

Ngành Dược

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) 101.500

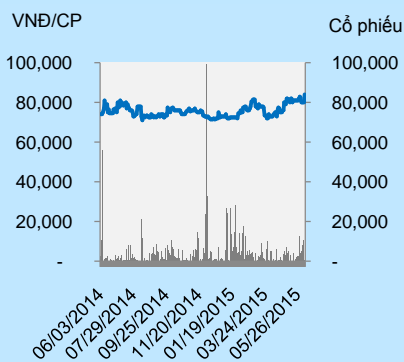
Giá thị trường (08/06/2015) 84.000

Lợi nhuận kỳ vọng 20,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VNĐ/CP 71.000-84.000
Vốn hóa	2.073 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	24.673.300 CP
KLGD bình quân 10 ngày	4.892 CP
% sở hữu nước ngoài	45,58%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,4%
Beta	0,22

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TRA	13,5%	3,7%	7,7%	15,9%
VN-Index	3,8%	6,5%	-1,7%	0,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nga

(84 8) 3914 6888 ext: 150

nguyenhoangthannga@baoviet.com.vn

Tăng trưởng mạnh mẽ sau quá trình áp dụng chính sách bán hàng mới “Thành tín – Đồng lợi - Cùng phát triển”

Tái cơ cấu hệ thống phân phối mở rộng kinh doanh theo chiều dọc của chuỗi giá trị đưa TRA trở thành một trong những nhà phân phối thuốc hàng đầu tại Việt Nam. Trước năm 2014 TRA có khoảng 10.000 khách hàng tập trung nhóm khách hàng bán sỉ với nhiều yếu điểm, trong năm 2014 doanh nghiệp đã tái cơ cấu hệ thống phân phối thành công mở rộng tập khách hàng ra 18.000 khách hàng với gần 80% khách hàng bán lẻ đưa hệ thống phân phối của TRA lớn thứ 2 trên thị trường dược nội địa.

Năng lực sản xuất đang được mở rộng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu. Nhà máy dược Việt Nam đi vào hoạt động năm 2017 đẩy mạnh mảng sản xuất tân dược của TRA đặc biệt về dòng thuốc nhỏ mắt nước muối sinh lý với dây chuyền sản xuất BFS công nghệ Mỹ - vòng sản xuất khép kín sẽ tạo nên lực đẩy doanh thu cho TRA từ năm 2017.

Năm 2014 - Hy sinh tăng trưởng để tập trung tái cơ cấu. Sau 3 quý tập trung tái cơ cấu, doanh thu Q4/2014 tăng mạnh 27.11% so với cùng kỳ với chính sách bán hàng mới “Thành tín – Đồng lợi – Cùng phát triển, cả năm đạt 1.650,5 tỷ đồng, giảm nhẹ 1.89% so với năm 2013. Tuy nhiên với chính sách bán hàng mới, chi phí chiết khấu cũng gia tăng làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của TRA. Cụ thể năm 2014 lợi nhuận sau thuế của TRA đạt 163,6 tỷ đồng, giảm 4,43% so với cùng kỳ.

Dự báo năm 2015 đạt mức tăng trưởng doanh thu 13.3%, lợi nhuận tăng 30.8%. Với định hướng kinh doanh tập trung bán lẻ trên nền tảng phần mềm quản lý bán hàng hiện đại, Chúng tôi dự kiến năm 2015 doanh thu thuần của TRA đạt 1.870 tỷ tăng 13,3% so với năm 2014. Dịch chuyển cơ cấu doanh thu giảm tỷ trọng hàng phân phối mang lại tăng trưởng biên lợi nhuận gộp của TRA năm 2015 và là lực đẩy chính của tăng trưởng mạnh lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi dự kiến lợi nhuận sau thuế của TRA đạt 214 tỷ đồng tăng 30,8% so với năm 2014

Khuyến nghị. Với kết quả khả quan từ tái cơ cấu hệ thống phân phối, chiến lược kinh doanh rõ ràng, và năng lực sản xuất đang được mở rộng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, TRA là doanh nghiệp đồng được đáng chú ý nhất trên thị trường dược phẩm Việt Nam hiện nay. Trên cơ sở này, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TRA trong năm 2015 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá DCF là **101,500 đồng/cp**, cao hơn 20,8% so với mức giá đóng của ngày 08/06/2015 84.000. Tương ứng với P/E forward dự phóng 2015 là **10,84** lần.

