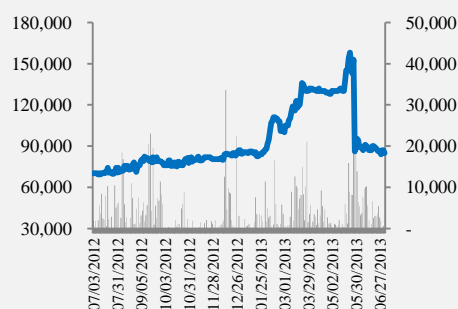


TRA [HSX] **NEUTRAL**
Giá mục tiêu* **89.300**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (04/07/2013)	VND	86.000
Chênh lệch **	%	3,8%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	2.097
Số cp lưu hành	Triệu cp	24,7
Số cp được chuyển nhượng tự do	Triệu cp	4,7
Giá trị công ty	Tỷ đồng	2.260
Diễn biến (30 ngày)	%	-4,49%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	3.986
Lĩnh vực		<i>Dược</i>

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	-4,5%	-35,1%	19,3%
Vs VN- index	1,9%	-32,1%	2,6%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3 9146888

leduykhanh@baoviet.com.vn

Chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu TRA. TRA là cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng cao, sở hữu nhiều thế mạnh của một doanh nghiệp dược dẫn đầu như kênh phân phối rộng khắp, thương hiệu mạnh, hoạt động R&D nổi trội. Những yếu tố này đảm bảo mức tăng trưởng vượt trội của TRA so với các doanh nghiệp cùng ngành trong thời gian tới. Tiềm năng của TRA đã được thị trường phản ánh, thể hiện qua mức định giá khá cao của TRA hiện tại, với P/E trailing là 12,6x, trong khi P/E trung bình của ngành Dược là 8,2x. Mô hình định giá của chúng tôi cho ra giá mục tiêu của TRA là 89.300 đồng/cp cao hơn giá hiện tại 3,8%. Chúng tôi cho rằng TRA đang được giao dịch với mức giá tương xứng với tiềm năng tăng trưởng của công ty.

Triển vọng 2013

Dự báo doanh thu hợp nhất đạt 1.784 tỷ đồng (+27,4% yoy), LNST hợp nhất của cổ đông công ty mẹ là 155 tỷ đồng (+33% yoy). EPS 2013 (sau khi điều chỉnh pha loãng do tăng vốn) đạt 8.375 đồng/cổ phiếu, với mức giá hiện tại ngày 4/7/13 là 86.000 đồng/cổ phiếu thì P/E dự phóng là 10,2x, khá hợp lý đối với một doanh nghiệp dược đầu ngành như TRA.

Triển vọng dài hạn

Mảng Đông dược vẫn đóng góp chính vào doanh thu và lợi nhuận của TRA trong dài hạn. Trong đó, thế mạnh nổi trội của TRA là hoạt động R&D sẽ phát huy hiệu quả đáng kể khi các sản phẩm mới liên tục được đưa ra và ngày càng đóng góp tỷ trọng cao trong tổng doanh thu. Ngoài ra, doanh thu thuốc từ dược liệu tăng trưởng rất cao trong các năm qua (25%~35%) và dự báo vẫn còn tăng trưởng tốt do thị trường này mới được khai phá thật sự trong vài năm trở lại đây.

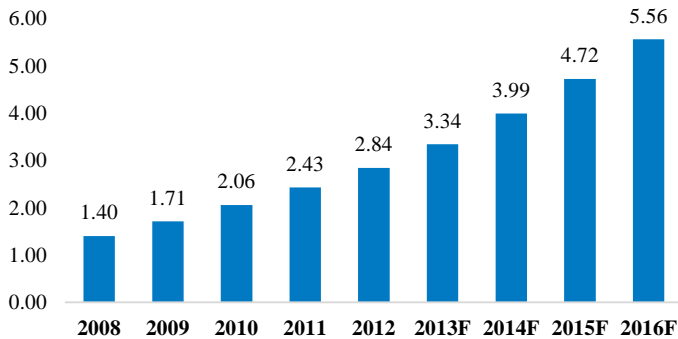
	ĐVT	2010A	2011A	2012A	2013F
Doanh thu	Tỷ VND	860	1.063	1.401	1.784
EBIT	Tỷ VND	101	34	209	251
EBITDA	Tỷ VND	187	35	209	279
LNST	Tỷ VND	66	89	116	155
EPS	VND	5.369	7.187	9.429	8.375
Tăng trưởng EPS	%	7%	34%	31%	-11,2%
P/E	x	16,0	12,0	9,1	10,3
Suất cổ tức	%	0,0%	0,2%	0,0%	2,3%
P/B	x	3,0	2,7	2,4	3,2

(Nguồn: TRA, BVSC dự phóng)

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH DƯỢC

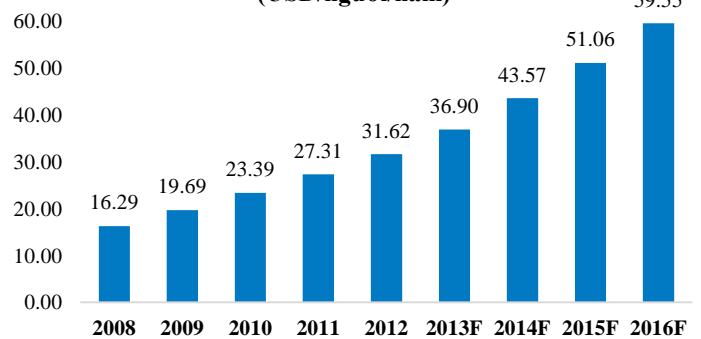
Ngành còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Ngành sản xuất thuốc trong nước đạt tỷ lệ tăng trưởng bình quân 18,8% trong giai đoạn 2003-2011. Theo dự báo của BMI (Business International Monitor), ngành Dược Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 17,2%/năm trong giai đoạn 2013-2016 và đạt quy mô khoảng 3,34 tỷ USD vào năm 2013. Thu nhập của 86 triệu người dân Việt Nam đang được cải thiện khiến nhu cầu về thuốc ngày càng lớn trong khi khả năng của các doanh nghiệp trong nước mới chỉ đáp ứng được 50%.

