng tồn kho	2,56	2,72	2,52	2,73

Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019E	2020F	2021F	Chỉ số thanh khoản/ Đòn bẩy tài chính	2018	2019E	2020F	2021F
Tỷ suất LN gộp	52,0%	51,2%	52,3%	53,1%	CS thanh toán hiện hành	5,09	4,59	4,87	4,73
Tỷ suất LNST	9,7%	10,8%	11,6%	10,3%	CS thanh toán nhanh	1,67	1,80	2,10	1,90
ROE DuPont	14,0%	17,8%	18,7%	16,2%	CS thanh toán tiền mặt	1,04	1,23	1,52	1,30
ROA DuPont	10,1%	12,5%	13,3%	11,8%	Nợ / Tổng tài sản	0,13	0,10	0,09	0,08
EBIT/Doanh thu	12,7%	14,4%	15,1%	13,4%	Nợ / Vốn chủ sở hữu	0,19	0,15	0,12	0,10
LNST/LNTT	80,8%	79,9%	80,4%	80,5%	Nợ ngắn hạn / VCSH	0,03	0,03	0,03	0,03
LNTT/EBIT	94,7%	94,3%	95,5%	95,7%	Nợ dài hạn / VCSH	0,15	0,12	0,09	0,07
Vòng quay tổng tài sản	1,16	1,15	1,15	1,15	Khả năng thanh toán lãi vay	18,72	17,61	22,30	23,02
Đòn bẩy tài chính	1,39	1,43	1,40	1,37					

## PHỤ LỤC

### I. Quy trình sản xuất thuốc của TRA ([quay lại](#))

#### 1. Đông dược

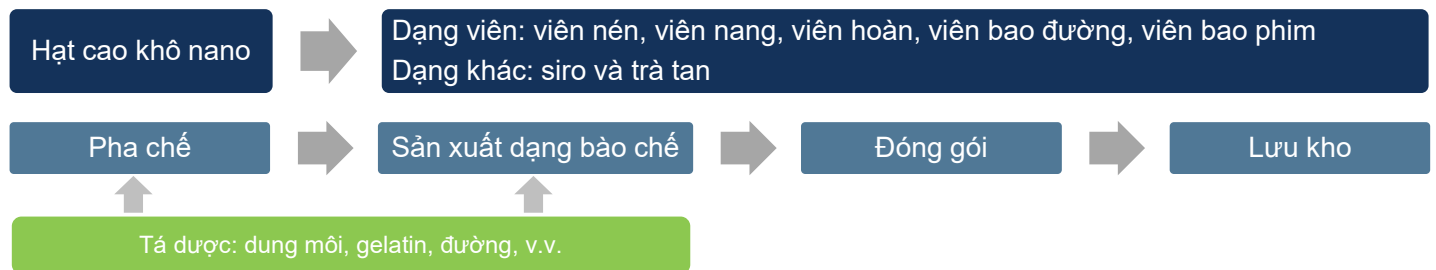
##### a. Nguyên liệu

Dược liệu đạt WHO-GACP được chế biến và chiết xuất ở nhà máy Traphaco Sapa với 3 dây chuyền chiết xuất đạt WHO-GMP (dây chuyền cô chiết chân không khép kín), 1 hệ thống sấy phun và 1 hệ thống phòng sạch.



##### b. Sản xuất

Đông dược và thực phẩm nguồn gốc dược liệu được sản xuất tại nhà máy Hoàng Liệt và nhà máy Công nghệ cao Hưng Yên trên các dây chuyền viên nang mềm (100% công suất), nang cứng (40% công suất), viên hoàn (40%) công suất và một số dây chuyền khác (50-70% công suất thiết kế), v.v. gồm khoảng 36 loại máy móc với các chức năng khác nhau phục vụ cho từng công đoạn.



