

MCK: TRA (HSX)

CTCP TRAPHACO

NĂM GIỮ

DÀI HẠN

ĐỊNH GIÁ

49.922

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

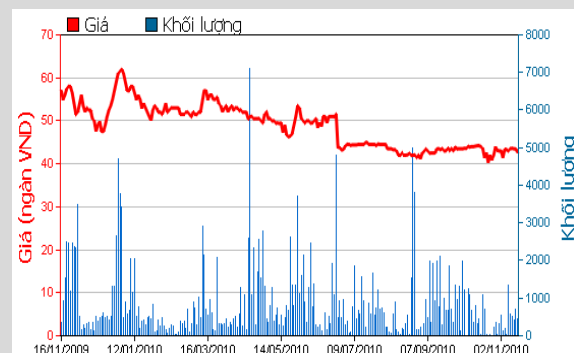
ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 19/11/10) (VND)	43.500
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	51.667*
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	38.667*
Số CP đang lưu hành	12.237.729
KLGBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	4.388
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	532,3
Trailing P/E (2009) (x)	8,4
Forward P/E (2010) (x)	7,6
P/BV (BV 30/09/10) (x)	1,6

*: Giá đã điều chỉnh chia thưởng

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	9T/10	2010KH	2010F
DT	747,0	612,6	900,0	850,3
LNTT	69,6	71,0	-	97,3
LNST	50,8	51,0	61,0	70,0
VĐL	102,0	122,4		122,4
VCSH	259,2	331,1		318,8
TTS	406,2	535,5		526,4
ROA (%)	12,5%	-		13,3%
ROE (%)	19,2%	-		21,6%
EPS (VND)	6.231	-		5.723
GTSS (VND)	25.414	27.058		26.052
Cổ tức	36,0%*	-	20%	20%

*: gồm 20% chia thưởng cổ phiếu và 16% chia thưởng bằng tiền.

Nguồn: BCTC TRA và VDSC ước tính

DƯỢC

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của TRA được dự báo sẽ vào khoảng 5.723 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 7,6 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu TRA tại thời điểm này xoay quanh mức 49.922 đồng (tương đương mức vốn hóa 610,9 tỷ), cao hơn gần 14,8% so với giá tham chiếu ngày 22/11/2010 (43.500 đồng). Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù TRA là công ty có kết quả hoạt động kinh doanh ổn định và đang là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực đồng dược nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ trong dài hạn đối với cổ phiếu này. Nhà đầu tư có thể cân nhắc thêm về tỷ suất sinh lời mong đợi cũng như khả năng chịu đựng rủi ro để có quyết định phù hợp.

TRA là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất đồng dược. Ngành dược là một trong những ngành được Chính phủ đặc biệt quan tâm và đã có được sự tăng trưởng mạnh mẽ. Thị phần thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây. Trong giai đoạn 2009-2012, RNCOS dự báo ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm. Gần đây nhu cầu sử dụng các loại thuốc có nguồn gốc từ thiên nhiên như đồng dược đang tăng lên nên triển vọng của Công ty là khá lớn. Lũy kế 9 tháng năm 2010, doanh thu hàng tự sản xuất của TRA cao hơn gấp đôi đối thủ OPC và giữ vị trí thứ 4 trong số các công ty niêm yết trong ngành dược (sau DHG, IMP và DMC). TRA đang chiếm khoảng 4% thị phần thuốc sản xuất trong nước.

Năm nay, lợi nhuận của TRA được kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng mạnh so với các năm trước. Lũy kế 9 tháng 2010, TRA đã đạt 612,6 tỷ doanh thu (hoàn thành 68,1% kế hoạch) trong khi doanh thu của hàng sản xuất là 457,6 tỷ (hoàn thành 68,5% kế hoạch). So với cùng kỳ, doanh thu tăng 14% và doanh thu hàng sản xuất tăng gần 23%. Bên cạnh đó, tỷ suất lãi gộp đối với hàng sản xuất cũng tăng lên 43,3% (so với con số của cùng kỳ là 38%). Nhờ vậy, mặc dù chi phí bán hàng và chi phí quản lý cũng tăng mạnh nhưng lũy kế 9 tháng TRA đạt LNST là 51 tỷ, tăng 24,4% so với cùng kỳ. Dự báo doanh thu và LNST trong năm 2010 của TRA là 850,3 tỷ và 70,0 tỷ.