Quy mô ngành dược (tỷ USD)



(Nguồn: BMI)

Chi tiêu thuốc bình quân đầu người (USD/người/năm)



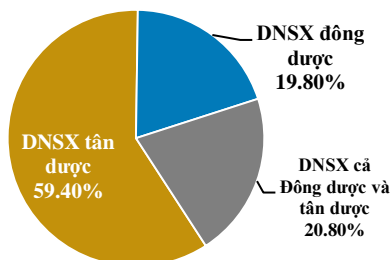
(Nguồn: BMI)

Doanh thu thuốc từ dược liệu sản xuất trong nước trong hai năm gần đây tăng trưởng cao. Theo báo cáo của Bộ Y Tế thì doanh thu thuốc từ dược liệu sản xuất trong nước tăng 33% trong năm 2011, năm 2010 tăng 25% so với năm trước. Ước tính năm 2012 doanh thu thuốc từ dược liệu sản xuất trong nước đạt trên 3.500 tỷ đồng tăng 35% so với năm 2011.

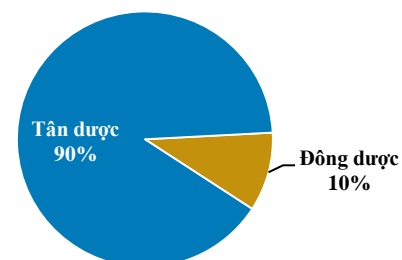
Công nghiệp dược liệu chưa phát triển tương xứng. Nhu cầu dược liệu hàng năm phục vụ sản xuất thuốc trong y học cổ truyền khoảng 60.000 tấn. Cả nước hiện có trên 130 loài cây thuốc đang được trồng và mỗi năm cung cấp cho thị trường khoảng 15.600 tấn, chiếm khoảng 26% nhu cầu dược liệu. Nguồn dược liệu trong nước chưa ổn định do không được quản lý tốt khiến cho nguồn dược liệu tự nhiên bị suy giảm nhanh chóng, thậm chí cạn kiệt do bị khai thác bừa bãi, trong khi nguồn trồng vẫn mang tính tự phát, chưa có quy hoạch.

Số lượng các doanh nghiệp Đông dược nhiều nhưng quy mô nhỏ. Cả nước hiện có khoảng 180 doanh nghiệp sản xuất thuốc, trong số đó có 80 doanh nghiệp sản xuất thuốc Đông dược. Tuy nhiên, thị trường thuốc Đông dược chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng giá trị của ngành Dược, khoảng 10% giá trị sản xuất toàn ngành. Thói quen dùng Đông dược của người dân Việt Nam đã được tích lũy từ rất lâu sẽ là tiền đề cho ngành Đông dược phát triển. Theo điều tra của Tổ chức Y tế thế giới (WHO), có hơn 50% dân số Việt Nam sử dụng thuốc Đông dược. Với quan niệm về độ an toàn, ít tác dụng phụ, khi thói quen tiêu dùng các loại thuốc không kê đơn tăng lên, tỷ lệ tiêu dùng Đông dược được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới.

Cơ cấu doanh nghiệp sản xuất dược



Cơ cấu giá trị sản xuất của ngành



CÔNG TY CỔ PHẦN TRAPHACO

1. Sơ lược về công ty:

Công ty cổ phần Traphaco có hơn 40 năm lịch sử hình thành và phát triển. Tháng 11/2008, Traphaco chính thức niêm yết trên sàn Hồ Chí Minh với mã TRA.

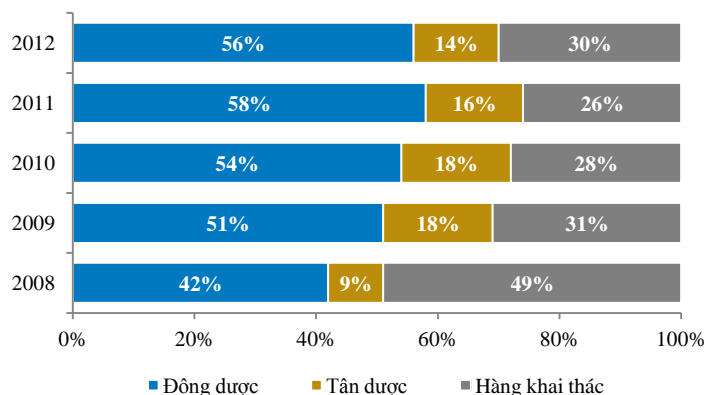
Doanh thu của TRA bao gồm 2 mảng chính đó là: i.) hàng công ty tự sản xuất (bao gồm hàng Đông dược và Tân dược), ii.) hàng khai thác (bao gồm hàng nhập khẩu ủy thác, mua bán nguyên liệu dược, độc quyền phân phối...). Trong đó, các sản phẩm thuốc Đông dược chiếm 56% doanh thu, Tân dược chiếm 14%, hàng khai thác chiếm 30% trong năm 2012.

TRA khá nổi tiếng về Đông dược, đặc biệt là thị trường miền Bắc. Trong các doanh nghiệp dược niêm yết, TRA đứng thứ hai về doanh thu. Hiện tại, TRA có 3 công ty con đó là: CTCP Công nghệ cao Traphaco (51%), Công ty TNHH MTV Traphacosapa (100%), Công ty cổ phần dược VTYT Đăk Lăk (51%) và Công ty TNHH MTV Traphaco Hưng Yên (100%). TRA có 1 công ty liên kết là Công ty cổ phần dược VTYT Quảng Trị (42,91%). Các năm gần đây TRA có chủ trương sáp nhập với các doanh nghiệp dược vừa và nhỏ tại các tỉnh thành trong cả nước nhằm tận dụng kênh phân phối có sẵn của các doanh nghiệp này.