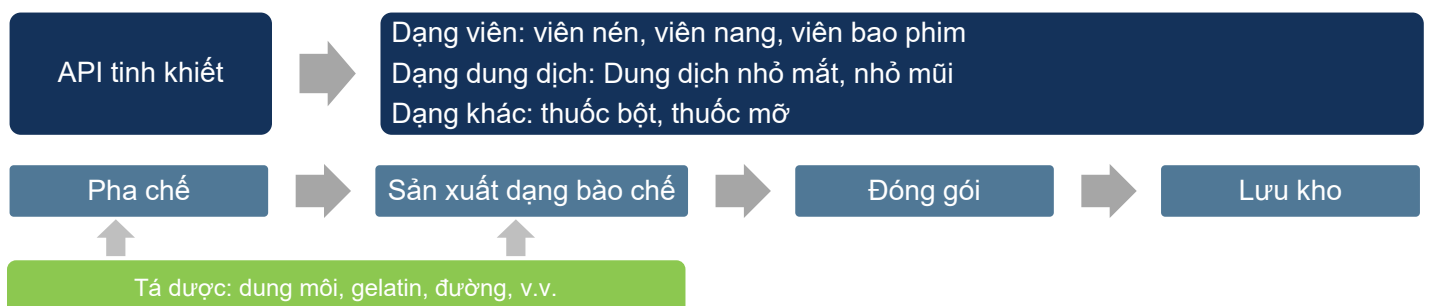
#### 2. Tân dược

##### a. Nguyên liệu

100% dược chất (thành phần dược phẩm hoạt động: API – Active Pharmaceutical Ingredient) được TRA nhập khẩu ở dạng tinh thể (hoạt chất ở dạng tinh khiết) có cấu trúc và tác dụng dược lý ổn định. Các dược chất này chỉ cần được pha chế thành dạng hấp thu và kết hợp với tá dược thành dạng bào chế để trở thành thuốc.

##### b. Sản xuất

Tân dược được TRA sản xuất tại nhà máy Tân dược Hưng Yên (tên khác: nhà máy Dược Việt Nam) trên 5 dây chuyền trong 3 phân xưởng. Dây chuyền thuốc viên đạt công suất 900 triệu viên/năm. Dây chuyền thuốc nhỏ mắt được sản xuất trên công nghệ BFS (Rót-Thổi-Hàn) tăng tính vô trùng và năng lực sản xuất do khép kín gần như tuyệt đối từ công đoạn pha chế cho tới đóng gói với thời gian chỉ 13 giây/lọ thuốc. Quy trình sản xuất được kiểm soát qua camera hồng ngoại; sản phẩm lỗi được phát hiện và loại bỏ với hệ thống tự động.





**II. Quy trình đấu thầu ([quay lại](#))**

Quy trình	Chi tiết
<b>Phân nhóm</b>	Chia nhóm thầu dựa trên tiêu chuẩn sản xuất
<b>Đánh giá kỹ thuật (30% KT)</b>	Chất lượng: 70%, Đóng gói: 30%; Nếu tổng < 80% thì bị loại
<b>Đánh giá tài chính (70% TC)</b>	Giá càng thấp, điểm càng cao
<b>Tổng điểm = 30% KT + 70% TC</b>	Doanh nghiệp có điểm cao nhất sẽ được xét tiếp về khả năng cung cấp
<b>Khả năng cung cấp</b>	Chia nhỏ gói thầu nếu đơn vị trúng thầu không đáp ứng về số lượng

*Nguồn: Trung tâm mua sắm thuốc tập trung Quốc gia*

**III. Các nhóm thầu thuốc Generic theo Thông tư 11/2016/TT-BYT cũ có hiệu lực tới tháng 10/2019 ([quay lại](#))**

Nhóm	Giải thích
1	Thuốc sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc PIC/S-GMP được cấp phép lưu hành tại các nước thành viên ICH hoặc Úc.
2	Thuốc sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc PIC/S-GMP được Cơ quan quản lý dược không thuộc nước thành viên ICH hoặc Úc cấp phép.
3	Thuốc sản xuất trên dây chuyền WHO-GMP được Bộ Y tế công nhận.
4	Thuốc có chứng minh tương đương sinh học do Bộ Y tế công bố.
5	Thuốc không đáp ứng các tiêu chuẩn nhóm 1, 2, 3, 4.