TRA có nền tảng vững chắc để tiếp tục duy trì sự tăng trưởng ổn định trong tương lai. Công suất nhà máy vẫn chưa khai thác hết nên TRA vẫn có thể duy trì sự tăng trưởng trong thời gian tới. Đặc biệt trong năm sau, nhiều khả năng Traphaco CNC sẽ sát nhập vào TRA nên các tỷ suất sinh lợi trên doanh thu sẽ được cải thiện. Ngoài ra, Công ty có nguồn nguyên liệu trong nước khá ổn định từ công ty con Traphaco Sapa và thu mua trực tiếp từ nông dân và các cơ sở sản xuất. Bên cạnh đó, TRA đang đẩy mạnh khai thác thị trường miền Nam với việc đầu tư tổng kho và phát triển hệ thống phân phối tại thị trường này. Năm nay, doanh thu từ thị trường này sẽ tăng khoảng 50% so với năm trước.

Rủi ro:

Áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu và các công ty dược trong nước là trở ngại lớn đối với sự tăng trưởng của Công ty. Ngoài ra, hàng giả hàng nhái kém chất lượng cũng ảnh hưởng lớn đến uy tín của Công ty.

Thanh khoản của cổ phiếu TRA thấp với KLGBQ của 30 phiên gần nhất là 4.388 cổ phiếu/phiên. Do đó, nhà đầu tư cần cân nhắc yếu tố này trước khi quyết định đầu tư.

CTCP Traphaco

75 Yên Ninh

Q. Ba Đình, Tp. Hà Nội

ĐT: (84 – 4) 38430076

Website: <http://www.traphaco.com.vn>

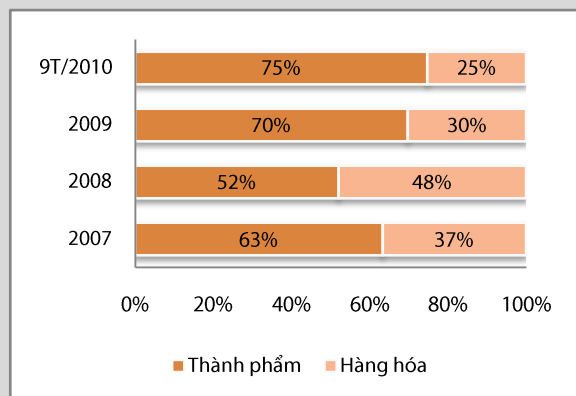
Thành lập: Năm 1972
Cổ phần hóa: Năm 2000
Nhân viên: 588 người

Quản trị - Điều hành

- Vũ Thị Thuận, CT. HĐQT - TGĐ
- Nguyễn Thị Mùi, PCT. HĐQT - PTGĐ
- Nguyễn Huy Văn, TV. HĐQT - PTGĐ
- Trần Túc Mã, TV. HĐQT - PTGĐ
- Hoàng Thị Rước, TV. HĐQT
- Nông Hữu Đức, TV. HĐQT

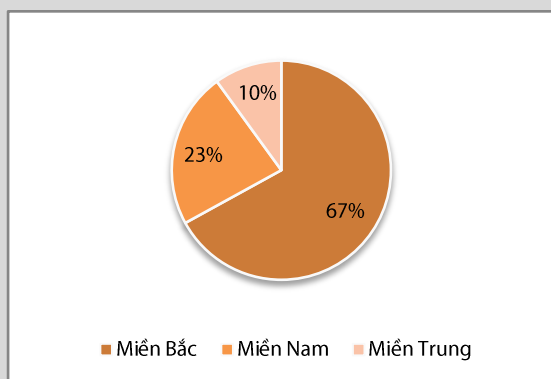
Cơ cấu doanh thu theo hoạt động:

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC TRA

Cơ cấu doanh thu theo thị trường:



Nguồn: TRA

CÔNG TY

Traphaco (TRA), tiền thân là tổ sản xuất thuốc thuộc Ty Y tế đường sắt, được thành lập năm 1972 và cổ phần hóa năm 2000. TRA đang là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất đông dược và đã đáp ứng tiêu chuẩn ISO 9001:2008 cũng như các tiêu chuẩn của ngành: WHO-GMP/ GSP/ GLP.

Trong cơ cấu cổ đông, SCIC nắm giữ 36,7% và các cổ đông lớn khác như Vietnam Azalea Fund và Quỹ Y tế Bản Việt có tỷ lệ nắm giữ lần lượt là 11,9% và 5,9%. Cổ đông là nội bộ công ty nắm giữ khoảng 14-15%

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của TRA là sản xuất dược phẩm chủ yếu là đông dược với sản phẩm chính là hoạt huyết dưỡng não. Ngoài ra, TRA cũng phân phối sản phẩm của các công ty khác.

