

**NGÀNH: DƯỢC PHẨM**
**Ngày 14 tháng 08 năm 2020**
**CÔNG TY CỔ PHẦN TRAPHACO (HSX: TRA)**
**Nguyễn Vũ Cương**

Chuyên viên phân tích

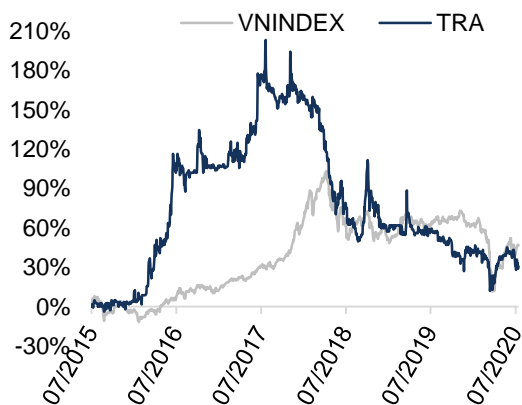
 Email: [cuongnv2@fpts.com.vn](mailto:cuongnv2@fpts.com.vn)

Tel.: (+84) 24 3773 9058 – Ext.: 4309

Người phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó giám đốc phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu TRA và VNINDEX**

**Thông tin giao dịch (14/08/2020)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	56.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	62.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	45.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	41,45
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	41,45
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	6.222
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.342,0
EPS trailing (VNĐ/cp)	4.532,0
P/E trailing	12,5x

**Thông tin doanh nghiệp**

Tên	CTCP Traphaco
Địa chỉ	75 Yên Ninh, Ba Đình, Hà Nội
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh dược phẩm
Lợi thế cạnh tranh	Tự nuôi trồng và thu hái dược liệu đạt chuẩn WHO-GACP
Rủi ro chính	Tiến độ tiếp nhận công nghệ từ đối tác bị đình trệ

**Cơ cấu cổ đông (14/08/2020)**

Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC)	35,7%
Magbi Fund Ltd. (Mirae Asset)	25,0%
Super Delta Pte. Ltd. (Daewoong Pharmaceutical Co.)	15,1%
Cổ đông nội bộ	6,7%
Cổ đông khác	17,5%

**Giá thị trường (14/08/2020) 56.500 Khuyến nghị**
**Giá mục tiêu 59.400**
**Chênh lệch +5,2%**
**THEO DÕI**
**MẢNG ĐÔNG DƯỢC TIẾP TỤC GẶP KHÓ KHĂN**
**ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG ĐẾN TỪ MẢNG TÂN DƯỢC**

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu TRA – CTCP Traphaco, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E để xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu TRA là 59.400 đồng/cp, cao hơn 5,2% so với giá đóng cửa ngày 14/08/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu TRA cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi cổ phiếu TRA về mức giá 47.600 đồng/cp, thấp hơn 15,8% so với mức giá hiện tại.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**
**► Doanh thu mảng tân dược (chiếm 23,5% doanh thu) có triển vọng tăng trưởng tích cực.**

- Doanh thu nhóm thuốc mắt gồm Quimoxi, Ofloxacin và Tobramycin tăng trưởng 35,5% yoy năm 2019 và tiếp tục có sản phẩm mới là Quimodex và Samaca năm 2020. CAGR nhóm thuốc mắt ở Việt Nam được dự báo đạt 9,8%/năm giai đoạn 2019-2024 (*Euromonitor*).
- Nhu cầu các sản phẩm tăng miễn dịch và chăm sóc sức khỏe cá nhân như Antot Thymo, Natri Clorid và T-B tăng trong bối cảnh dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp trong Q1 2020 và có khả năng trở lại vào Q3 2020.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**
**► Doanh thu mảng Đông dược giảm sút, chỉ đạt 1.005,9 tỷ đồng năm 2019 (-10,1% yoy) do (i) gặp phải sự cạnh tranh cao từ các sản phẩm tương đồng ở kênh OTC và (ii) nguồn nguyên liệu đạt WHO-GACP chưa mang lại lợi thế ở kênh ETC do các gói thuốc trúng thầu theo thông tư 11/2016 cũ có thời hạn cung cấp kéo dài.**
**► Quản lý chi phí chưa hiệu quả:** Tỷ trọng chi phí bán hàng tăng từ 21,2% (2016) lên 28,6% (2019) do TRA đầu tư cho trình dược viên và thay đổi chính sách bán hàng, tuy nhiên chưa cải thiện được doanh thu, dẫn đến lợi nhuận sau thuế của TRA giảm 25,3% trong giai đoạn 2016-2019.

**YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- Tiến độ chuyển giao công nghệ và sản xuất thương mại các sản phẩm mới từ đối tác Daewoong Pharmaceutical.
- Tiến độ nâng cấp dây chuyền sản xuất tại nhà máy Tân dược Hưng Yên lên tiêu chuẩn EU-GMP phục vụ định hướng tham gia các nhóm thầu 1-2 của TRA.