2. Hoạt động kinh doanh:

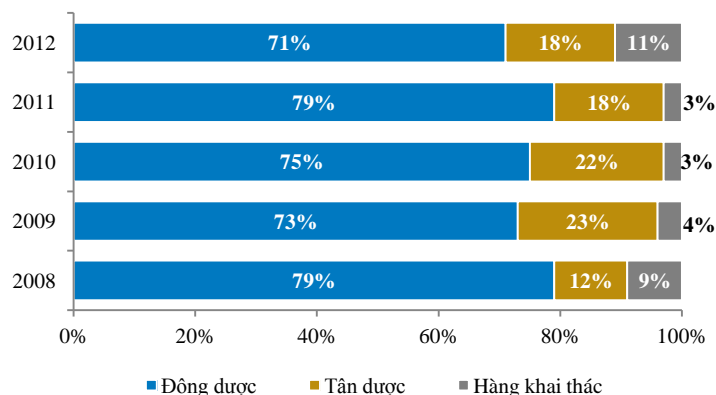
Đông dược là thế mạnh. Các sản phẩm thuốc Đông dược của TRA chiếm đến 50 % số lượng sản phẩm, trên 50% doanh thu, và hơn 70% lợi nhuận gộp của TRA trong 5 năm qua. Với thương hiệu mạnh, sản phẩm chất lượng cao đồng thời kênh phân phối liên tục được mở rộng thì TRA đã duy trì được mức tăng trưởng doanh thu khá cao. Trung bình tăng trưởng doanh thu (CAGR) của các sản phẩm thuốc Đông dược của TRA giai đoạn 2008-2013 là 24,4%, cao hơn nhiều so với mức tăng trưởng của ngành Dược trong giai đoạn này khoảng 19,3%.

Cơ cấu doanh thu



(Nguồn: TRA)

Cơ cấu lợi nhuận gộp



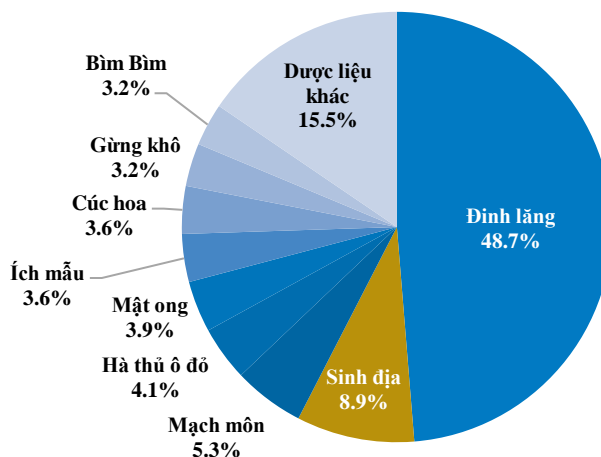
(Nguồn: TRA)

18 sản phẩm chủ lực chiếm hơn 50% doanh thu. Qua các năm thì một số sản phẩm chủ lực luôn chiếm tỷ trọng rất cao trong cơ cấu doanh thu của TRA. Đặc biệt 2 sản phẩm chủ lực là “Hoạt Huyết Dưỡng Não” và “Boganic” chiếm đến 37,8% tổng doanh thu trong năm 2011 và 33,8% trong năm 2012. Hai dòng sản phẩm này đạt tốc độ tăng trưởng đến 157% trong năm 2011 và 17,8% trong năm 2012 và đóng góp chính vào tốc độ tăng trưởng doanh thu của TRA.

Nhóm sản phẩm	Tên sản phẩm	Doanh thu (tỷ đồng)			% tổng doanh thu		
		2010	2011	2012	2010	2011	2012
Tân dược	Amorvita	3,4	4,9	2,45	0,40%	0,46%	0,17%
	Antot - Philatop	16,7	13	21	1,94%	1,22%	1,50%
	Avircream	1,1	5	5,9	0,13%	0,47%	0,42%
	Azithromycin	1,3	4,4	1,78	0,15%	0,41%	0,13%
	Dibetalic	2,8	9,1	9,54	0,33%	0,86%	0,68%
	Levigatus	2,1	5,6	6,68	0,24%	0,53%	0,48%
	Methorphan	1,3	16,3	30,22	0,15%	1,53%	2,16%
	Nước súc miệng T-B	9,1	24,5	30,37	1,06%	2,31%	2,17%
	Stilux	4,4	7,3	7,3	0,51%	0,69%	0,52%
Tổng sản phẩm Tân dược chính		42,2	90,1	115,24	4,91%	8,48%	8,23%
Đông dược	Ampelop	5,4	9,4	9,4	0,63%	0,88%	0,67%
	Hoạt huyết dưỡng não	81,9	254,5	296,29	9,53%	23,95%	21,15%
	Boganic	74,5	147,6	177,27	8,67%	13,89%	12,66%
	Slaska	17,7	23,4	18,34	2,06%	2,20%	1,31%
	Hà thủ ô	2,1	4,9	3,67	0,24%	0,46%	0,26%
	Viên sáng mắt	6,01	13,1	12,99	0,70%	1,23%	0,93%
	Thập toàn đại bổ	4,9	10,1	14,5	0,57%	0,95%	1,04%
	Dưỡng cốt hoàn	3,3	19,1	36,3	0,38%	1,80%	2,59%
	Didicera	20,02	40,2	45,59	2,33%	3,78%	3,25%
	Tổng sản phẩm Đông dược chính		215,83	522,3	614,35	25,10%	49,14%
Doanh thu các sản phẩm chính		258,03	612,4	729,59	30,01%	57,62%	52,09%