Một số chỉ số tài chính của TRA

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	1.401	1.682	1.651	1.870
EBIT	Tỷ VNĐ	202	243	254	316
EBITDA	Tỷ VNĐ	206	244	257	340
LNST	Tỷ VNĐ	128	171	164	214
EPS	VNĐ	9.429	6.055	5.919	7.746
P/E	X			14	11
P/B	X			3	2
ROA	%			14,45%	14,90%
ROE	%			20,75%	22,75%

(Nguồn: BCTC TRA, Báo cáo DHCD, BVSC tổng hợp, dự báo)

Báo cáo cập nhật TRA

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	35,67%
Sở hữu nước ngoài	45,58%
Sở hữu khác	18,75%

CỔ ĐÔNG LỚN

SCIC	35,67%
Vietnam Azalea Fund Limited	25%
Vietnam Holding LTD	10,43%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	1.401	1.682	1.651	1.870
Giá vốn	822	961	936	1.023
Lợi nhuận gộp	579	721	714	848
Doanh thu tài chính	2	6	6	6
Chi phí tài chính	35	22	45	48
Lợi nhuận sau thuế	128	171	164	214

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	104	257	292	305
Các khoản phải thu ngắn hạn	307	240	223	253
Hàng tồn kho	285	264	265	289
Tài sản cố định hữu hình	169	188	198	213
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2	6	7	7
Tổng tài sản	968	1.088	1.132	1.437
Nợ ngắn hạn	455	335	261	250
Nợ dài hạn	1	0	0	164
Vốn chủ sở hữu	451	684	789	941
Tổng nguồn vốn	968	1.088	1.132	1.437

Chỉ số tài chính

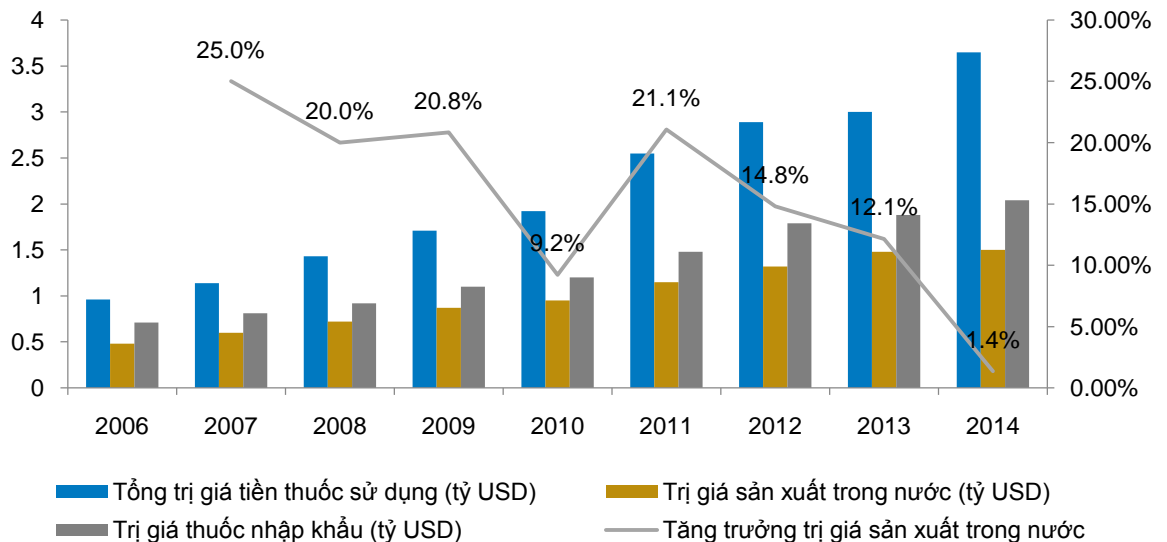
Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)			-1,89%	13,32%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	41,29%	33,59%	-4,43%	30,83%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	41,33%	42,86%	43,28%	45,32%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,15%	10,18%	9,91%	11,44%
ROA (%)			14,45%	14,90%
ROE (%)			20,75%	22,75%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	47,12%	30,77%	23,08%	28,79%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	101,11%	48,94%	33,13%	43,97%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	9.429	6.055	5.919	7.746
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)			31.962	38.138

Nội dung chính

- Tổng quan ngành Dược
- Công ty cổ phần TRAPHACO
- Cập nhật kết quả kinh doanh 2014
- Triển vọng 2015
- Điểm nhấn đầu tư
- Khuyến nghị

Tổng quan Ngành Dược

Ngành dược Việt Nam phát triển chậm và được nhận định hiện nay mới chỉ ở giai đoạn sản xuất được thuốc thành phẩm từ nguyên liệu nhập khẩu. Ngành dược Việt Nam đã xuất hiện từ những năm 111 trước Công Nguyên trên cơ sở tiếp thu nền y học Trung Quốc, tuy nhiên với trình độ khoa học công nghệ còn hạn chế, ngành dược Việt Nam phát triển chậm và mới chỉ ở giai đoạn sản xuất được thuốc thành phẩm từ nguyên liệu nhập khẩu, chưa tự sản xuất được nguyên liệu hóa dược và chưa tự phát minh được các loại thuốc biệt dược. Bên cạnh đó, ngành dược Việt Nam đối diện với nhiều thách thức từ tham nhũng, thiếu cơ chế kiểm soát giá, thuốc giả và khả năng chi trả thuốc của người dân còn thấp. Số liệu năm 2014 cho thấy thuốc sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được khoảng 41.13% nhu cầu thị trường và đến 90% nguyên liệu vẫn phải nhập khẩu với tỷ trọng 56,76% từ Trung Quốc.