Sản phẩm chính và năng lực sản xuất

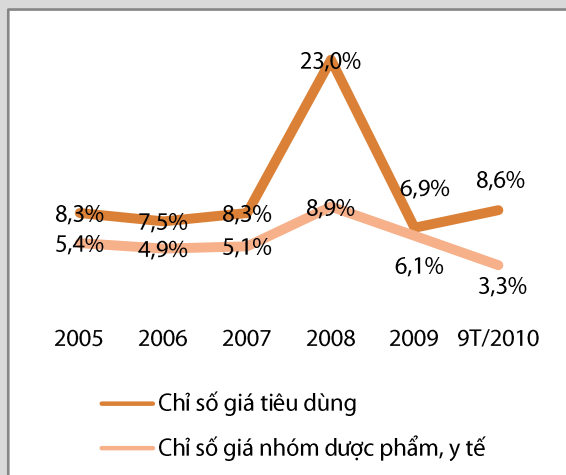
Doanh thu của Công ty chủ yếu đến từ sản phẩm do TRA và công ty liên kết tự sản xuất. Tỷ trọng của hàng sản xuất trong doanh thu được cải thiện đáng kể từ năm 2008. Lũy kế 9 tháng năm nay, hàng tự sản xuất chiếm đến 75% trong khi trong năm 2008 tỷ trọng này chỉ là 52%. Doanh thu năm 2009 sụt giảm so với năm 2008 tuy nhiên doanh thu thành phẩm vẫn tăng trưởng mạnh. Điều này là do TRA chủ trương phát triển hàng tự sản xuất có tỷ suất sinh lợi cao hơn (tỷ suất lãi gộp của hàng sản xuất và phân phối là 43% và 4,1%).

TRA có khả năng sản xuất hơn 100 loại sản phẩm gồm đông dược và tân dược trong đó đông dược hiện đang chiếm 70% doanh thu. Công ty có hai sản phẩm chính là hoạt huyết dưỡng não (tăng cường trí nhớ) và Boganic (tăng cường chức năng gan). Hai sản phẩm này luôn chiếm hơn 50% doanh thu hàng sản xuất của Công ty. Lũy kế 9 tháng 2010, doanh thu từ hoạt huyết dưỡng não đã bằng cả năm 2009 (155 tỷ) một phần cũng nhờ giá bán sản phẩm này đã tăng 20-22% từ tháng 4. Tuy nhiên, doanh thu từ Boganic lại sụt giảm chỉ bằng 59,3% (80 tỷ) so với cả năm trước. Giá bán của sản phẩm này trong năm nay không tăng tuy nhiên đã tăng 38% trong giai đoạn 2008-2009. Doanh thu từ một số sản phẩm khác như nước súc miệng T-B (25-26 tỷ) và thuốc xương khớp Didicera (30 tỷ) đã có tăng trưởng mạnh trong năm nay.

Công ty có 1 nhà máy ở Hoàng Liệt (1 ha) đi vào hoạt động từ năm 2004 và đã đạt tiêu chuẩn GMP-WHO. Nhà máy chủ yếu sản xuất tân dược và công suất hiện tại khoảng 50-60% công suất thiết kế. Ngoài ra, TRA đang nắm giữ 15% trong CTCP Traphaco CNC chuyên gia công các sản phẩm đông dược cho TRA. TRA CNC đi vào hoạt động từ 2007 và có nhà máy đầu tiên ở Việt Nam đạt chuẩn GMP-WHO về đông dược. Nhà máy có diện tích khoảng 1 ha và chỉ đang hoạt động khoảng 40-45% công suất thiết kế. TRA đang lên kế hoạch mua lại TRA CNC bằng cách chuyển đổi cổ phiếu của TRA CNC thành cổ phiếu TRA. Dự kiến cuối năm nay sẽ hoàn thành định giá và xác định tỷ lệ chuyển đổi để trình phương án lên ĐHCĐTN năm 2011.

Bên cạnh đó, TRA có công ty con là Traphaco Sapa sản xuất các sản phẩm nguyên liệu dược liệu đầu vào và thực hiện nghiên cứu các tiêu chuẩn nuôi trồng và chế biến tốt dược liệu. Mặc dù đã được đầu tư nâng cấp vào đầu năm nhưng hiện tại TRA Sapa đã hoạt động hết công suất. Công ty này đang đáp ứng toàn bộ nhu cầu nguyên liệu chè dây và khoảng 60-70% nhu cầu nguyên liệu Actiso của TRA. Vùng trồng dược liệu của TRA Sapa đạt tiêu chuẩn GAP và có diện tích khoảng 7 ha. Ngoài ra, công ty này cũng có nhiệm vụ nghiên cứu

Chỉ số giá nhóm hàng dược phẩm, y tế so với chỉ số giá hàng tiêu dùng



Nguồn: Tổng cục thống kê

quy trình trồng các loại dược liệu sau đó hướng dẫn lại cho nông dân.