Sử dụng 80% nguyên liệu trong nước. Đây là thế mạnh của TRA khi mà hầu hết các doanh nghiệp dược Việt Nam nhập khẩu đến 90% nguyên liệu. Tỷ lệ sử dụng nguyên liệu nội địa cao là do sản phẩm Đông dược của TRA (chủ yếu sử dụng dược liệu trong nước) chiếm tỷ lệ khá lớn. TRA có thể giảm đáng kể rủi ro biến động tỷ giá và tăng giá của nguyên vật liệu nhập khẩu. Đối với các nguyên liệu trong nước thì TRA hạn chế rủi ro thiếu hụt nguyên liệu bằng cách tự trồng nguyên liệu tại các công ty con (cung cấp khoảng 30% nguyên liệu Đông dược), liên kết với các vùng trồng dược liệu, ký hợp đồng 3-5 năm với các nhà cung ứng.

Cơ cấu nguyên liệu trong nước của TRA CNC



(Nguồn: TRA)

Năng lực sản xuất:

Hiện nay TRA đang có 2 nhà máy đạt chuẩn GMP-WHO đó là nhà máy Hoàng Liệt (trực thuộc công ty) và nhà máy Traphaco CNC (trực thuộc công ty con Công nghệ cao Traphaco). Ngoài ra còn có công ty con Traphaco Sapa chuyên gia công các sản phẩm nguyên liệu dược liệu đầu vào. Năng lực sản xuất của các dây chuyền như sau:

STT	Dây chuyền SX	Năng lực SX tối đa/ca	Đơn vị	Thực tế khai thác
1	Viên (các loại)	1.000.000	đv/1ca	40%
2	Mỡ – cream	16.000	đv/1ca	30%
3	Nang mềm	200.000	đv/1ca	70%
4	Thuốc nhỏ mắt	30.000	đv/1ca	70%
5	Thuốc nước	10.000	đv/1ca	26%
6	Thuốc uống dùng ngoài	20.000	đv/1ca	40%

(Nguồn: TRA)

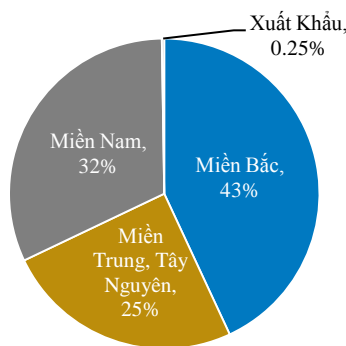
Thương hiệu hàng đầu về Đông dược tại Việt Nam. TRA khá chú trọng trong việc xây dựng và gìn giữ thương hiệu. Hiện nay, thương hiệu Traphaco được đánh giá là có mức độ nhận biết cao nhất ngành Dược Việt Nam với nhiều thương hiệu sản phẩm nổi tiếng như: Hoạt huyết dưỡng não, Boganic, Tottri, Slaska, Sáng Mắt, T-B... Trong thời gian tới TRA sẽ tiếp tục tập trung xây dựng hình ảnh công ty theo hướng TRA là doanh nghiệp chuyên cung cấp các sản phẩm chất lượng cao có nguồn gốc thiên nhiên. Hằng năm, chi phí cho chiến lược tiếp thị quảng cáo của TRA chiếm từ 5-7% doanh thu.

Kênh phân phối đứng thứ 2 trong các doanh nghiệp dược niêm yết. Hiện tại kênh phân phối của TRA được đánh giá là đứng thứ 2 trong các công ty dược đã niêm yết với tổng cộng 13 chi nhánh, 47 cửa hàng và đại lý (trong đó có 11 cửa hàng đồng thời là chi nhánh của công ty) trải dài trên toàn quốc. TRA sở hữu hệ thống phân phối đến tận tuyến xã, mỗi tỉnh đều có trình dược viên làm công tác marketing. Hệ thống phân phối TRA được phân bổ như sau:

- ◆ Khu vực phía Bắc: Quảng Bình trở ra (21 cửa hàng + đại lý và 1 trung tâm phân phối , trong đó có 5 cửa hàng đồng thời là chi nhánh của công ty).
- ◆ Khu vực miền Trung: Quảng Trị - Khánh Hòa (bao gồm Tây Nguyên) (6 cửa hàng + đại lý, trong đó có 2 cửa hàng đồng thời là chi nhánh của công ty).
- ◆ Khu vực phía Nam: Ninh Thuận trở ra (20 cửa hàng + đại lý, trong đó có 4 cửa hàng đồng thời là chi nhánh công ty).

Doanh thu của TRA chủ yếu đến từ thị trường nội địa, chiếm đến 99,75%. Thị trường miền Bắc vẫn là thị trường chủ lực, chiếm 43,07% doanh thu trong năm 2012. TRA có định hướng mở rộng kênh phân phối thông qua sáp nhập với các doanh nghiệp dược vừa và nhỏ nhằm tận dụng hệ thống phân phối có sẵn của các doanh nghiệp này.