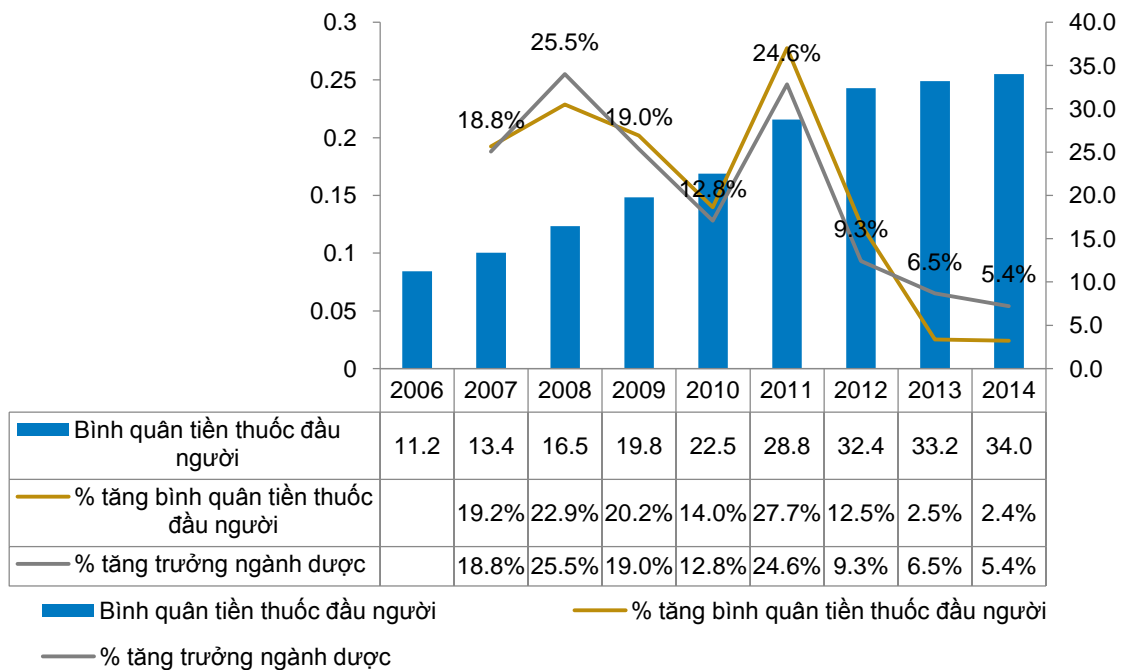


Nguồn: Trung Tâm Thông Tin công Nghệ & Thương Mại (Vitic)

(*) Tăng trưởng chậm lại của hàng sản xuất trong nước năm 2014 chịu tác động mạnh của các thay đổi về chính sách đấu thầu tại kênh bệnh viện từ năm 2013.

Đồng dược chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ khoảng 10% giá trị toàn ngành với quy mô ngành dược Việt Nam khoảng 3,65 tỷ USD. Theo thống kê của cục Quản lý dược, hiện tại trên thị trường có 185 doanh nghiệp sản xuất thuốc (100 doanh nghiệp sản xuất thuốc tân dược, 80 doanh nghiệp sản xuất thuốc đông dược và 5 doanh nghiệp sản xuất vắc xin và sinh phẩm y tế). Trong đó, 90% nguyên liệu đồng dược phải nhập khẩu từ Trung Quốc và Việt Nam chỉ có thể cung cấp một số loại nguyên liệu phổ biến như Artiso, Đinh Lăng, Cam Thảo,... Phụ thuộc nguyên liệu nhập khẩu gây khó khăn cho các doanh nghiệp đồng dược trong công tác quản lý chất lượng và giá thành. Tuy nhiên với quy hoạch tổng thể phát triển dược liệu đến năm 2020 và định hướng đến năm 2030 vừa được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt tại Quyết định số 1976/QĐ-TTg mục tiêu đến năm 2020 đáp ứng được 60% và đến năm 2030 là 80% tổng nhu cầu sử dụng dược liệu trong nước, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp đồng dược giảm được tỷ trọng nguyên vật liệu nhập khẩu đầu vào.