Hệ thống phân phối

Sản phẩm của TRA được bán ở 64 tỉnh thành. Hiện tại, TRA có 6 chi nhánh ở Tp. Hồ Chí Minh, Đà Nẵng, Nam Định, Nghệ An, Thanh Hóa và Vĩnh Long để phân phối sản phẩm của Công ty ở các thị trường này. Công ty cũng có đại lý chính thức ở 40 tỉnh thành. Bên cạnh đó, TRA cũng đang có hơn 200 trình dược viên để đi chào hàng trực tiếp sản phẩm trong đó có hơn 100 người ở Miền Nam. Thị trường chủ yếu của TRA là miền Bắc chiếm 67% doanh thu. Bên cạnh đó, doanh thu qua hệ thống bệnh viện trong năm nay đã tăng lên chiếm 40% tổng doanh thu thay vì 30% như trong năm trước.

Nguyên vật liệu:

Nguyên liệu để sản xuất tân dược gần như phải nhập khẩu toàn bộ. Trong khi đó, 85-90% nguyên liệu đông dược có nguồn gốc từ trong nước trong đó TRA Sapa đáp ứng 20-25% nhu cầu. Vì vậy, tỷ suất lãi gộp của tân dược (35%) thông thường thấp hơn 10% so với đông dược (45%).

Để ổn định nguồn nguyên liệu, TRA chủ động ký hợp đồng dài hạn với nông dân đồng thời hướng dẫn họ quy trình trồng và chế biến dược liệu nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn của ngành. TRA đã có được một số vùng trồng dược liệu như chè dây ở Lào Cai, Thái Nguyên, Yên Bái; Đinh Lăng ở Nam Hà, Thái Bình, Hưng Yên; Actiso ở Sapa. Để đa dạng nguồn đầu vào, TRA cũng thu mua từ các cơ sở sản xuất trong nước như cao actiso từ BV Pharma và Ladophar.

Trong giai đoạn từ năm 2008 đến hết tháng 9/2010, mặc dù giá cả đầu vào và đầu ra biến động khá mạnh, TRA cho thấy sự ổn định trong quản lý chi phí đầu vào và giá bán thành phẩm với tỷ suất lãi gộp đối với hàng sản xuất tăng từ 37,5% (năm 2008) lên 43% (9 tháng năm 2010).

Thị trường và vị thế Công ty

TRA đang là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất đông dược tại Việt Nam. Đối thủ cạnh tranh chính của TRA là OPC tuy nhiên mức độ cạnh tranh giữa hai công ty còn chưa cao vì mỗi công ty đang chiếm lĩnh một vùng thị trường (OPC đang có thế mạnh ở thị trường miền Nam). Ngoài ra, sản phẩm chủ lực của TRA là hoạt huyết dưỡng não có tác dụng khác với hai sản phẩm chính của OPC là kim tiền thảo và cao ích mẫu. Tuy nhiên, các công ty trong nước cụ thể là DHG cũng đang có chủ trương phát triển các sản phẩm đông dược và nhiều khả năng sẽ trở thành đối thủ lớn trong tương lai nhờ vào vị thế sẵn có. Ngoài ra, TRA cũng đang gặp phải sự cạnh tranh từ hàng nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc. Nhìn chung, cạnh tranh trong lĩnh vực đông dược đang ở mức độ vừa phải nhưng sẽ tăng lên nhanh chóng.

TRA đang chủ trương đẩy mạnh khai thác thị trường miền Nam với việc đầu tư tổng kho và phát triển hệ thống phân phối tại đây. Năm nay, doanh thu từ thị trường này sẽ tăng khoảng 50% so với năm trước. Lũy kế 9 tháng năm 2010, doanh thu hàng tự sản xuất của TRA cao hơn gấp đôi OPC và giữ vị trí thứ 4 trong số các công ty niêm yết trong ngành dược (sau DHG, IMP và DMG). Công ty hiện chiếm khoảng 4% thị phần thuốc sản xuất trong nước.

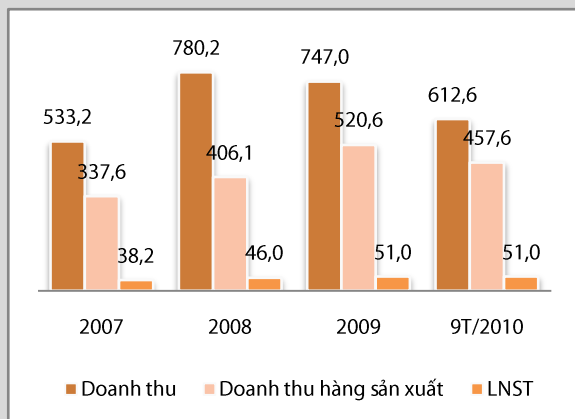
Đầu tư khác

TRA đã đầu tư trường lớp và chuẩn bị đưa trường Trung cấp y dược vào hoạt động với quy mô ban đầu khoảng 200 sinh viên. Tuy nhiên, TRA chủ trương không phát triển mạnh mẽ ngành này vì có khá nhiều trường trung cấp và cao đẳng y tế ở xung quanh.