Cơ cấu doanh thu theo khu vực địa lý năm 2012

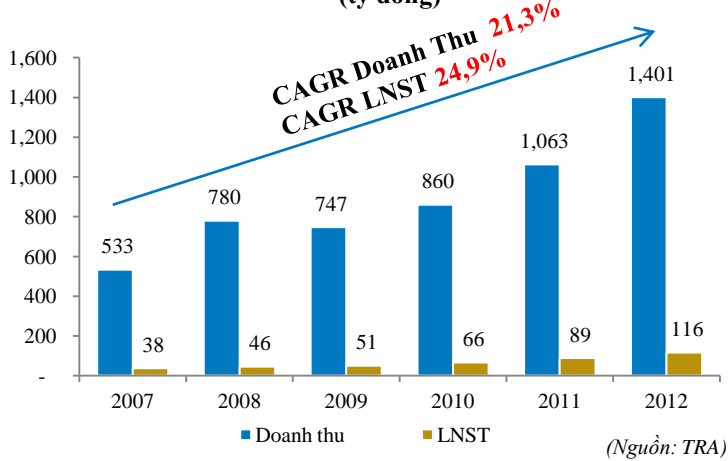


(Nguồn: TRA)

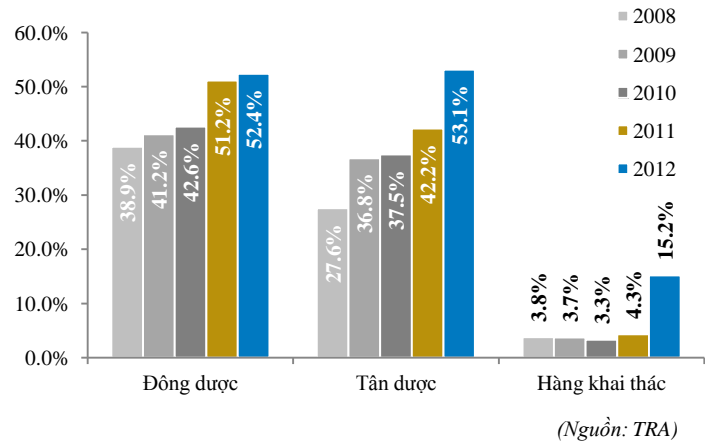
Tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội so với ngành. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình (CAGR) của TRA giai đoạn 2007-2012 đạt 21,3%, cao hơn so với mức tăng trưởng của ngành Dược trong giai đoạn này là 20,9%. Gần đây TRA đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu vượt trội so với ngành. Năm 2011 doanh thu TRA tăng 23,5%, 2012 là 31,8% trong khi tốc độ tăng trưởng của ngành chỉ là 17,9% (2011) và 16,8% (2012). Doanh thu TRA tăng nhanh một mặt là nhờ kênh phân phối liên tục mở rộng, thương hiệu mạnh, hoạt động R&D phát triển. Mặt khác doanh thu của TRA tăng cũng nhờ hợp nhất doanh thu với các công ty con thông qua hoạt động M&A.

Biên lợi nhuận gộp liên tục được cải thiện nhờ liên tục tái cơ cấu danh mục sản phẩm theo hướng tập trung sản xuất và tiêu thụ các sản phẩm chủ lực có biên lợi nhuận gộp cao. Đây chính là chiến lược xuyên suốt của TRA trong 5 năm qua và đã chứng tỏ được tính hiệu quả khi thực tế LNGB đã tăng gấp đôi từ 20,7% (2008) lên 41,3% (2012). Để tập trung các sản phẩm LNGB cao, TRA chấp nhận giảm doanh thu từ hàng khai thác (có LNGB rất thấp) mặc dù tiềm năng tăng trưởng từ nhóm hàng này là rất lớn. Biên lợi nhuận gộp liên tục tăng đã giúp TRA có kết quả kinh doanh rất tốt với tốc độ tăng trưởng LNST trung bình giai đoạn 2007-2012 đến 24,9%, tăng nhanh hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

Doanh thu và Lợi Nhuận Sau Thuế TRA 2007-2012
(tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp biên TRA



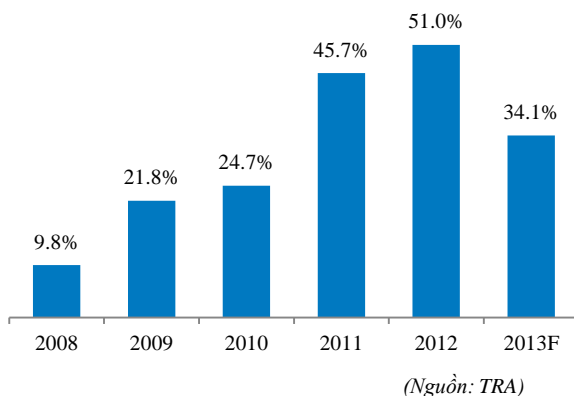
3. Phân tích tài chính:

Tỷ lệ nợ vay sẽ giảm mạnh trong năm 2013. Do các năm gần đây TRA không tăng vốn chủ sở hữu mà chỉ sử dụng vốn vay ngắn hạn để bổ sung cho vốn lưu động nên cơ cấu nguồn vốn tăng dần theo hướng tăng tỷ lệ nợ vay, tỷ lệ nợ/VCSH cũng tăng theo. Tuy nhiên, sau đợt tăng vốn trong Q2/2013 thì dự báo tỷ lệ Nợ/VCSH sẽ giảm mạnh trong năm 2013, chỉ còn khoảng 34,1% so với mức 51% năm 2012.

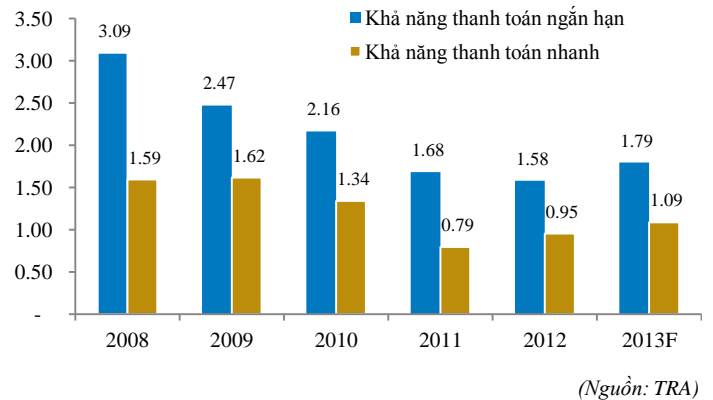
Khả năng thanh toán có xu hướng giảm dần và sẽ được cải thiện đáng kể trong năm 2013.