Thị trường dược Việt Nam còn nhiều tiềm năng đối với các doanh nghiệp dược trong và ngoài nước trên cơ sở tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, chi tiêu thuốc bình quân đầu người còn thấp so với các quốc gia trong khu vực cùng với sự gia tăng nhận biết về vai trò của sức khỏe của tầng lớp trung lưu. Bên cạnh đó, sự mở rộng của hệ thống bảo hiểm y tế quốc gia với mục tiêu 75%-80% dân số có bảo hiểm đến năm 2015 và nâng con số này lên 90% đến năm 2020 chính là nhân tố thúc đẩy tăng trưởng chi tiêu thuốc bình quân đầu người tại Việt Nam trong tương lai. Tăng trưởng thị trường dược Việt Nam được BMI dự đoán lên đến 16,4% trong giai đoạn từ 2013 – 2018 tuy nhiên số liệu thực tế cho thấy mức tăng trưởng đang chậm lại chỉ đạt 5.4% năm 2014.



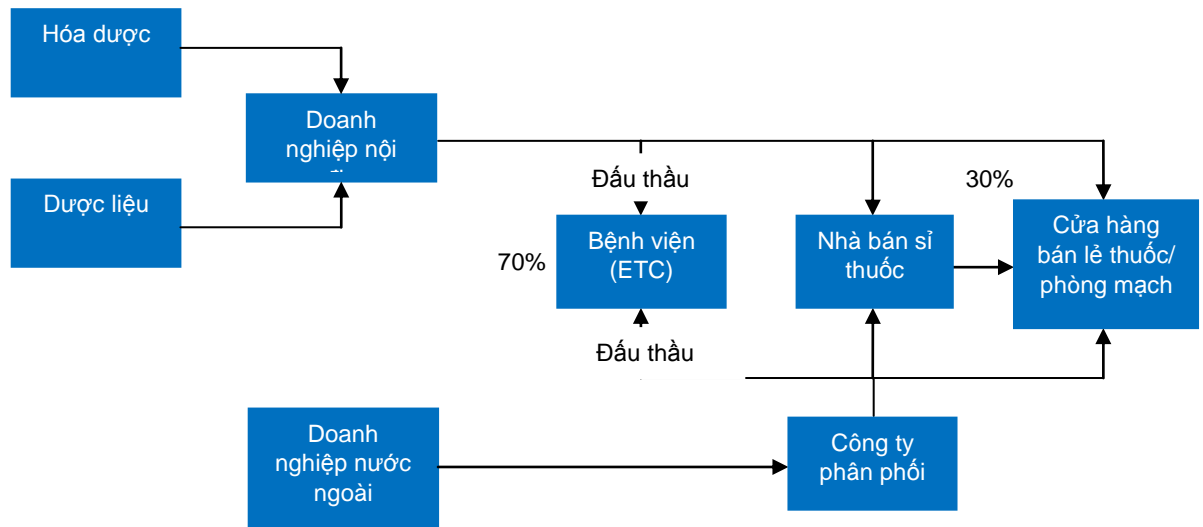
Nguồn: BVSC tổng hợp từ số liệu của Vitic và Tổng cục thống kê

Rào cản sản xuất thực phẩm chức năng thấp tạo ra cạnh tranh ngày càng gay gắt cho các doanh nghiệp sản xuất đông dược. Theo quy định tại Thông tư 43/2014/TT-BYT về quản lý thực phẩm chức năng, thực phẩm chức năng sản xuất theo công thức sẵn có và không nằm trong một số trường hợp thì không cần phải qua thử nghiệm lâm sàng. Bên cạnh đó, thời gian đăng ký thuốc thực phẩm chức năng nhanh hơn rất nhiều so với các loại thuốc đông dược và tây dược hiện tại. Chính việc lỏng lẻo trong quản lý thực phẩm chức năng khiến các loại sản phẩm này tràn lan trên thị trường và tạo ra sức ép lớn đến các doanh nghiệp đông dược Việt Nam.

Xu hướng giá thuốc giảm dần dẫn đến biên lợi nhuận gộp ngành dược giảm dần. Chúng tôi nhận định xu hướng giá thuốc nội địa sẽ giảm dần do:

- Áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt.
- Chủ trương của nhà nước về việc bình ổn giá thuốc cùng với chính sách mở rộng độ phủ của BHYT.