Ban đầu, TRA dự định sẽ xây dựng tòa nhà 9 tầng tại 75 Yên Ninh, Ba Đình có

Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC TRA

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2008	2009	9T/2010	Ngành*
Lãi gộp/DT	20,7%	28,8%	33,4%	34,1%
Lãi hoạt động/DT	7,4%	10,3%	12,7%	15,0%
LNST/DT	5,9%	6,8%	8,3%	12,2%
ROE	17,9%	19,2%	-	22,9%
ROA	12,8%	12,5%	-	14,8%
DT/TTS	2,2	1,8	-	1,2
Vòng quay hàng tồn kho	4,2	4,5	-	3,7
Vòng quay khoản phải thu	6,2	3,5	-	4,1
Vòng quay khoản phải trả	8,5	6,6	-	3,9

Nguồn: BCTC TRA và VDSC tổng hợp

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

Khả năng thanh toán	2008	2009	9T/2010	Ngành*
Thanh toán hiện hành	3,1	2,5	2,3	2,1
Thanh toán nhanh	1,6	1,6	1,5	1,5
Thanh toán tiền mặt	0,29	0,0	0,1	0,5

Tổng nợ/VCSH	39,6%	53,8%	61,7%	55,3%
Tổng nợ/TTS	28,4%	35,0%	38,2%	35,6%
Vay ngắn hạn/VCSH	9,8%	21,8%	22,7%	18,8%
Vay dài hạn/VCSH	-	-	-	3,5%
Vay ngắn hạn/TTS	7,0%	14,2%	14,0%	12,1%
Vay dài hạn/TTS	-	-	-	2,2%

Nguồn: BCTC TRA và VDSC tổng hợp

**: bình quân ngành của cả năm 2009*

diện tích 800 m2. Tuy nhiên, vì một số khó khăn trong thủ tục hành chính nên TRA chỉ xây dựng một tòa nhà nhỏ tại đây để làm văn phòng hội sở.

Tiềm năng tăng trưởng

TRA đã hoàn thành các thủ tục xin cấp đất và đang thực hiện các công tác đền bù, san lấp mặt bằng tại 4,6ha đất ở xã Tân Quang, Văn Lâm, Hưng Yên để xây dựng nhà máy mới tại đây. Dự kiến chi phí đền bù san lấp khoảng 25 tỷ. Nhà máy Hoàng Liệt sau này cũng sẽ di dời về đây và đất ở Hoàng Liệt có thể sẽ được sử dụng cho mục đích đầu tư bất động sản.

Do thuốc là nhu cầu thiết yếu của người dân và gần đây nhu cầu sử dụng các loại thuốc có nguồn gốc từ thiên nhiên như đông dược đang tăng lên nên triển vọng của Công ty là khá lớn. Hiện tại, công suất của 2 nhà máy vẫn chưa khai thác hết nên TRA vẫn có thể duy trì sự tăng trưởng trong thời gian tới. Đặc biệt trong năm sau, nhiều khả năng TRA CNC sẽ sát nhập vào TRA nên các tỷ suất sinh lợi trên doanh thu sẽ được cải thiện.

Rủi ro kinh doanh

Phần lớn nguyên liệu của TRA có nguồn gốc trong nước nên Công ty ít chịu rủi ro tỷ giá như các công ty khác trong ngành. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh từ hàng nhập khẩu và các công ty dược trong nước cũng là trở ngại lớn đối với sự tăng trưởng của Công ty. Ngoài ra, hàng giả hàng nhái kém chất lượng cũng ảnh hưởng lớn đến uy tín của Công ty.

Tình hình tài chính

Do TRA chủ trương giảm kinh doanh hàng hóa và đẩy mạnh hàng sản xuất nên doanh thu năm 2009 sụt giảm so với năm 2008. Nhờ vào chính sách này, doanh thu từ hàng tự sản xuất có sự tăng trưởng ổn định và kéo theo lợi nhuận của Công ty. Bên cạnh đó, các tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu cũng được cải thiện dần.

Lũy kế 9 tháng 2010, doanh thu của TRA đạt 612,6 tỷ (hoàn thành 68,1% kế hoạch) trong khi doanh thu của hàng sản xuất là 457,6 tỷ (hoàn thành 68,5% kế hoạch). So với cùng kỳ, doanh thu tăng 14% và doanh thu hàng sản xuất tăng gần 23%. Sở dĩ TRA đạt kết quả khả quan như vậy một phần cũng nhờ giá của sản phẩm hoạt huyết dưỡng não tăng 20-22% và một số sản phẩm như thuốc xương khớp và nước súc miệng có sự tăng trưởng tốt. LNST lũy kế 9 tháng là 51 tỷ, hoàn thành 83,3% kế hoạch và tăng 24,4% so với cùng kỳ.