Các chỉ số thể hiện khả năng thanh toán của TRA có xu hướng giảm dần từ năm 2008 đến nay. Các chỉ số này đã giảm nhanh trong năm 2011 và 2012. Nguyên nhân là do tốc độ tăng trưởng doanh thu của TRA trong giai đoạn này là rất cao, tuy nhiên TRA không bổ sung thêm vốn chủ sở hữu mà chỉ sử dụng vay ngắn hạn và tối ưu hóa dòng vốn lưu động để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Tuy nhiên, chỉ số khả năng thanh toán ngắn hạn và khả năng thanh toán nhanh trong năm 2012 lần lượt là 1,68x và 0,79x là vẫn khá an toàn. Đồng thời, với việc phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ thành công trong Q2/2013, vốn điều lệ TRA đã tăng lên gấp 2 lần so với năm 2012. Do đó, khả năng thanh toán của TRA đã được cải thiện đáng kể. Dự báo hệ số khả năng thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh của TRA năm 2013 lần lượt là 1,79x và 1,09x.

Tỷ lệ nợ/VCSH của DRC



Khả năng thanh toán của TRA



4. Dự án:

Nhà máy sản xuất dược Việt Nam:

- ◆ Địa điểm: xã Tân Quang, huyện Văn Lâm, tỉnh Hưng Yên.
- ◆ Tổng vốn đầu tư: 300 tỷ đồng
- ◆ Quy mô: công suất 15 triệu đơn vị sản phẩm/năm
- ◆ Thời gian hoàn thành: 3 năm (2013-2015)
- ◆ Tiến độ: đã tiến hành đền bù giải phóng mặt bằng xong.

Nhận xét: Công suất hiện tại của TRA tạm thời vẫn chưa khai thác hết nên nhiều khả năng dự án sẽ được triển khai chậm hơn so với dự kiến ban đầu.

5. Phân tích SWOT:

Điểm mạnh:

- ◆ Sở hữu thương hiệu hàng đầu về Đông dược với mức độ nhận biết cao.
- ◆ Cơ sở hạ tầng, trang thiết bị hiện đại với 2 nhà máy đạt tiêu chuẩn GMP-WHO.
- ◆ Hoạt động R&D mạnh chính là lợi thế cạnh tranh lớn nhất của TRA. Hàng năm doanh thu từ sản phẩm mới đều chiếm khoảng 7% tổng doanh thu.
- ◆ Hệ thống phân phối đứng thứ 2 so với các công ty dược niêm yết, rộng khắp toàn quốc.
- ◆ Sử dụng 80% nguyên liệu đầu vào là các nguyên liệu trong nước.

Điểm yếu:

- ◆ Nguyên liệu công ty tự trồng chỉ chiếm khoảng 30% nguyên liệu cho các sản phẩm Đông dược, mặt khác hầu hết các nguyên liệu sản xuất Tân dược phải nhập khẩu.

Cơ hội:

- ◆ Ngành Dược còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, tỷ lệ tiêu dùng Đông dược được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới nhờ quan niệm về độ an toàn, ít tác dụng phụ, và thói quen tiêu dùng các loại thuốc không kê đơn tăng.
- ◆ Tham gia vào thị trường xuất khẩu. Hiện tỷ lệ doanh thu xuất khẩu của TRA chiếm chưa đến 1%. Công ty đang tích cực thúc đẩy xuất khẩu sang các nước ASEAN (Lào, Myanmar, Campuchia) và Đông Âu (Ukraina).

Thách thức:

- ◆ Thị trường Đông dược ngày càng cạnh tranh gay gắt. Các sản phẩm tiêu biểu của công ty luôn phải đối mặt với tình trạng hàng giả, hàng nhái.
- ◆ Giá bán chịu sự kiểm soát nghiêm ngặt từ các cơ quan quản lý nhà nước, tốc độ tăng giá bán không theo kịp chi phí đầu vào.

6. Triển vọng & Dự báo:

6.1. Triển vọng 2013:

TRA đặt ra kế hoạch doanh thu hợp nhất 1.800 tỷ đồng, LNST hợp nhất của cổ đông công ty mẹ là 147 tỷ đồng trong năm 2013. Chúng tôi dự báo doanh thu hợp nhất đạt 1.784 tỷ đồng (+27,4% yoy) và LNST hợp nhất của cổ đông công ty mẹ là 155 tỷ đồng (+33% yoy). EPS 2013 (sau khi điều chỉnh pha loãng do tăng vốn) đạt 8.375 đồng/cổ phiếu, với mức giá hiện tại ngày 4/7/13 là 86.000 đồng/cổ phiếu thì P/E dự phóng là 10,2x, khá hợp lý đối với một doanh nghiệp được đầu ngành như TRA.

Chúng tôi dự báo doanh thu trong năm tăng tốt nhờ một số yếu tố sau:

- ◆ Doanh thu từ 6 sản phẩm mới dự kiến đưa ra thị trường trong năm 2013 ước khoảng 80,1 tỷ
- ◆ Doanh thu từ các sản phẩm Đông dược cũ tăng khoảng 17% yoy, trong đó sản lượng tăng trưởng khoảng 12% (tương đương với tốc độ tăng sản lượng ước tính của các sản phẩm Đông dược chủ lực của TRA trong năm 2012), và giá bán tăng nhẹ 4,74%.
- ◆ Doanh thu từ hàng khai thác trong đó bao gồm các sản phẩm phân phối độc quyền tăng khoảng 31% yoy nhờ đẩy mạnh khai thác một số mặt hàng phân phối độc quyền .
- ◆ Dự báo doanh thu 2013 của chúng tôi không bao gồm doanh thu của các công ty con mới có thể sẽ được sáp nhập trong năm 2013. Trong tháng 6/2013, hội đồng quản trị đã thông qua quyết định mua cổ phần của CTCP Dược & Vật tư y tế Thái Nguyên. Tuy nhiên, tỷ lệ nắm giữ dự kiến là 49% nên doanh thu từ công ty này không hợp nhất vào TRA. Các thương vụ M&A khác hiện chưa có thông tin cụ thể.

