

<b>Hoàng Hiếu Tri</b> Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá hiện tại	<b>81.000</b>	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	<b>102.000</b>	<b>Bán</b>	<b>Giảm</b>	Theo dõi	<b>Thêm</b>	<b>Mua</b>
	Tỷ suất sinh lời	<b>+25,9%</b>					
	Suất cổ tức	<b>3,7%</b>					
			<b>MUA</b>				

## Suất sinh lời giữa TRA và VNINDEX



## TIÊU ĐIỂM

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá đối với cổ phiếu của CTCP Traphaco (TRA – HOSE) cũng như cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2015 và triển vọng kinh doanh năm 2015 của doanh nghiệp.

Chúng tôi vẫn giữ quan điểm như trong **Báo cáo định giá lần đầu** về việc năm 2014 là năm tái cấu trúc toàn diện của Traphaco để chuyển từ giai đoạn tăng trưởng nóng sang giai đoạn tăng trưởng bền vững. Kết quả đạt được năm 2014 cũng cho thấy quyết định “hi sinh tăng trưởng” trong 1 năm của ban lãnh đạo TRA là hợp lý khi doanh thu và lợi nhuận đã bắt đầu tăng mạnh trở lại từ Q4/2014.

Về triển vọng dài hạn, chúng tôi vẫn đánh giá rất cao mô hình kinh doanh và chiến lược phát triển bền vững của TRA. Trên quan điểm thận trọng, sau khi đã cập nhật dòng tiền đầu tư vào dự án nhà máy mới tại Văn Lâm (Hưng Yên), chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu TRA sẽ đạt **102.000 đ/cp** vào cuối năm 2015 theo phương pháp định giá FCFF, cao hơn 26% so với thị giá hiện tại, do đó, chúng tôi tiếp tục giữ mức khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TRA trong trung và dài hạn. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý về thanh khoản khá thấp của cổ phiếu này khi chỉ giao dịch bình quân 2.581 cổ phiếu/phiên trong 3 tháng gần nhất.

- Doanh thu thuần Q1/2015 đạt 461 tỷ đồng (+58% yoy), hoàn thành 24,8% kế hoạch 1.860 tỷ cả năm. LNST của cổ đông công ty mẹ Q1/2015 đạt 39,6 tỷ đồng (+107% yoy), hoàn thành 21% kế hoạch 190 tỷ cả năm. Với kết quả tính cực như trên, chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm 2015 của TRA sẽ đạt 1.895 tỷ đồng, LNST của cổ đông công ty mẹ ước đạt 187 tỷ đồng, lần lượt hoàn thành 102% và 98% kế hoạch năm. **EPS 2015 ước đạt 7.569 đồng/cp.**

- Năm 2014 là năm thay đổi sâu rộng toàn bộ chiến lược hoạt động của TRA, khi doanh nghiệp chấp nhận tăng trưởng âm trong 1 năm để chuyển từ giai đoạn tăng trưởng nóng sang giai đoạn tăng trưởng bền vững thông qua nhóm chiến lược sau:

- ✓ **Tái cấu trúc nhóm khách hàng chủ lực, chuyển từ các đầu mối sỉ sang các nhà bán lẻ nhằm tăng độ phủ trên thị trường.** Trước khi áp dụng chính sách mới, TRA có khoảng 10.000 khách hàng vào cuối năm 2013. Tuy nhiên, lượng khách hàng này giảm mạnh về mức 6.700 đầu năm 2014 sau khi áp dụng chính sách mới nhưng đã tăng lên mức 10.000 vào giữa năm và 16.000 khách hàng là nhà thuốc vào cuối năm. Đến hết Q1/2015, số lượng khách hàng là nhà thuốc của TRA đã tăng lên 18.000 và kỳ vọng sẽ duy trì ổn định ở mức này.

Thông tin giao dịch		19/05/2015
Thị giá		81.000
Giá cao nhất 52 tuần		86.000
Giá thấp nhất 52 tuần		71.000
Số lượng CP niêm yết (CP)		24.676.433
Số lượng CP lưu hành (CP)		24.831.821
% sở hữu nước ngoài		49%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		248
Vốn hóa (tỷ đồng)		2.011
Tổng quan doanh nghiệp		
Tên	CTCP TRAPHACO	
Địa chỉ	Số 75, phố Yên Ninh, Q. Ba Đình, Hà Nội	
Doanh thu chính	Kinh doanh tân dược, đồng dược, thực phẩm chức năng, phân phối hàng hóa	
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu đầu vào, chi phí quảng cáo, marketing	
Lợi thế cạnh tranh	Chủ động 90% nguồn nguyên liệu đồng dược, mạng lưới phân phối	
Rủi ro chính	Rủi ro về chính sách quản lý, áp lực cạnh tranh của thị trường	
Danh sách cổ đông		Tỷ lệ (%)
SCIC		35,67%
Vietnam Azalea Fund Limited		24,99%
Vietnam Holding Limited		8,92%