*Nguồn: Bộ Y tế*

**IV. Các nhóm thầu thuốc Generic theo Thông tư 15/2019/TT-BYT mới, hiệu lực từ tháng 10/2019 ([quay lại](#))**

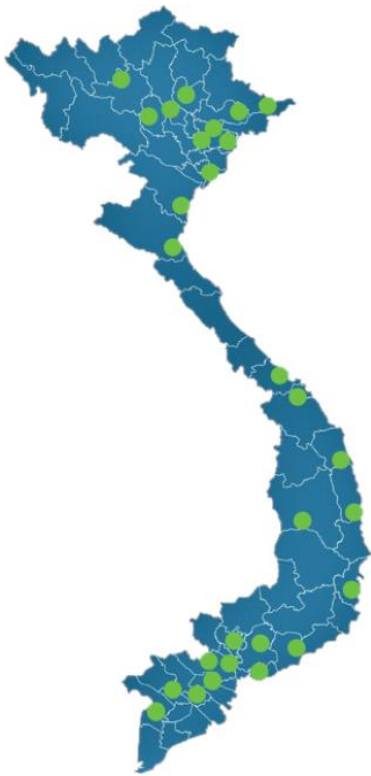
Nhóm	Giải thích
1	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc tương đương, được Cơ quan Quản lý Dược Tham chiếu (SRA) cấp phép lưu hành.
2	Thuốc sản xuất trên dây chuyền EU-GMP không cấp phép bởi SRA; thuốc sản xuất trên dây chuyền PIC/s-GMP được Cơ quan Quản lý dược là thành viên đồng thời PIC/s và ICH cấp phép lưu hành.
3	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam chứng nhận có nghiên cứu tương đương sinh học được công bố.
4	Thuốc được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam, trên dây chuyền WHO-GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam công nhận.
5	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền WHO-GMP và không đáp ứng được yêu cầu các nhóm trên.

*Nguồn: Bộ Y tế*

**V. Danh sách các Cơ quan Quản lý Dược Tham chiếu được cấp phép cho nhóm 1 thuốc Generic ([quay lại](#))**

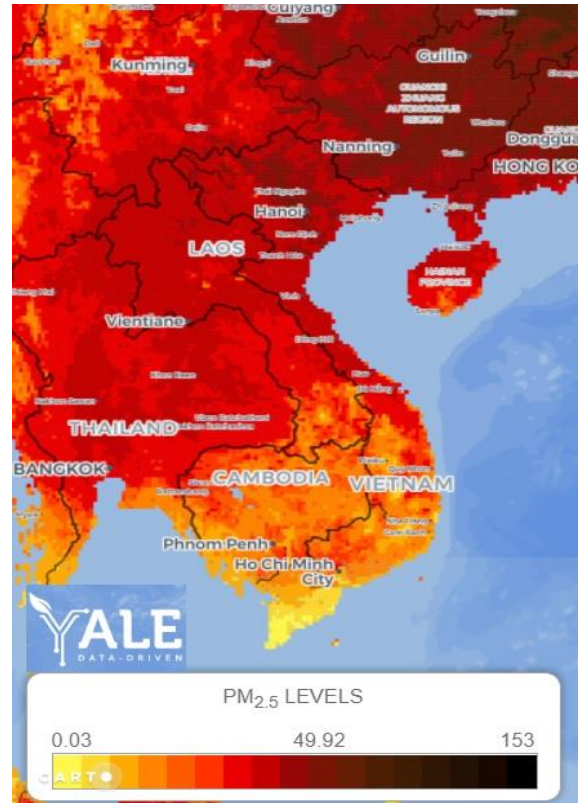
Danh sách Cơ quan Quản lý Dược Tham chiếu (SRA – Stringent Regulatory Authorities)
1. Cơ quan Quản lý Dược thuộc các nước thuộc Ủy ban Châu Âu (EMA)
2. Cơ quan Quản lý Dược phẩm và Thực phẩm Mỹ (US FDA)
3. Cơ quan Quản lý Dược và Trang Thiết bị Y tế Nhật Bản (PMDA)
4. Cơ quan Quản lý Dược phẩm và Sản phẩm Y tế Anh (MHRA)
5. Cơ quan Quản lý Dược Thụy Sĩ (Swissmedic)
6. Bộ Y tế Canada (Health Canada)
7. Cơ quan Quản lý Dược Úc (TGA)
8. Cơ quan Quản lý Dược Ai Xơ Len (IMA)
9. Cơ quan Quản lý Dược Liechtenstein - Áo
10. Cơ quan Quản lý Dược Na Uy (NoMA)