Chi phí lãi vay giảm theo xu hướng giảm của lãi suất. Trong Q2/13 vừa rồi công ty đã tăng vốn thành công và thu về 123,37 tỷ đồng tiền mặt tuy nhiên hầu hết các khoản này được dùng để đầu tư cho nhà máy Hoàng Liệt (12,2 tỷ đồng) và nhà máy mới (72 tỷ đồng). Dự báo trong năm nay TRA vẫn duy trì các khoản vay ngắn hạn như cuối năm 2012, tuy nhiên, nhờ lãi suất giảm nên chi phí lãi vay của TRA dự báo giảm từ 34,6 tỷ đồng (2012) còn 27,6 tỷ đồng (2013).

Tỷ lệ CPBH/DTT dự kiến tăng từ 18,99% (2012) lên 19,59% (2013) do công ty tiếp tục mở rộng kênh phân phối ở Tây Nguyên và Miền Nam. Tuy nhiên với tốc độ tăng chi phí quản lý khoảng 10% trong năm 2013, thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng doanh thu (27,4% yoy) thì tỷ lệ CPQL/DTT dự kiến giảm từ 7,9% (2012) xuống còn 7,1% (2013).

6.2. Triển vọng trong dài hạn:

a. Động lực tăng trưởng:

- ◆ **Hoạt động M&A:** TRA có chủ trương sáp nhập với các doanh nghiệp dược vừa và nhỏ tại các tỉnh thành trong cả nước nhằm:
 - Mở rộng kênh phân phối nhanh chóng bằng cách tận dụng hệ thống phân phối sẵn có của các doanh nghiệp địa phương. Các doanh nghiệp này thường có mạng lưới phân phối khá sâu rộng và mối quan hệ khá tốt với các cơ sở y tế tại địa phương doanh nghiệp đang hoạt động. Qua đó TRA sẽ đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm TRA sản xuất hay độc quyền phân phối qua các công ty đã sáp nhập.
 - Hợp nhất doanh thu từ các công ty con.

- ◆ *Hoạt động R&D:* Mỗi năm TRA nghiên cứu trên 20 sản phẩm mới. Doanh thu từ các sản phẩm mới của TRA tăng đáng kể qua các năm và chiếm tỷ trọng tương đối khá trong tổng doanh thu. Cụ thể như sau:

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Sản phẩm mới đã nghiên cứu (sản phẩm)	20	20	20	20	20	20	20	20
Sản phẩm mới được triển khai (sản phẩm)	5	5	6	6	6	6	6	6
Doanh thu sản phẩm mới trong năm đầu tiên (tỷ đồng)	38,0	67,0	76,5	80,1	83,8	87,5	91,3	95,3
% tổng doanh thu	4,4%	6,3%	5,5%	4,5%	3,7%	3,2%	2,8%	2,5%
Tổng doanh thu sản phẩm mới từ năm 2012 (tỷ đồng)			76,5	177,7	307,1	467,2	660,2	892,2
% tổng doanh thu			5,5%	10,0%	13,7%	17,2%	20,2%	23,0%

Có thể thấy hoạt động R&D thực sự là một thế mạnh của TRA, với các sản phẩm mới liên tục được triển khai và đóng góp đều đặn vào doanh thu của TRA hàng năm thì doanh thu từ các sản phẩm mới sẽ đóng góp rất đáng kể vào doanh thu của TRA trong các năm tới.

- ◆ *Hàng khai thác:* trong các năm tới TRA sẽ tiếp tục đẩy mạnh phân phối các sản phẩm độc quyền với biên lợi nhuận gộp cao nhằm tận dụng hệ thống phân phối liên tục được mở rộng thông qua M&A. Do đó hàng khai thác sẽ chiếm tỷ trọng ngày càng tăng trong cơ cấu doanh thu của TRA trong thời gian tới. Chúng tôi dự báo doanh thu hoạt động này sẽ tăng trưởng trung bình 19% (CAGR) trong giai đoạn 2013-2015.

b. Giá bán:

Giá bán đầu ra của Traphaco được ước tính dựa trên tốc độ trượt giá đối với sản phẩm thuốc và dịch vụ y tế. Chúng tôi nhận thấy chỉ số CPI dược phẩm y tế và chỉ số CPI tổng có mối liên hệ tương đối chặt chẽ trong một vài năm gần đây. Dựa trên các dự báo của BMI về lạm phát của Việt Nam trong những năm tới, chúng tôi ước tính mức tăng giá bán của Traphaco CNC bằng mô hình hồi quy như trong bảng dưới đây:

	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
CPI tổng (theo dự báo của BMI)	6,50%	5,80%	5,20%	5,00%	5,00%
CPI dược phẩm, y tế	4,74%	4,56%	4,41%	4,36%	4,36%

c. Dự báo doanh thu và lợi nhuận:

Với những cơ sở dự báo như trên chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của TRA các năm tới như sau:

(tỷ đồng)	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	1.063	1.401	1.784	2.241	2.720	3.266	3.887
Tăng trưởng	23,6%	31,8%	27,4%	25,6%	21,4%	20,0%	19,0%
LNST	89	116	155	196	251	302	357
Tăng trưởng	33,9%	31,2%	33,2%	26,4%	28,3%	20,3%	18,0%

Biên lợi nhuận gộp: Đặc thù của ngành Dược có hoạt động kinh doanh ít biến động nên tỷ suất lợi nhuận gộp được duy trì ở mức tương đối ổn định. Tuy nhiên, với chi phí nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn so với giá bán thì dự báo biên lợi nhuận gộp của TRA có xu hướng giảm dần qua các năm.