Cổ đông nội bộ	11,27%
Cổ đông nước ngoài khác	15,09%
Cổ đông trong nước khác	4,06%

**Các đối thủ cạnh tranh chính**

Cty TNHH Dược phẩm Nhất Nhất
CTCP Nam Dược
CTCP Dược phẩm Hoa Thiên Phú
CTCP Dược phẩm Hậu Giang
CTCP Dược phẩm OPC
CTCP Dược phẩm ECO Pharma

- ✓ **Thay đổi chính sách chiết khấu bán hàng, đồng nhất giá bán trên toàn hệ thống, chấm dứt sự nhiễu loạn về giá trên thị trường do tác động của các nhà phân phối.**

Thống kê của chúng tôi cho thấy từ khi áp dụng chính sách bán hàng mới vào đầu năm 2014, doanh thu và lợi nhuận Q1/2014 lần lượt sụt giảm mạnh **33%** và **44%** so với cùng kỳ năm 2013, đây là hệ quả tất yếu của bước chuyển đổi. Tuy nhiên, doanh thu và lợi nhuận các quý tiếp theo trong năm 2014 lần lượt có sự hồi phục đáng kể, trong đó: **1)** Doanh thu Q2, Q3, Q4/2014 lần lượt tăng **4%**, **(-3%)**, **27%** so cùng kỳ năm 2013. **2)** LNST quý 2, 3, 4/2014 lần lượt tăng **(-3%)**, **(-1%)** và **45%** so cùng kỳ.

Bước sang năm 2015, tiếp nối đà hồi phục và tăng trưởng ấn tượng, doanh thu hợp nhất Q1/2015 tăng **+58%** so cùng kỳ năm 2014. Trong đó, doanh thu hàng tự sản xuất (bao gồm cả hàng đông dược và tây dược tăng 81% so với cùng kỳ năm 2014). LNST Q1/2015 cũng tăng **+107%** so với cùng kỳ năm 2014. Tuy nhiên, nếu so với năm 2013, trước khi TRA tiến hành tái cấu trúc toàn diện hoạt động, doanh thu Q1/2015 chỉ tăng 6% và LNST Q1/2015 chỉ tăng 1,5% so với cùng kỳ năm 2013. Kết quả giữa năm 2013 và 2015 về giá trị tuyệt đối không có biến chuyển đáng kể, tuy nhiên, về mặt bản chất lại có sự thay đổi lớn khi TRA đã hoàn toàn kiểm soát trực tiếp được mạng lưới khách hàng bán lẻ, tạo tiền đề cho giai đoạn phát triển bền vững trong các năm sắp tới.

Trên quan điểm thận trọng, với sự chuẩn bị kỹ lưỡng về đội ngũ bán hàng, chính sách bán hàng, marketing mới, chúng tôi tin rằng doanh thu và lợi nhuận của TRA sẽ tăng trưởng ấn tượng trong năm 2015, và nhiều khả năng sẽ vượt mức kế hoạch mà ban lãnh đạo TRA đã đặt ra. Cụ thể, chúng tôi ước tính doanh thu thuần 2015 kỳ vọng đạt 1.895 tỷ đồng (+14,8% so với năm 2014), LNST 2015 kỳ vọng đạt 202 tỷ đồng (+39% so với năm 2014), lần lượt hoàn thành 102% và 106% kế hoạch năm.

- Về việc cổ đông lớn Mekong Capital (nắm 25% vốn cổ phần) yêu cầu ban lãnh đạo TRA đặt kế hoạch tăng trưởng lợi nhuận năm 2015 lên đến 44% – 45% so với năm 2014, chúng tôi cho rằng tính khả thi của đề xuất này là không cao.

→ Chúng tôi cho rằng quỹ Mekong Capital đang chịu áp lực thoái vốn khá lớn khỏi Traphaco trong năm 2015 – 2016 (họ sẽ đóng quỹ trong năm 2016, được gia hạn đến năm 2017), do đó, việc đề xuất Traphaco tăng trưởng mạnh về doanh thu (nhưng không bền vững) nhiều khả năng nhằm hỗ trợ việc thoái vốn của họ. Phản hồi đề xuất này của Mekong Capital, ông Trần Túc Mã, CEO của Traphaco cho rằng kế hoạch tăng đến 30% lợi nhuận đã là khá tham vọng trong bối cảnh thị trường OTC đang cạnh tranh khốc liệt.