*Nguồn: Vietnam Regulatory Affairs Society*

**VI. Các chi nhánh phân phối của Traphaco ([quay lại](#))**


- Yên Bái
- Thái Nguyên
- Vĩnh Phúc
- Phú Thọ
- Bắc Giang
- Quảng Ninh
- Hải Dương
- Hải Phòng
- Hưng Yên
- Nam Định
- Thanh Hóa
- Nghệ An
- Thừa Thiên Huế
- Đà Nẵng
- Quảng Ngãi
- Bình Định
- Gia Lai
- Khánh Hòa
- Bình Thuận
- Đồng Nai
- Bình Dương
- TP. Hồ Chí Minh
- Long An
- Tiền Giang
- Cần Thơ
- Vĩnh Long
- Kiên Giang
- Vũng Tàu

Nguồn: Traphaco

**VII. Bản đồ ô nhiễm bụi PM 2,5 ở Việt Nam**


Nguồn: Yale University Data

**VIII. Một số thuật ngữ sử dụng**

Khái niệm	Giải thích
<b>Đông dược</b>	Thuốc từ <b>dược liệu</b> , có nguồn gốc động, thực vật. Do kiểm soát ở Việt Nam chưa chặt chẽ nên Đông dược và Thực phẩm chức năng khó phân biệt do thường có cùng nguyên liệu. Vì vậy, khái niệm Đông dược trong bài được tạm hiểu là bao gồm cả các sản phẩm Đông dược và Thực phẩm chức năng.
<b>Tân dược</b>	Thuốc sản xuất từ <b>dược chất</b> , hoạt chất ở dạng tinh khiết (API – Active Pharmaceutical Ingredient), có thể được tổng hợp từ tự nhiên.
<b>Kênh OTC</b>	(Over the Counter) Kênh phân phối thuốc qua hệ thống bán lẻ gồm nhà thuốc và quầy thuốc.
<b>Kênh ETC</b>	(Ethical Channel/Prescription Drugs/Rx) Kênh phân phối thuốc qua hoạt động đấu thầu vào bệnh viện và phòng khám.
<b>WHO-GACP</b>	Tiêu chuẩn trồng trọt và thu hái tốt cho dược liệu, khuyến cáo bởi Tổ chức Y tế Thế giới.
<b>WHO-GMP</b>	Tiêu chuẩn thực hành tốt sản xuất thuốc khuyến cáo bởi Tổ chức Y tế Thế giới, là tiêu chuẩn sản xuất thuốc cơ bản.
<b>PIC/s-GMP</b>	Tiêu chuẩn sản xuất thuốc được Cơ quan Quản lý có thẩm quyền của nước tham gia Hệ thống hợp tác thanh tra dược phẩm (PIC/s) cấp phép.
<b>ICH</b>	Hội nghị quốc tế về hài hòa hóa các thủ tục đăng ký dược phẩm sử dụng cho con người.
<b>EU-GMP</b>	Tiêu chuẩn sản xuất tốt yêu cầu bởi Cơ quan Quản lý Dược Châu Âu (EMA), là tiêu chuẩn một trong những tiêu chuẩn sản xuất thuốc cao cấp và khắt khe nhất hiện nay.
<b>Tương đương sinh học</b>	Thuốc tương đương về mặt dược chất và tính sinh khả dụng (cùng tốc độ và mức độ hấp thu trong cơ thể).

Nguồn: FPTs tổng hợp

**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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 59 cổ phiếu TRA và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu 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 <http://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**  
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán**  
**FPT**  
**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**  
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành  
Times Square, 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí  
Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán**  
**FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**  
100, Quang Trung, Phường  
Thạch Thang, Quận Hải Châu,  
TP. Đà Nẵng, Việt Nam.  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888