Sơ đồ chuỗi cung ứng ngành dược



Nguồn: BVSC thu thập

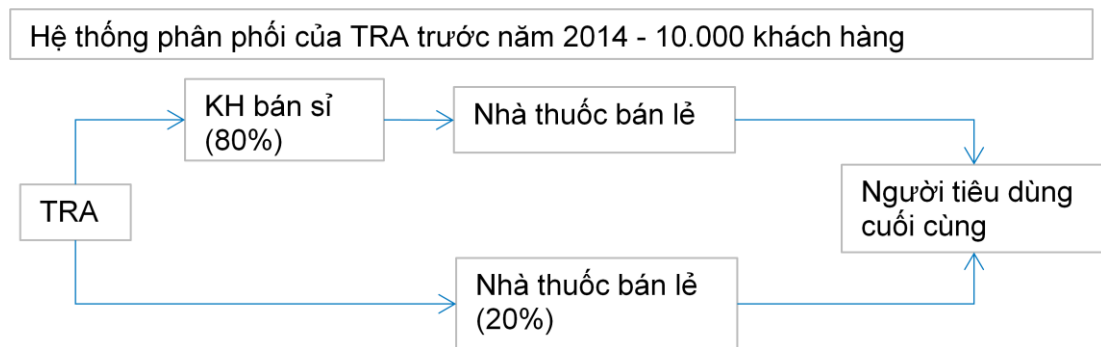
Trên cơ sở tốc độ tăng trưởng dân số ổn định, chi tiêu thuốc bình quân đầu người còn thấp so với các quốc gia trong khu vực cùng với sự gia tăng nhanh thu nhập và nhận biết về vai trò của sức khỏe của tầng lớp trung lưu, thị trường dược tại Việt Nam còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn. Tuy nhiên, điểm đặc biệt cần lưu ý đối với ngành là tỷ lệ nguyên liệu nhập khẩu quá cao và biên lợi nhuận gộp đang giảm dần theo xu hướng giá thuốc. Trong các năm tới, chúng tôi nhận định các công ty dược nội địa sẽ tập trung mảng phân phối và đầu tư nhà máy để giữ vững thị phần và tăng trưởng do các thay đổi trong luật đấu thầu thuốc và sự tương đồng về danh mục sản phẩm.

Công ty Cổ phần Traphaco

Traphaco là doanh nghiệp nổi bật nhất về thương hiệu và quy mô trong ngành đông dược Việt Nam với những thương hiệu nổi tiếng như Hoạt huyết dưỡng não TRA, Boganic, kim tiền thảo.... TRA thành lập từ năm 1972, cổ phần hóa năm 2000 đến năm 2008 cổ phiếu TRA chính thức giao dịch trên sàn chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Tái cơ cấu hệ thống phân phối mở rộng kinh doanh theo chiều dọc của chuỗi giá trị đưa TRA trở thành một trong những nhà phân phối thuốc hàng đầu tại Việt Nam.

Trước năm 2014, tổng khách hàng của TRA chỉ khoảng 10.000 khách hàng bao gồm các đại lý thứ cấp (80%) và các nhà thuốc bán lẻ (20%).

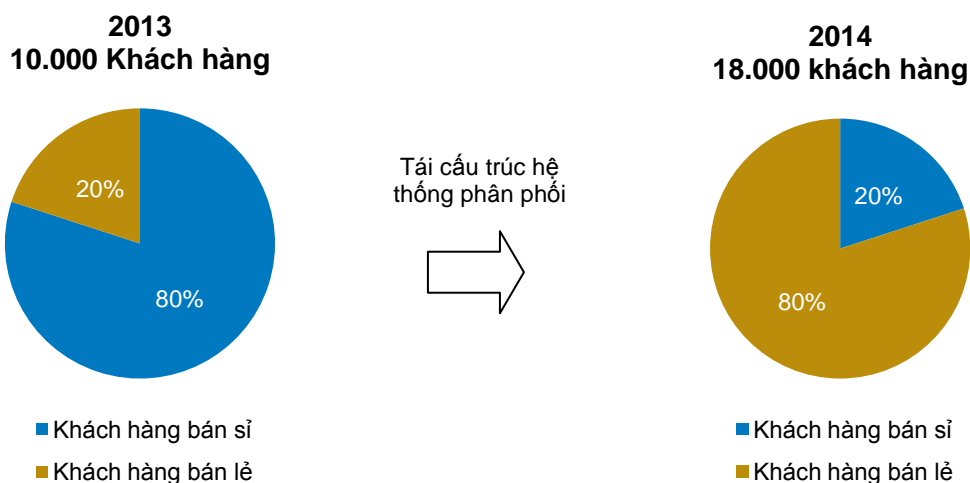


Nguồn: TRA, BVSC tổng hợp

Với hệ thống khách hàng bán sỉ lớn, TRA có giai đoạn tăng trưởng 2010-2013 trung bình 23% cao hơn nhiều so với trung bình ngành. Tuy nhiên hệ thống phân phối với tỷ trọng bán sỉ cao đã bộc lộ những yếu điểm:

- ❑ Giá thuốc của TRA trên thị trường bán lẻ bị thao túng bởi các nhà bán sỉ có vốn lớn và mức chiết khấu cao.
- ❑ Kênh phân phối của TRA phụ thuộc nhiều vào các nhà bán sỉ và chính sách chiết khấu cho nhóm này, không tận dụng được lợi thế về quy mô và thương hiệu để trực tiếp giới thiệu sản phẩm đến người dùng cuối cùng.