Đáng chú ý, ban lãnh đạo TRA đề xuất phương án tăng mức dự toán cho dự án xây dựng nhà máy mới tại Văn Lâm – Hưng Yên từ 300 tỷ đồng lên 420 tỷ đồng (+40%) và đã được ĐHCĐ thông qua (xem chi tiết về kế hoạch dự toán). Mức dự toán tăng thêm 120 tỷ, bao gồm:

- ✓ 24 tỷ đồng tăng thêm do đền bù giải phóng mặt bằng ở khu Văn Lâm – Hưng Yên.

**Phối cảnh dự án nhà máy EU, WHO – GMP của TRA tại Văn Lâm – Hưng Yên**


**Bà Trần Tuệ Tri**

**Sơ yếu lý lịch**

**Trình độ chuyên môn:** Cử nhân Đại học Kinh tế Tp.HCM, thạc sĩ quản trị kinh doanh, chuyên ngành Marketing tại Đại học Chicago – trường kinh doanh Booth.

**Quá trình công tác:**

**Từ năm 7/1996 – 1999:** Làm việc tại P&G Việt Nam, ngành Feminine Care.

**Từ 12/1999 – 6/2001:** Làm việc tại P&G Philippines, ngành Laundry.

**Từ 6/2001 – 6/2006:** Làm việc tại P&G Singapore, phụ trách ngành hàng Fabric & Home Care

**Từ 2006 – 3/2009:** Làm việc tại P&G Thái Lan, phụ trách ngành Beauty Care khu vực Đông Nam Á

**Từ 3/2009 – 9/2009:** Giám đốc điều hành Masan Consumer

**Từ 01/2010 – 12/2010:** Giám đốc công ty Tri Long

**Từ 01/2011 – 11/2012:** Giám đốc Marketing Samsung Việt Nam

**Từ 01/2012 – nay:** Phó Tổng Giám Đốc ngành hàng Chăm Sóc Cá Nhân Unilever Việt Nam

**Từ 09/2014 – nay:** Cố vấn cao cấp của Cty TNHH Tư vấn Mekong Capital.

- ✓ Đầu tư dây chuyền thuốc nhỏ mắt chuẩn châu Âu (PIC/S) làm tăng dự toán ban đầu thêm 56 tỷ đồng.
- ✓ Chi phí chuẩn bị và dự phòng thêm 25 tỷ.
- ✓ Chi phí phát sinh do sử dụng vật liệu xây dựng mới (theo chuẩn châu Âu): 15 tỷ.

→ Với tiến độ hiện tại, chúng tôi cho rằng dự án này chỉ có thể bắt đầu đóng góp vào doanh thu của TRA từ năm 2018 trở đi. Ngoài ra, việc đầu tư xây dựng một dây chuyền thuốc nhỏ mắt chuẩn PIC/S cũng là một thách thức không nhỏ cho TRA khi tiêu chuẩn này phức tạp và yêu cầu khắt khe hơn rất nhiều lần so với chuẩn WHO-GMP đang khá phổ biến tại Việt Nam. Kế hoạch trên chỉ mới dừng lại ở mức ý tưởng, do đó, sự phức tạp và khó khăn trong quá trình triển khai sẽ là thách thức lớn với TRA.

- ĐHCĐ TRA 2015 thống nhất bầu bổ nhiệm bà Trần Tuệ Tri, thành viên HĐQT độc lập, thay cho ông Phan Quốc Công. Cả 2 nhân sự này đều do cổ đông lớn Mekong Capital giới thiệu.

→ Việc bầu bổ nhiệm bà Trần Tuệ Tri (từng là giám đốc Marketing Samsung Việt Nam và đang là phó chủ tịch của Unilever Asia & VietNam) theo đề xuất của cổ đông lớn Mekong Capital về mặt chủ trương nhằm giúp TRA tăng cường tính chuyên nghiệp và hiệu quả của hoạt động marketing, quảng bá thương hiệu. Tuy nhiên, việc bà Trần Tuệ Tri không có mặt tại buổi ĐHCĐ để ra mắt các cổ đông và ban lãnh đạo do bận công tác cũng tạo nên ấn tượng không tốt cho cả đại hội.