Nguyên nhân chủ yếu của sự tăng trưởng về mặt lợi nhuận là do doanh thu hàng sản xuất tăng và tỷ suất lãi gộp đối với hàng sản xuất cũng tăng lên 43,3% (so với con số của cùng kỳ là 38%). Mặt khác, tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu đã tăng từ 12,6% lên 15% do Công ty chú trọng phát triển khâu phân phối và đã lập thêm 4 chi nhánh trong năm nay. Ngoài ra, chi phí quản lý trên doanh thu tăng từ 4,6% lên 5,6% và chi phí lãi vay cũng tăng thêm 4 tỷ so với năm trước.

So với bình quân ngành, tỷ suất lãi gộp của TRA là gần tương đương. Tuy nhiên, do tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu (15%) và của TRA trong năm nay cao hơn bình quân ngành (13,3%). Bên cạnh đó, TRA đang phải chịu mức thuế suất là 28% thuộc dạng cao nhất ngành. Do đó, tỷ suất lãi ròng của TRA lại thấp hơn khá nhiều so với bình quân ngành.

Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

TRA có khoản nợ vay ngắn hạn khoảng 75,1 tỷ vào cuối quý 3 năm nay và cấu trúc nợ của Công ty nhìn chung không quá khác biệt so với ngành.

Khoản phải thu và hàng tồn kho cao làm cho hệ số thanh toán hiện hành của TRA cao hơn bình quân ngành trong khi các chỉ số thanh toán nhanh và tiền mặt lại chỉ tương đương và thấp hơn. Hệ thống bệnh viện chiếm 40% doanh

P/E và P/BV ngành

Mã	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
PMC	142,6	4,8
DHT	232,9	14,2
OPC	306,3	6,2
DCL	324,2	5,6
MKP	451,3	7,4
DMC	568,9	6,3
IMP	673,0	7,8
SPM	931,0	14,9
DVD	1.070,7	3,7
DHG	2.931,8	7,5
Bình Quân		7,4

thu của TRA nên khoản phải thu của TRA cao chiếm khoảng 55,3% tài sản ngắn hạn (tỷ lệ này trong ngành khoảng 42,6%). Ngoài ra, đến hết quý 3, hàng tồn kho của TRA cũng tăng thêm 46 tỷ và chiếm khoảng 35,6% tài sản ngắn hạn, cao hơn một ít so với ngành (31,2%).

DỰ PHÓNG

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 900 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 61 tỷ. Chúng tôi cho rằng TRA không thể đạt mục tiêu doanh thu nhưng sẽ vượt mục tiêu lợi nhuận với những kết quả mà Công ty đã đạt được sau 9 tháng đầu năm nay.

Kết quả kinh doanh. Do công suất máy móc hiện tại vẫn chưa sử dụng hết nên TRA vẫn có thể duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu đối với hàng tự sản xuất. Đến hết quý 3 năm nay, doanh thu hàng tự sản xuất tăng khoảng 23% so với cùng kỳ. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự đoán doanh thu từ hàng sản xuất sẽ tăng 22,5% và đạt 637,7 tỷ cho cả năm 2010. Ngoài ra, Công ty tiếp tục hạn chế kinh doanh hàng hóa nên chúng tôi dự đoán doanh thu từ bán thành phẩm sẽ chiếm khoảng 75% doanh thu của TRA trong năm nay. Như vậy, doanh thu năm 2010 sẽ đạt 850,3 tỷ, tăng 13,8% so với năm 2009 và bằng 94,5% kế hoạch. Với việc mở rộng hệ thống phân phối và tập trung khai thác thị trường miền Nam, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng doanh thu của TRA sẽ là 15%/năm trong các năm tới.

Tỷ suất lãi gộp sau 3 quý đầu năm là 33,4% và chúng tôi dự báo tỷ suất này sẽ là 33% cả năm nay. Trong năm sau, do công suất nhà máy được khai thác nhiều hơn và việc sát nhập TRA CNC vào Công ty sẽ làm tỷ suất lãi gộp tăng mạnh lên vào khoảng 37%. Tuy nhiên, từ năm 2011 trở đi, tỷ suất này sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và chi phí đầu vào biến động khó lường.

Các chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu năm nay được dự báo là 15% và 5,6%. Cũng do cạnh tranh, hai chỉ số này sẽ tăng dần.