6. Định giá:

Mô hình định giá DCF của chúng tôi có kết quả định giá FCFF là 97.777 đồng/cp, FCFE là 91.984 đồng/cp. Chúng tôi sử dụng WACC ngắn hạn ở mức 14,87% cho giai đoạn 2013-2017. Trong dài hạn suất chiết khấu được áp dụng là 7,47%. Thuế thu nhập doanh nghiệp trong mô hình định giá cho năm 2013 là 25%, năm 2014 và 2015 là 22% và năm 2016 trở đi là 20%.

Kết hợp với phương pháp định giá PE chúng tôi thu được giá mục tiêu của TRA là 89.300 đồng/cp với tỷ lệ như sau:

Phương pháp	Giá/cổ phiếu	Tỷ trọng
FCFF	98.777	25%
FCFE	91.984	25%
P/E	83.228	50%
Giá mục tiêu	89.304	
Giá hiện tại	86.000	
Chênh lệch	3,8%	

7. Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu TRA. TRA là cổ phiếu có tiềm năng tăng trưởng cao, sở hữu nhiều thế mạnh của một doanh nghiệp dược dẫn đầu như kênh phân phối rộng khắp, thương hiệu mạnh, hoạt động R&D nổi trội. Những yếu tố này đảm bảo mức tăng trưởng vượt trội của TRA so với các doanh nghiệp cùng ngành trong thời gian tới. Tiềm năng của TRA đã được thị trường phản ánh, thể hiện qua mức định giá khá cao của TRA hiện tại, với P/E trailing là 12,6x, trong khi P/E trung bình của ngành Dược là 8,2x. Mô hình định giá của chúng tôi cho ra giá mục tiêu của TRA là 89.300 đồng/cp cao hơn giá hiện tại 3,8%. Chúng tôi cho rằng TRA đang được giao dịch với mức giá tương xứng với tiềm năng tăng trưởng của công ty.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo lần đầu	7/2013	89.300	Neutral

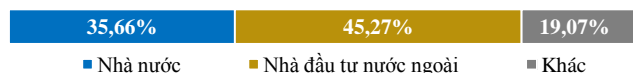
BÁO CÁO KẾT QUẢ HKKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	859.762	1.062.793	1.400.704
Lợi nhuận gộp	263.693	399.127	578.858
EBITDA	109.273	156.623	228.624
Khấu hao	(8.003)	(10.640)	(20.103)
EBIT	101.270	145.983	208.521
Lợi nhuận trước thuế	91.421	124.240	173.864
Chi phí thuế	2.546	33.542	5.178
Cổ đông thiểu số	-	2.011	11.797
Lợi nhuận ròng	66.248	88.688	116.354
EPS	5.369	7.187	9.429

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	29.068	43.241	104.329
Khoản phải thu	267.132	238.827	30.661
Hàng tồn kho	186.291	328.156	284.668
Khác	5.754	11.732	21.263
Tài sản ngắn hạn	489.065	62.267	717.994
Tài sản cố định	85.891	185.173	218.898
Đầu tư dài hạn	225	-	1.821
Khác	469	1.856	1.509
Tổng tài sản	578.868	838.444	968.484
Nợ phải trả	22.973	403.406	456.375
Vay ngắn hạn	86.077	154.379	229.456
Khoản phải trả	108.753	144.151	150.912
Khác	25.999	69.371	70.598
Nợ ngắn hạn	22.607	370.826	455.135
Nợ dài hạn	-	2.859	740
Nợ khác	366	399	500
Tổng nợ	22.973	403.406	456.375
Nguồn vốn chủ sở hữu	349.138	400.085	451.373
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	34.952	60.735

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ	Tính đến ngày
SCIC	4.400.748	35,66%	31/03/2013
Vietnam Azaela Fund Limited	3.083.746	24,99%	31/03/2013

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	54.941	(28.047)	(44.142)
Dòng tiền từ HĐKD	27.060	78.237	108.755
Tiền chi mua sắm, xây dựng	(32.402)	(21.038)	(50.884)
Dòng tiền tự do	59.462	99.274	159.638
Thay đổi trong VCSH	0	0	0
Thay đổi trong nợ	28.436	30.210	47.228
Cổ tức phải trả	(217)	(24.540)	(48.973)
Dòng tiền ròng	23.634	14.172	61.089
Tiền mặt đầu kỳ	5.434	29.068	43.241
Tiền mặt cuối kỳ	29.068	43.241	104.329

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	12,7%	14,7%	16,3%
Biên lợi nhuận hoạt động	10,6%	11,8%	1,2%
Biên lợi nhuận ròng	7,7%	8,3%	8,3%
ROAA	13,5%	12,5%	12,9%
ROEA	21,8%	23,7%	27,3%
Tăng trưởng doanh thu	15,1%	23,6%	31,8%
Tăng trưởng LNST	31,4%	35,9%	39,9%
Tăng trưởng doanh thu /cp	-4,9%	23,6%	31,8%
Tăng trưởng EPS	7,3%	33,9%	31,2%
Tăng trưởng tổng tài sản	42,5%	44,8%	15,5%
Tỷ số thanh toán lãi vay	8,28	4,71	4,02
Nợ trên tổng tài sản	0,04	0,48	0,47
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0,07	1,01	1,01
Doanh thu/tài sản	1,49	1,27	1,45
Capex/Doanh thu	(0,04)	(0,02)	(0,04)
EPS cơ bản (VND)	5.369	7.187	9.429
EBITDA mỗi cp (VND)	5.962	7.444	9.652
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	18	1.989	3.969
Giá trị sổ sách (VND)	28.294	32.422	36.579

CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999