Ngoài ra, vào năm 2014, ông Phan Quốc Công, thành viên sáng lập CTCP ICP – đơn vị nổi tiếng với dòng sản phẩm Xmen, cũng chưa đóng góp được gì cho hoạt động của TRA do bận công việc cá nhân. Do đó, chúng tôi cho rằng **việc bà Tuệ Tri có đóng góp được gì cho TRA hay không vẫn cần thêm thời gian để chứng minh.**

**Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2015 – 2018**

Chỉ tiêu	Đơn vị	2014	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	1.651	1.895	2.173	2.489	2.835
LN gộp	Tỷ đồng	714	868	1.024	1.185	1.347
LNST	Tỷ đồng	146	187	209	214	202
EPS	Đồng	5.909	7.569	8.473	8.662	8.187
Tăng trưởng DT	%	-2%	15%	15%	15%	14%
Tăng trưởng LNST	%	-1%	22%	18%	16%	14%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	43%	46%	47%	48%	48%
ROE	%	18%	22%	21%	18%	15%
ROA	%	13%	16%	16%	14%	12%
P/E	Lần	13,7	10,7	9,6	9,4	9,9
P/B	Lần	2,8	2,3	1,9	1,6	1,4

**ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF VÀ P/E**
**ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP FCFF**

Giá định DCF	Giá trị	Tổng hợp định giá	đv: tỷ đồng
WACC 2015	13,9%	Thời gian dự phóng	4 năm
Thuế suất năm 2015 (*)	22%	Tổng hiện giá dòng tiền	2.292
Chi phí vốn CSH	14,4%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	294
Lãi suất phi rủi ro	5,6%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	34
Phần bù rủi ro	5,0%	Giá trị vốn cổ phần	2.620
Rủi ro quốc gia	4,34%	Lợi ích cổ đông thiểu số	266
Hệ số Beta (**)	0,89	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	2.285
Tăng trưởng bình quân	11,2%	Cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	25
Tăng trưởng bền vững	3,0%	<b>Giá trị chiết khấu về cuối 2014</b>	<b>92.620</b>
		Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần	<b>13,9%</b>
		Suất cổ tức ước tính	<b>3,0%</b>
		Giá kỳ vọng cuối năm 2015.	<b>102.468</b>

(\*) Thuế suất 22% cho 2 năm 2014 và 2015, 20% từ 2016 trở đi  
(\*\*) Beta bình quân theo các doanh nghiệp dược phẩm trong nước

Kỳ hạn	Thị giá ngày 19/05/2015	Giá mục tiêu cũ (15/09/2015)	Giá mục tiêu mới (31/12/2015)
Giá mục tiêu	<b>81.000</b>	<b>101.000</b>	<b>102.000</b>
Suất sinh lời		24,7%	25,9%

**ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGẮN HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH**

Mã Bloomberg	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	Thị giá ngày 19/5/2015	P/E	Doanh thu 12 tháng	Tăng trưởng DT 3 năm	ROE 2014	Giá trị sổ sách
DHG VN Equity	DHG PHARMACEUTICAL JSC	6.231,5	71.500	11,8	3.854	16,2%	25,0%	26.124
TRA VN Equity	TRAPHACO JSC	1.998,5	81.000	12,0	1.821	16,7%	19,8%	31.966
IMP VN Equity	IMEXPHARM PHARMACEUTICAL JSC	1.212,7	41.900	11,2	940	4,9%	11,3%	30.277
DMC VN Equity	DOMESCO MEDICAL IMPORT EXPOR	1.095,3	41.000	8,4	1.371	9,6%	19,6%	27.021
OPC VN Equity	OPC PHARMACEUTICAL JSC	713,5	37.000	10,2	630	14,5%	17,5%	20.211
PMC VN Equity	PHARMEDIC PHARMACEUTICAL MED	438,6	47.000	7,2	368	11,5%	36,6%	19.501
SPM VN Equity	SPM CORP	334,6	24.300	7,1	593	20,8%	5,3%	50.404
DCL VN Equity	CUU LONG PHARMACEUTICAL JSC	329,1	33.200	7,7	722	6,8%	11,4%	28.241
LDP VN Equity	LAM DONG PHARMACEUTICAL JSC	212,5	62.500	11,5	477	11,3%	22,7%	24.973
DHT VN Equity	HATAY PHARMACEUTICAL JSC	204,1	33.900	7,3	821	9,2%	18,7%	22.218
DBT VN Equity	BEN TRE PHARMACEUTICAL JSC	134,4	19.200	9,1	525	-1,3%	12,7%	13.254
<b>Bình quân theo doanh thu</b>				<b>10,3</b>		<b>12,7%</b>	<b>19,7%</b>	
<b>Bình quân theo doanh thu (đã loại trừ TRA)</b>				<b>10,0</b>		<b>12,0%</b>	<b>19,7%</b>	
EPS 2015 (F)		7.569 đồng/cp						
P/E		8,0	9,0	10,0	11,0	12,0		
Giá cổ phiếu TRA		60.357	67.925	75.494	83.063	90.631		

Mức P/E bình quân của các doanh nghiệp dược phẩm tại Việt Nam là 10,3, giảm 17,6% so với mức bình quân 12,5 trong báo cáo trước do ảnh hưởng từ việc giá cổ phiếu DHG liên tục giảm. Ứng với mức P/E bình quân này, giá hợp lý của cổ phiếu TRA theo phương pháp so sánh là 75.000 đ/cp.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu TRA xứng đáng với mức P/E cao hơn sau khi đã trải qua quá trình tái cấu trúc mạnh mẽ và bắt đầu tăng trưởng mạnh trở lại.