Chính sách bán hàng mới tập trung vào khách hàng bán lẻ đưa ra chính sách bán hàng trên quan điểm đồng lợi và tăng chiết khấu cho khách hàng thanh toán sớm. Bước đầu áp dụng chính sách mới đã gặp phải khó khăn từ các nhà bán sỉ. Tuy nhiên quyết tâm áp dụng chính sách mới đã giúp TRA thay đổi chính sách bán hàng thành công. Hệ thống phân phối của TRA đã dịch chuyển mạnh theo hướng bán lẻ với tỷ trọng khách hàng bán lẻ đến 80% danh mục khách hàng.



Đến nay hệ thống phân phối của TRA được xem là hệ thống phân phối lớn thứ 2 ngành dược chỉ sau DHG với 13 chi nhánh, 47 quầy thuốc, 18.000 khách hàng bao phủ 63 tỉnh thành.

	Chi nhánh	Quầy thuốc	Số tỉnh thành bao phủ
DHG	24	64	63
TRA	14	47	63
DMC	10	24	63
IMP	22		63

Nguồn: BVSC tổng hợp

Mục tiêu của TRA là phát triển danh mục khách hàng đạt 20,000 khách hàng có triển khai phần mềm bán hàng (DMS) trong năm 2015. Tuy nhiên, TRA định hướng sẽ tập trung khai thác doanh thu từ tập khách hàng này thay vì mở rộng thêm tập khách hàng mới do doanh nghiệp đánh giá chỉ khoảng 20,000 khách hàng trên thị trường có doanh thu phù hợp để khai thác. Đây cũng chính là chiến lược kinh doanh chính của họ trong các năm sắp tới.

Năng lực sản xuất đang được mở rộng, hỗ trợ tăng trưởng doanh thu.

Hiện tại TRA đang khai thác hai nhà máy sản xuất hai mảng thuốc chính của TRA. Trong đó nhà máy CNC là thuộc công ty con Cao Traphaco mà TRA đang là công ty mẹ với sở hữu 51%.

STT	Nhà máy	Sản phẩm	Công suất sử dụng
1	Nhà máy CNC	Đông dược	50%-60%
2	Nhà máy Hoàng Liệt	Tân Dược	60%

Nguồn: BVSC tổng hợp

TRA tiến hành khởi công xây dựng nhà máy mới – Nhà máy dược Việt Nam vào ngày 09/05/2015 với kế hoạch đầu tư nhà máy này từ năm 2011. Nhà máy này được TRA giải phóng mặt bằng từ năm 2013, đặt tại Hưng Yên, với tổng vốn đầu tư là 420 tỷ đồng trong đó 300 tỷ dành cho cơ sở hạ tầng và 120 tỷ đầu tư cho các dây chuyền sản xuất. Nhà máy bao gồm 4 hệ thống dây chuyền sản

xuất thuốc tân dược: Thuốc nước, nhỏ mắt, nhỏ mũi, nang mềm, thuốc mỡ và cream đều đạt chuẩn GMP – WHO, riêng dây chuyền thuốc nhỏ mắt, nhỏ mũi đạt chuẩn GMP – EU. Dự kiến nhà máy sẽ đi vào hoạt động từ năm 2017.

Nhà máy dược Việt Nam đi vào hoạt động năm 2017 đẩy mạnh mảng sản xuất tân dược của TRA đặc biệt về dòng thuốc nhỏ mắt nước muối sinh lý với dây chuyền sản xuất BFS công nghệ Mỹ - vòng sản xuất khép kín sẽ tạo nên lực đẩy doanh thu cho TRA từ năm 2017. Năm 2014, các sản phẩm thuốc nhỏ mắt của TRA có kết quả kinh doanh rất tốt đặc biệt với thuốc nhỏ mắt nước muối sinh lý. Tuy nhiên nhà máy Hoàng Liệt hiện tại không đáp ứng đủ nhu cầu thuốc nhỏ mắt và dây chuyền sản xuất lạc hậu, ĐHDCD đã thống nhất thông qua việc tăng vốn đầu tư vào nhà máy dược Việt Nam với dây chuyền thuốc nhỏ mắt khép kín, hiện đại tăng mức độ an toàn của sản phẩm tạo lợi thế cho TRA gia tăng doanh thu từ sản phẩm này.

- ❑ **Ưu đãi thuế đến từ nhà máy mới này:** Theo dự kiến của chúng tôi nhà máy này đóng góp chỉ khoảng 18% doanh thu của TRA nên ưu đãi thuế từ nhà máy này mang lại cho TRA cũng không quá lớn ước tính TRA giảm được khoảng 3-4% thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp từ nhà máy mới này từ năm 2017.