Bảng cân đối kế toán

Về đầu tư vào tài sản cố định, năm nay, TRA đã nâng cấp dây chuyền máy móc ở TRA Sapa và thành lập các chi nhánh mới nên nguyên giá TSCĐ sẽ tăng khoảng 20 tỷ. Trong năm 2011, việc sát nhập với TRA CNC sẽ làm tài sản cố định của Công ty tăng lên đáng kể khoảng 137 tỷ. Các năm còn lại, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng trưởng xung quanh 30 tỷ để đảm bảo sự tăng trưởng doanh thu.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Ngoài ra, chúng tôi dự báo TRA sẽ bắt đầu trả bớt các khoản nợ ngắn hạn từ năm 2012 nên chỉ số Tổng nợ/ Tổng tài sản giảm xuống khoảng 27,2% vào năm 2014.

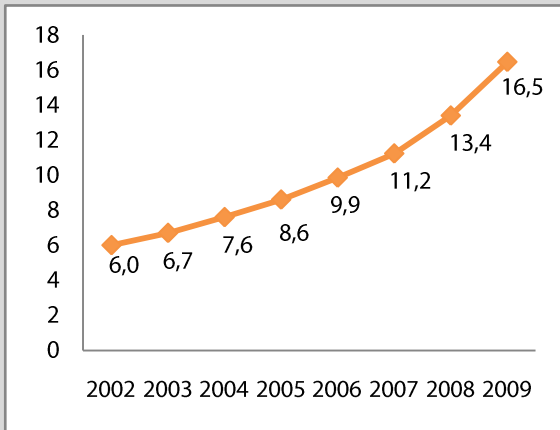
Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của TRA là 850,3 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 70 tỷ, tương đương mức EPS (trên số lượng cổ phiếu hiện hành 12.237.729) vào khoảng 5.723 đồng/cp. Năm 2011, doanh thu và LNST được dự phóng lần lượt là 977,9 tỷ và 105,8 tỷ.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá TRA với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành được (7,4). Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn đến hết năm 2014 được ước tính là 17,2%. Sau năm 2014, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được dự báo là 15,8% và 6,5%.

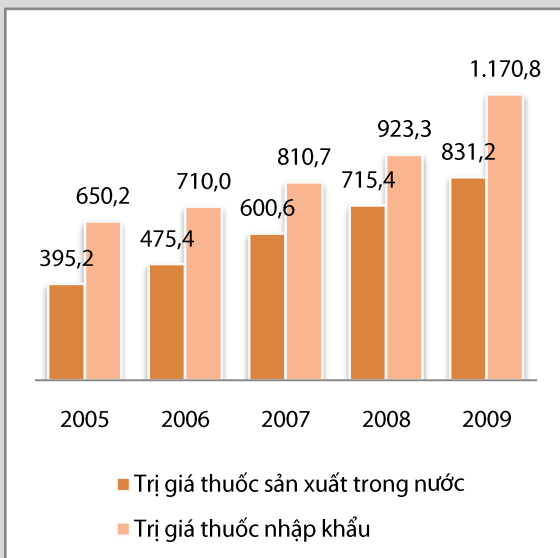
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	54.968	60%	32.981
P/E	42.352	40%	16.941
Giá bình quân		100%	49.922

Tiền thuốc bình quân đầu người (USD/người):



Nguồn: Bộ Y Tế

Tăng trưởng sản xuất trong nước:



Nguồn: Bộ Y Tế

SƠ LƯỢC NGÀNH DƯỢC

Những nét chính trong thời gian qua

Dược phẩm là một trong những mặt hàng thiết yếu của người dân nên ngành dược ít chịu ảnh hưởng của chu kỳ kinh tế và có tốc độ tăng trưởng ổn định. Ngành dược Việt Nam vẫn còn non trẻ với chi tiêu cho ngành năm 2009 chỉ chiếm 1,6% GDP. Chi tiêu y tế của người dân tăng gần 3 lần từ 5,4 USD/người/năm lên 19,6 USD/người/năm trong giai đoạn 2000-2009. Tuy nhiên, mức chi tiêu này vẫn thấp so với mức chi tiêu trung bình của thế giới (40USD/người/năm).

Mặc dù vậy, ngành Dược ở Việt Nam có nhiều tiềm năng để phát triển: dân số đông và ngày càng tăng, mức sống người dân cũng được nâng lên và vấn đề sức khỏe cũng được quan tâm nhiều hơn. Thị phần thuốc sản xuất trong nước tăng trưởng với tốc độ bình quân gần 20%/năm trong vòng 10 năm trở lại đây nhưng chỉ chiếm khoảng 49% tổng thị phần thuốc sử dụng. Nguyên nhân là do phần lớn thuốc sản xuất trong nước đều là thuốc generic có giá trị bằng 1/2 hoặc 1/3 so với thuốc ngoại đặc trị. Các tập đoàn Dược lớn trên thế giới như Sanofi – Aventis, GSK và Pfizer đang chiếm lĩnh phân khúc thuốc đặc trị có giá trị cao.