**CÁC THAY ĐỔI LỚN TRONG MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ**

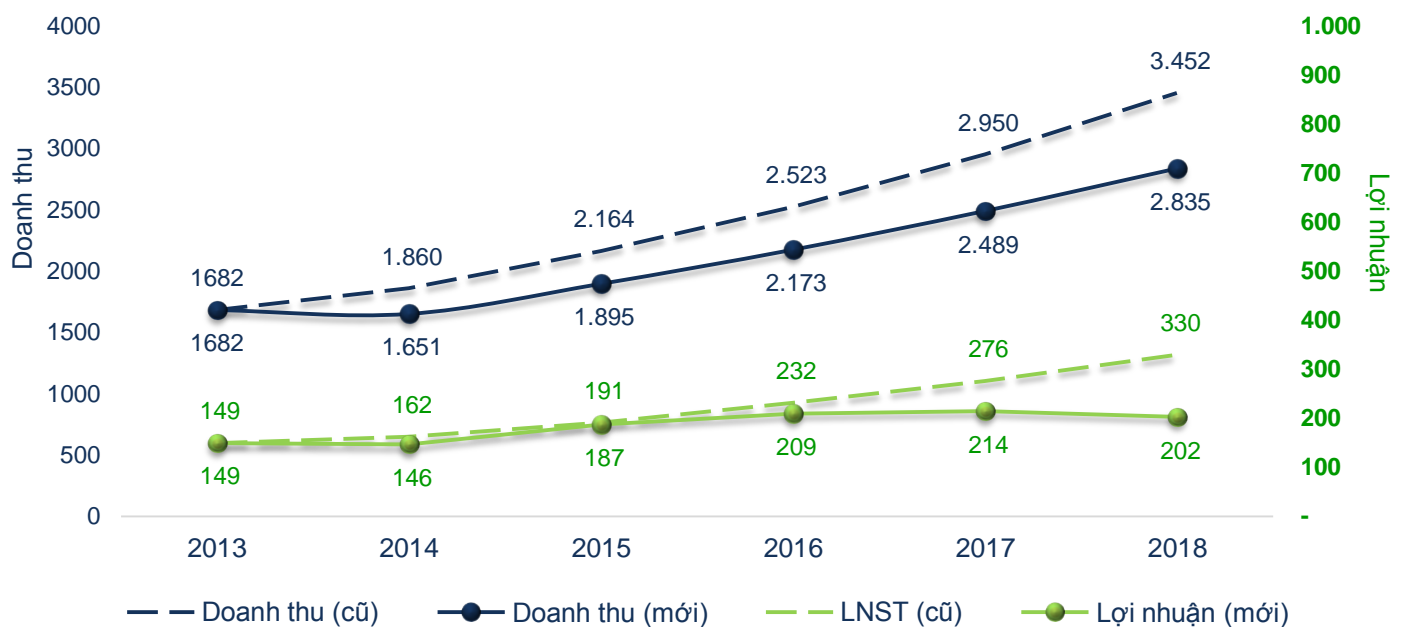
Chỉ tiêu	Báo cáo trước	Cập nhật	Diễn giải
<b>Các chỉ tiêu trên báo cáo kết quả HĐSXKD</b>			
Chi phí bán hàng	22% doanh thu thuần, ổn định qua các năm	20% doanh thu thuần năm 2015, tăng thêm 2% mỗi năm	Tỷ lệ giảm từ 22% xuống 20% theo cập nhật số liệu mới nhất của TRA. Ngoài ra, việc tăng thêm 2% mỗi năm là do áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt, tỷ lệ các chi phí cho marketing, chiết khấu thương mại buộc phải gia tăng nhằm duy trì và gia tăng thị phần
Chi phí QLDN	8,1% doanh thu thuần	7,8% doanh thu thuần	Cập nhật theo số liệu mới nhất năm 2014.
<b>Các chỉ tiêu trong mô hình định giá</b>			
Chi phí đầu tư xây dựng tài sản cố định	Được neo theo doanh thu hàng năm với tỷ lệ hợp lý	Được phản ánh cụ thể theo kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy mới	Phản ánh chính xác dòng tiền chi đầu tư của doanh nghiệp và dòng tiền khấu hao hàng năm.
Thời điểm chiết khấu dòng tiền	Cuối năm 2014	Cuối năm 2015	Cập nhật giá cuối năm 2015
Hiệu chỉnh các dữ liệu dự phóng	Số liệu tổng hợp từ doanh nghiệp trong năm 2013	Số liệu tổng hợp từ doanh nghiệp trong năm 2014	Cập nhật tốc độ tăng trưởng thực tế theo các nhóm sản phẩm của Traphaco.
Lãi suất phi rủi ro	6,4%	5,6%	Cập nhật theo lãi suất trúng thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm
Tăng trưởng bền vững	4,3%	3%	Cập nhật lại ở mức thận trọng hơn theo số liệu của NutriCab