Năm 2014 – Hy sinh tăng trưởng để tập trung tái cơ cấu.

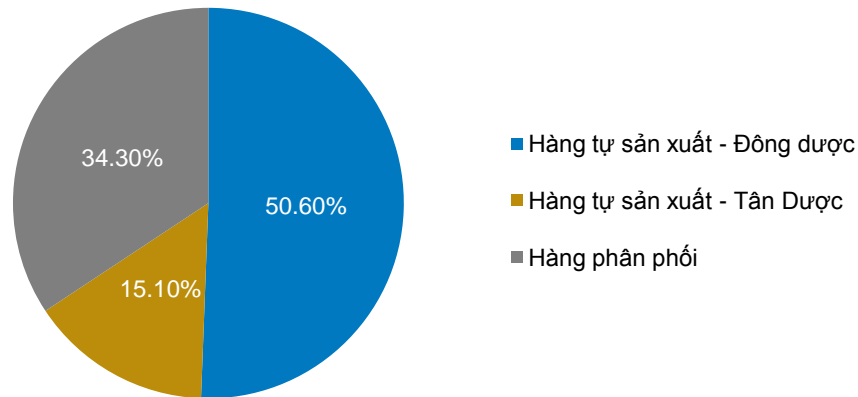
Doanh thu thuần đạt 1650,5 tỷ đồng, đạt 88,6% kế hoạch và giảm 1,89% so với năm 2013. Doanh thu của TRA 3 quý đầu năm 2014 sụt giảm đến 11% so với cùng kỳ 2013 nguyên nhân có thể kể đến:

- ❑ Chính sách bán hàng mới của TRA tập trung bán lẻ, giảm tỷ trọng bán sỉ với mục tiêu kiểm soát lượng cung và giá bán lẻ thuốc của TRA trên thị trường. Tình hình Q1/2014 cũng thể hiện rõ tình hình khó khăn lúc đó của TRA với kết quả kinh doanh Q1 chỉ đạt 173 tỷ, đạt 67% so quý 1/2013 (258 tỷ).
- ❑ Doanh số hàng nhập khẩu ủy thác và bán lẻ là 255 tỷ, đạt 80% kế hoạch làm giảm doanh thu 65 tỷ.

Tuy nhiên kế hoạch tái cấu trúc của TRA thành công đã mang lại kết quả kinh doanh khả quan trong Q4/2014 (tăng 27,11% so với cùng kỳ) giúp TRA đạt doanh thu thuần 2014 1.650,5 tỷ đồng.

Hàng tân dược tăng trưởng mạnh mẽ 28,6% so với năm 2013. Trong giai đoạn TRA đối diện với khó khăn về quản lý nguồn cung và giá bán đặc biệt đối với các sản phẩm đông dược chủ lực, trong năm 2014 TRA tập trung khai thác sản phẩm tân dược để bù đắp sụt giảm doanh thu từ hàng đông dược (-3,2%). Cụ thể, doanh thu hàng tân dược tăng 57,5 tỷ đạt xấp xỉ 250 tỷ đồng, chiếm 15,1% tổng doanh thu của TRA.

Cơ cấu doanh thu thuần 2014

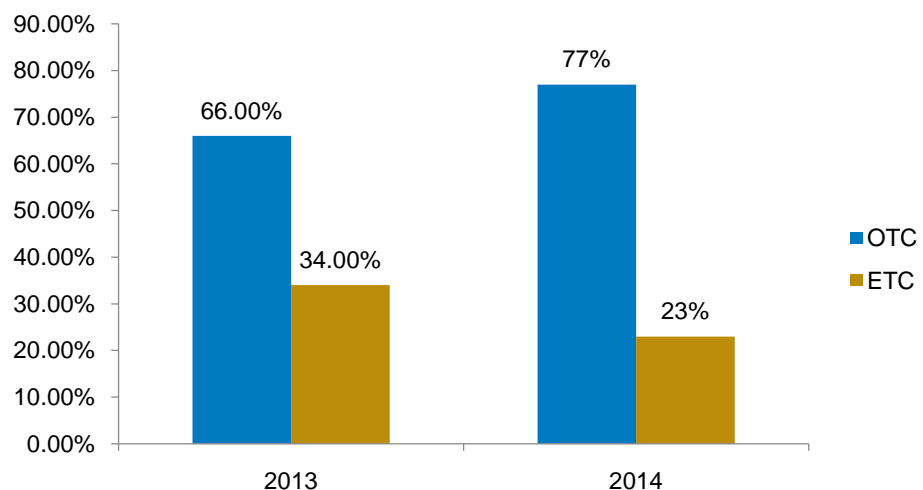


Nguồn: Báo cáo tài chính 2014, BVSC tổng hợp

Cơ cấu doanh thu dịch chuyển từ kênh ETC (đấu thầu bệnh viện) qua kênh OTC (nhà thuốc).