Tính đến năm 2009, cả nước có 98 nhà máy đạt chuẩn GMP, 98 cơ sở đạt GLP và 126 nhà kho đạt GSP. Do hạn chế về mặt công nghệ, các công ty dược trong nước phải nhập khẩu khoảng 90% nhu cầu nguyên vật liệu từ nước ngoài.

Triển vọng ngành

RNCOS dự báo trong giai đoạn 2009-2012, ngành dược ở các nước đang phát triển có thể tăng trưởng 12-15%/năm.

Chính phủ chủ trương đưa thị phần thuốc sản xuất trong nước đạt từ 60% trở lên và khuyến khích gia tăng sản xuất nguyên phụ liệu trong nước để thay thế nguồn nguyên liệu nhập khẩu.

Theo lộ trình gia nhập WTO, ngành dược sẽ dần mất đi sự bảo hộ từ Chính Phủ nên các công ty trong nước sẽ chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ các tập đoàn nước ngoài. Tuy nhiên, với lợi thế về hệ thống phân phối với 2 kênh chủ yếu là hệ điều trị-bệnh viện và hệ thương mại, các công ty trong nước vẫn đủ sức cạnh tranh và tiếp tục tăng trưởng.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 15/11/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/09/10 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/09/10 (x)	9 tháng/2010			
								Doanh thu	%KH	LNST	% KH
								(tỷ VND)		(tỷ VND)	
DCL	324,2	575,5	68,9	5.870	31.273	5,6	1,1	464,1	61,9%	42,3	65,1%
MKP	451,3	646,8	61,2	6.644	37.231	7,4	1,3	629,8	87,5%	57,0	95,0%
TRA	532,3	747,0	51,1	4.963	27.058	8,8	1,6	612,6	68,1%	51,0	83,3%
DMC	568,9	1.067,9	76,4	5.160	30.569	6,3	1,1	742,3	61,9%	69,0	70,5%
IMP	673,0	660,1	65,7	7.407	49.417	7,8	1,2	522,0	68,5%	66,7	98,8%
SPM	931,0	254,7	62,4	4.456	24.254	14,9	2,7	251,1	72,8%	67,9	52,2
DVD	1.070,7	917,2	108,8	15.642	30.502	3,7	1,9	1.039,3	86,6%	133,0	91,8%
DHG	2.931,8	1.746,0	362,3	14.650	43.911	7,5	2,5	1.375,7	71,7%	244,7	89,0%

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)				
Doanh thu	545,5	596,0	646,8	862,2
Lợi nhuận HĐKD	82,4	78,7	85,6	95,7
Lợi nhuận trước thuế	85,3	80,2	80,9	91,3
Lợi nhuận sau thuế	62,8	61,7	61,2	70,3
EBIT	85,4	80,5	80,9	91,3
EBITDA	93,0	92,5	94,6	106,3
Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)				
Tiền mặt	45,2	13,1	30,1	11,7
Tài sản ngắn hạn	318,6	296,7	327,8	363,2
Tài sản cố định	48,6	89,2	102,8	109,1
Tổng tài sản	385,8	400,9	447,4	489,4
Tổng nợ vay	-	-	-	-
Tổng nợ	70,6	66,3	77,9	105,1
Vốn chủ sở hữu	290,5	307,6	342,7	382,2
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	16,8%	9,3%	8,5%	33,3%
Lợi nhuận trước thuế	34,9%	-6,0%	0,9%	12,8%
Lợi nhuận sau thuế	27,3%	-1,8%	-0,8%	14,8%
Tổng tài sản	19,4%	3,9%	11,6%	9,4%
Vốn chủ sở hữu	19,0%	6,4%	10,2%	4,1%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	30,9%	26,7%	25,0%	21,3%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	15,6%	13,5%	12,5%	10,6%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	11,5%	10,3%	9,5%	8,2%
ROA	16,3%	15,4%	13,7%	14,4%
ROE	19,9%	18,4%	16,6%	18,3%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	1,4	1,5	1,4	1,8
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	1,7	1,8	1,8	2,2
Vòng quay các khoản phải thu	5,6	7,4	6,7	7,1
Vòng quay hàng tồn kho	2,3	2,4	3,2	3,1
Vòng quay các khoản phải trả	7,5	8,3	7,3	7,4
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	6,3	5,6	4,9	4,0
Khả năng thanh toán nhanh	3,1	2,2	2,6	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	0,4	1,1	0,1
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	22,4%	19,8%	21,1%	27,4%
Nợ vay / Tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng nợ / Tổng tài sản	18,3%	16,5%	17,4%	21,5%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**