**CẬP NHẬT DỰ PHÓNG TÀI CHÍNH CHO GIAI ĐOẠN 2015 – 2018**

Chúng tôi tiến hành cập nhật toàn diện mô hình định giá cũ đã thực hiện vào tháng 9/2014 với các trọng điểm như sau:

- **Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2014** (mô hình định giá cũ dùng dữ liệu kinh doanh của năm 2013). Kết quả kinh doanh năm 2014 thấp hơn mức dự phóng là nguyên nhân chính ảnh hưởng đến toàn bộ mô hình.
- **Cập nhật dự phóng tăng trưởng của các nhóm sản phẩm chủ lực** theo kết quả thực tế mới nhất, bao gồm: **1)** Tăng trưởng chung của nhóm hàng tự sản xuất giai đoạn 2015 – 2018 (bao gồm cả tân dược và đông dược) trước khi cập nhật là 17,4%, sau cập nhật là 22,2%. **2)** Tăng trưởng chung của nhóm hàng phân phối giai đoạn 2015 – 2018 trước cập nhật là 15%, sau cập nhật là -9% do TRA chủ trương giảm dần tỷ trọng nhóm hàng này và tập trung cho nhóm hàng do công ty tự sản xuất.

**Biểu đồ 1: So sánh doanh thu – lợi nhuận trước và sau khi cập nhật dự phóng tài chính**



Nguồn: FPT, TRA

- Tỷ lệ chi phí bán hàng trước cập nhật được giữ ổn định, sau cập nhật được dự phóng tăng dần qua các năm khiến LNST tăng trưởng chậm hơn doanh thu.
- Dòng tiền dành cho hoạt động đầu tư được điều chỉnh chính xác hơn dựa theo kế hoạch đầu tư thực tế của Traphaco (xem phụ lục 1) thay vì neo theo doanh thu khiến dòng tiền chiết khấu trong phương pháp FCFF gia tăng. **Đây là nguyên nhân chính yếu giải thích việc doanh thu lợi nhuận dự phóng đều giảm nhưng giá mục tiêu mới lại tăng 11% so với giá mục tiêu cũ.**