Với thay đổi về chính sách đấu thầu từ Thông tư 01/2012/TTLT-BYT-BTC và Thông tư 36/2013/TTLT-BYT-BTC của Bộ Y tế ưu tiên đấu thầu về giá theo từng chuẩn sản xuất, TRA gặp nhiều bất lợi đối với mảng kinh doanh tân dược và đông dược của mình. Bên cạnh đó, năm 2014 TRA thay đổi chính sách bán hàng tập trung nhiều vào các khách hàng bán lẻ, dẫn đến sự dịch chuyển về kênh phân phối các sản phẩm của TRA ra thị trường nhà thuốc (OTC) nhiều hơn. Trong năm 2014, tổng doanh thu đến từ kênh OTC tăng 12% so với 2013 với tỷ trọng OTC tăng từ 66% năm 2013 lên đến 77% năm 2014. Kênh phân phối qua nhà thuốc OTC cũng sẽ là kênh phân phối trọng tâm của TRA trong các năm tới.

Cơ cấu doanh thu theo kênh phân phối



Nguồn: Báo cáo tài chính 2014, BVSC tổng hợp

Chính sách bán hàng mới tăng chiết khấu cho khách hàng trả ngay dẫn đến tăng chi phí chiết khấu trong năm theo đó giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh của TRA. Năm 2014, TRA xuất hiện khoản chiết khấu thanh toán cho khách hàng lên đến 41 tỷ đồng. Chúng tôi sử dụng tỷ lệ %

(Doanh thu thuần – Giá vốn hàng bán – Chi phí bán hàng – Chi phí quản lý – Chiết khấu thanh toán)/Doanh thu thuần để so sánh với năm 2013 thì chỉ tiêu này giảm 1,53% so với năm 2013. Theo đó, **TRA đạt 163,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, giảm 4,43% so với cùng kỳ.**

Dự báo năm 2015 đạt mức tăng trưởng doanh thu 13.3%, lợi nhuận tăng 30.8%.

Sau 1 năm tăng trưởng chậm lại ưu tiên cho việc thực hiện chính sách bán hàng mới, TRA đã quay lại với tăng trưởng bền vững và mạnh mẽ trong năm 2015. Theo báo cáo từ đại hội cổ đông 2015, TRA đặt kế hoạch tăng trưởng năm 2015 với doanh thu tăng 13% so với năm 2014 đạt 1.860 tỷ, trong đó doanh thu hàng tự sản xuất và hàng phân phối độc quyền tăng đến 22%.

Kết quả kinh doanh Q1/2015 của TRA vô cùng ấn tượng với doanh thu tăng đến 57,8% và lợi nhuận tăng đến 113,3% so với cùng kỳ 2014. Kết quả kinh doanh Q1/2015 đã hoàn thành đến 24,8% kế hoạch doanh thu và 24% kế hoạch lợi nhuận năm 2015. Chúng tôi nhận định khả năng TRA vượt mục tiêu đề ra năm 2015 là rất cao với kết quả kinh doanh vô cùng ấn tượng của Q1/2015. Theo đó chúng tôi dự kiến năm 2015 doanh thu thuần của TRA đạt 1.870 tỷ tăng 13,3% so với năm 2014.

Cải thiện biên lợi nhuận gộp của TRA năm 2015 là lực đẩy chính của tăng trưởng mạnh lợi nhuận sau thuế. Năm 2015, TRA tập trung vào hàng tự sản xuất sau một năm chững lại và giảm tỷ trọng hàng phân phối hàng hóa. Chúng tôi nhận định đây chính là nguyên nhân chính giúp TRA cải thiện được biên lợi nhuận gộp và qua đó cải thiện biên lợi nhuận sau thuế. Theo đó, chúng tôi dự kiến lợi nhuận sau thuế 2015 của TRA đạt 214 tỷ đồng tăng 30,8% so với năm 2014.

Khuyến nghị

Với kết quả khả quan từ tái cơ cấu hệ thống phân phối, chiến lược kinh doanh rõ ràng, và năng lực sản xuất đang được mở rộng hỗ trợ tăng trưởng doanh thu, TRA là một trong những doanh nghiệp đồng được đáng chú ý nhất trên thị trường dược phẩm Việt Nam hiện nay. Trên cơ sở này, chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu TRA trong năm 2015 với giá mục tiêu theo phương pháp định giá FCFF là **101.500 đồng/cp**, cao hơn 20,8% so với mức giá đóng cửa ngày 08/06/2015 84.000 VNĐ/cp. Tương ứng với P/E forward dự phóng 2015 là **10,84** lần.

Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư rủi ro đối với cổ phiếu TRA là tính thanh khoản không cao.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999