**Phụ lục 1: Dự toán tài chính của dự án nhà máy mới của Traphaco tại Văn Lâm – Hưng Yên**

Chỉ tiêu	Năm 1 (2017)	Năm 2	Năm 3	Năm 4	Năm 5	Năm 6	Năm 7	Năm 8	Năm 9	Năm 10
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	339,1	356,0	391,6	409,4	447,6	466,2	487,4	487,4	508,6	508,6
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	<b>n/a</b>	<b>5,0%</b>	<b>10,0%</b>	<b>4,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,5%</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,3%</b>	<b>0,0%</b>
Tổng chi phí	197,1	204,0	227,7	238,0	260,2	271,1	283,4	283,4	295,7	295,7
Lợi nhuận gộp	142,0	149,0	164,0	171,4	187,4	195,2	204,1	204,1	212,9	212,9
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>	<b>41,9%</b>
Chi phí bán hàng, khuyến mãi, chiết khấu	23,7	21,4	19,6	20,5	22,4	23,3	24,4	24,4	25,4	25,4
% trên tổng doanh thu	7,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Chi phí quảng cáo, marketing	27,1	24,9	23,5	24,6	26,9	28,0	29,2	29,2	30,5	30,5
% trên tổng doanh thu	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
<b>Tổng chi phí bán hàng</b>	<b>50,8</b>	<b>46,3</b>	<b>43,1</b>	<b>45,1</b>	<b>49,3</b>	<b>51,3</b>	<b>53,6</b>	<b>53,6</b>	<b>55,9</b>	<b>55,9</b>
% trên tổng doanh thu	15,0%	13,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	33,9	35,6	39,2	40,9	44,8	46,6	48,7	48,7	50,9	50,9
% trên tổng doanh thu	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Chi phí hoạt động tài chính	17,0	17,8	19,6	20,5	22,4	23,3	24,4	24,4	25,4	25,4
Lợi nhuận trước thuế	40,2	49,4	62,1	65,0	71,0	74,0	77,3	77,3	80,7	80,7
Thuế TNDN (20%)	-	-	6,2	6,5	7,1	14,8	15,5	15,5	16,1	16,1
Lợi nhuận ròng	40,2	49,4	55,9	58,5	63,9	59,2	61,9	61,9	64,5	64,5
<b>Tăng trưởng lợi nhuận ròng</b>	<b>n/a</b>	<b>22,9%</b>	<b>13,2%</b>	<b>4,7%</b>	<b>9,2%</b>	<b>-7,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>0,0%</b>
Biên lợi nhuận ròng	11,9%	13,9%	14,3%	14,3%	14,3%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
<b>Vốn đầu tư ban đầu (năm 0)</b>	<b>(420,8)</b>									
Dòng tiền thu hồi trong năm	79,4	88,5	95,1	97,6	103,1	98,3	101,0	83,9	86,6	86,6
Suất chiết khấu lũy kế	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43	0,38	0,33	0,29	0,25
Hiện giá của dòng tiền thu hồi	69,0	66,9	62,5	55,8	51,2	42,5	38,0	27,4	25,5	21,4
<b>Tổng hiện giá dòng tiền</b>	<b>460,4</b>									
<b>Suất chiết khấu</b>	<b>15%</b>									
Giá trị hiện tại ròng (NPV)	39,6 tỷ đồng									
<b>Suất sinh lời nội tại (IRR)</b>	<b>22%</b>									
Thời gian hoàn vốn	7 năm 4 tháng									
<b>Tiến độ dự án</b>	<b>Vốn giải ngân</b>	<b>Năm ghi nhận đầu tư</b>								
Giai đoạn chuẩn bị từ Q2/2011 - tháng 12/2014	60 tỷ	2013 & 2014								
Giai đoạn thi công xây dựng từ Q1/2015 - tháng 8/2016	130 tỷ	2015								
Giai đoạn nghiệm thu (Q4/2016)	167 tỷ	2016								
Nhà máy hoạt động và có doanh thu năm 1 (Q1/2017)	63 tỷ	2017								



Nguồn: TRA, FPTs

**Phụ lục 2: Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2018**
*đvt: tỷ đồng*

KQKD	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CĐKT	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doanh thu thuần</b>	1.682	1.651	1.895	2.173	2.489	2.835	<b>Tài sản</b>						
- Giá vốn hàng bán	-961	-936	-1.027	-1.150	-1.303	-1.487	+ Tiền và tương đương	257	292	261	256	372	539
<b>Lợi nhuận gộp</b>	721	714	868	1.024	1.185	1.347	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	2	2	2	2	2
- Chi phí bán hàng	-342	-332	-381	-480	-600	-740	+ Các khoản phải thu	240	223	266	305	349	398
- Chi phí quản lí DN	-136	-128	-147	-169	-193	-220	+ Hàng tồn kho	264	265	290	325	368	420
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	243	254	340	375	392	387	+ Tài sản ngắn hạn khác	15	21	24	28	32	36
+ Lợi nhuận tài chính	(17)	(40)	(66)	(75)	(86)	(98)	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>776</b>	<b>803</b>	<b>843</b>	<b>916</b>	<b>1.123</b>	<b>1.396</b>
+ Lợi nhuận khác	3	(4)	-	-	-	-	+ TSCĐ	265	283	411	569	602	563
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay</b>	230	211	274	299	306	289	+ Khấu hao lũy kế	-151	-175	-217	-276	-357	-446
- Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-	+ Đầu tư tài chính dài hạn	6	7	7	7	7	7
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	230	211	274	299	306	289	+ Tài sản dài hạn khác	3	6	7	8	9	10
- Thuế TNDN	-60	-48	-60	-60	-61	-58	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>312</b>	<b>329</b>	<b>457</b>	<b>616</b>	<b>650</b>	<b>613</b>
<b>LNST</b>	170	163	214	240	245	231	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.088</b>	<b>1.132</b>	<b>1.301</b>	<b>1.532</b>	<b>1.774</b>	<b>2.008</b>
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	149	146	187	209	214	202	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>EPS (đ)</b>	6.056	5.909	7.569	8.473	8.662	8.187	+ Vay và nợ ngắn hạn	114	34	-	-	-	-
<b>EBITDA</b>	252	236	316	358	387	379	+ Phải trả ngắn hạn khác	220	227	255	291	331	377
<b>Khấu hao</b>	22	26	42	59	81	90	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>335</b>	<b>261</b>	<b>255</b>	<b>291</b>	<b>332</b>	<b>377</b>
<b>Tăng trưởng doanh thu</b>	20%	-2%	15%	15%	15%	14%	+ Vay và nợ dài hạn	1,13	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
<b>Tăng trưởng LN HĐKD</b>	27%	-2%	28%	12%	2%	-5%	+ Phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
<b>Tăng trưởng EBIT</b>	-	5%	34%	10%	5%	-1%	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>1,13</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>	<b>0,18</b>
<b>Tăng trưởng EPS</b>	-37%	-2%	28%	12%	2%	-5%	<b>Tổng nợ</b>	<b>335</b>	<b>261</b>	<b>255</b>	<b>291</b>	<b>332</b>	<b>377</b>
<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-	-	-
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43%	43%	46%	47%	48%	48%	+ Thặng dư	154	154	154	154	154	154
Tỷ suất LNST	9%	9%	10%	10%	9%	7%	+ Vốn điều lệ	247	247	247	247	247	247
ROE DuPont	22%	18%	22%	21%	18%	15%	+ LN chưa phân phối	111	130	182	241	301	358
ROA DuPont	14%	13%	16%	16%	14%	12%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	69	82	82	82	82	82
Tỷ suất EBIT	14%	13%	14%	14%	12%	10%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>684</b>	<b>789</b>	<b>964</b>	<b>1.159</b>	<b>1.360</b>	<b>1.549</b>
LNST / LNNT	65%	69%	68%	70%	70%	70%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.088</b>	<b>1.132</b>	<b>1.301</b>	<b>1.532</b>	<b>1.774</b>	<b>2.008</b>
LNNT / EBIT	95%	83%	81%	80%	78%	75%	<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Vòng quay tổng tài sản	1,55x	1,46x	1,46x	1,42x	1,40x	1,41x	Tiền đầu năm	104	257	292	325	385	567
Đòn bẩy tài chính	1,59x	1,44x	1,35x	1,32x	1,30x	1,30x	Lợi nhuận sau thuế	231	211	274	299	306	289
ROIC	21%	20%	22%	21%	18%	15%	+ Khấu hao lũy kế	22	26	42	59	81	90
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	+ Điều chỉnh	18	-4	0	0	0	0
Số ngày phải thu	59	51	51	51	51	51	+ Thay đổi vốn lưu động	-43	-48	-43	-42	-51	-59
Số ngày tồn kho	104	103	103	103	103	103	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>228</b>	<b>185</b>	<b>273</b>	<b>317</b>	<b>336</b>	<b>320</b>
Số ngày phải trả	51	47	47	47	47	47	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	113	107	99	99	99	99	+ Chi mua sắm TSCĐ	-58	-45	-170	-217	-114	-51
COGS / Hàng tồn kho	3,64	3,54	3,54	3,54	3,54	3,54	+ Tăng (giảm) đầu tư	-4	-2	0	0	0	0
<b>Chỉ số TK/Đòn bẩy TC</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	+ Các hoạt động đầu tư khác	4	5	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	2,3	3,1	3,3	3,2	3,4	3,7	<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-56</b>	<b>-42</b>	<b>-170</b>	<b>-217</b>	<b>-114</b>	<b>-51</b>
CS thanh toán nhanh	1,5	2,1	2,2	2,0	2,3	2,6	+ Cổ tức đã trả	-27	-28	-35	-40	-41	-38
CS thanh toán tiền mặt	0,8	1,1	1,0	0,9	1,1	1,4	+ Tăng (giảm) vốn	123	0	0	0	0	0
Nợ / Tài sản	0,1	0,0	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-116	-80	-34	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	0,1	0,0	-	-	-	-	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,2	0,0	-	-	-	-	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,1	0,0	-	-	-	-	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-20</b>	<b>-107</b>	<b>-70</b>	<b>-40</b>	<b>-41</b>	<b>-38</b>
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,0	-	-	-	-	-	Tổng lưu chuyển tiền tệ	152	36	33	60	182	231
							<b>Tiền cuối năm</b>	<b>104</b>	<b>257</b>	<b>292</b>	<b>325</b>	<b>385</b>	<b>567</b>



**DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ**

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
15/09/2014	<b>MUA</b>	<b>73.000</b>	<b>101.000</b>
19/05/2015	<b>MUA</b>	<b>81.000</b>	<b>102.000</b>

**DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
<b>Kỳ vọng 12 tháng</b>	
<b>Mua</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường trên 18%
<b>Thêm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường từ 7% đến 18%
<b>Theo dõi</b>	Nếu giá mục tiêu <b>so với</b> giá thị trường từ -7% đến 7%
<b>Giảm</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường từ -7% đến -18%
<b>Bán</b>	Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường trên -18%

**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 cổ phiếu TRA nào.

**Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo 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**

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

**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,  
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam  
ĐT: (84.8) 62908686  
Fax: (84.8) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**
**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận  
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam  
ĐT: (84.511) 3553666  
Fax: (84.511) 3553888