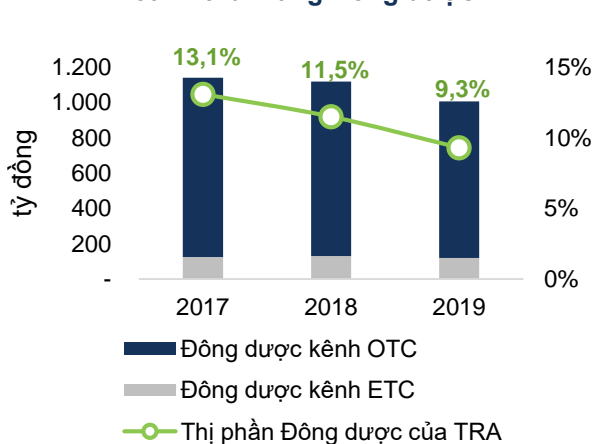
**A. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2019 và 1H 2020**

Khoản mục (tỷ VNĐ)	Kết quả kinh doanh năm 2019				Nhận xét
	2019	% yoy	FPTS dự phóng	% dự phóng	
Tổng doanh thu	1.716,1	-5,1%	1.869,1	91,8%	
Hàng sản xuất – Đông dược	1.005,9	-10,1%	1.163,7	86,4%	<b>Mảng Đông dược:</b> tiếp tục gặp khó khăn khi cạnh tranh về giá ở cả kênh OTC và kênh ETC; thị phần giảm từ 11,5% (2018) xuống 9,3% (2019). Các sản phẩm chủ lực của TRA như Boganic và Hoạt huyết dưỡng não không tăng trưởng tích cực như kỳ vọng khi phải cạnh tranh với các sản phẩm tương đồng.
Hàng sản xuất – Tân dược	402,9	+14,0%	378,9	106,3%	<b>Mảng tân dược:</b> tăng trưởng tích cực nhờ các sản phẩm từ nhóm thuốc nhỏ mắt (+35,5% yoy) và nhóm Antot (+75,0% yoy).
Hàng phân phối	301,7	-7,6%	321,5	93,8%	<b>Mảng phân phối:</b> TRA ngừng hợp tác phân phối các sản phẩm cho Sandoz.
Dịch vụ	4,2	+11,4%	5,0	84,0%	
Doanh thu thuần	1.710,4	-4,9%	1.860,2	91,9%	
Giá vốn hàng bán	770,0	-10,8%	907,4	84,9%	
Lợi nhuận gộp	940,4	+0,6%	952,8	98,7%	Tăng nhẹ nhờ giá vốn hàng bán được cải thiện do TRA đổi từ chính sách khuyến mãi (tính vào giá vốn) sang chính sách tích điểm (tính vào chi phí bán hàng). Lợi nhuận gộp mảng Đông dược chiếm ~73,5% và mảng Tân dược chiếm ~8,9%.
Doanh thu tài chính	4,8	+92,3%	15,8	30,4%	
Chi phí tài chính	17,8	+44,1%	40,0	44,5%	Chi phí lãi vay đến từ các khoản vay dài hạn phục vụ cho việc đầu tư (i) nâng cấp chuẩn EU-GMP cho các dây chuyền tại nhà máy Tân dược Hưng Yên và (ii) bảo trì, mua thêm các dây chuyền chiết xuất tại nhà máy Traphaco Sapa.
Chi phí lãi vay	17,8	+45,6%	15,2	117,1%	
Chi phí bán hàng	489,6	+0,8%	442,8	110,6%	Chi phí bán hàng tăng do đổi từ chính sách khuyến mãi (tính vào giá vốn) sang chính sách tích điểm (tính vào chi phí bán hàng).
Chi phí QLDN	222,9	+0,2%	233,2	95,6%	
Lợi nhuận trước thuế	214,8	-0,6%	252,5	85,1%	
Lợi nhuận sau thuế	170,6	-2,4%	201,7	84,6%	

**Kết quả kinh doanh 06 tháng đầu năm 2020**

Khoản mục (tỷ VNĐ)	1H 2020	% yoy	FPTS dự phóng KQ 2020	% dự phóng 2020	Nhận xét
Tổng doanh thu	849,6	+6,2%	1.808,7	47,0%	
Hàng sản xuất <sup>(*)</sup>	708,6	+8,2%	1.499,1	47,3%	Các Đông dược được sản xuất từ nguyên dược liệu đạt WHO-GACP như Boganic, Ampelop bắt đầu trúng thầu ở nhóm 1 cho thuốc Đông dược theo thông tư 15/2019/TT-BYT mới.
Hàng phân phối	139,8	-2,0%	304,5	45,9%	Dịch bệnh COVID-19 làm tăng nhu cầu sử dụng và tích trữ một số tân dược và sản phẩm bảo vệ, chăm sóc sức khỏe cá nhân, gồm: sản phẩm cải thiện miễn dịch Antot Thymo, dung dịch nhỏ mắt Natri Clorid, và nước súc miệng T-B.
Dịch vụ	1,2	-47,8%	5,0	24,0%	
Doanh thu thuần	848,2	+6,6%	1.800,2	47,1%	
Giá vốn hàng bán	401,6	+8,6%	863,0	46,5%	
Lợi nhuận gộp	446,6	+4,8%	937,2	47,7%	
Chi phí bán hàng	227,1	+2,6%	495,3	45,9%	
Chi phí QLDN	103,9	-3,2%	216,0	48,1%	Chi phí chuyển giao công nghệ giảm do dịch bệnh trì hoãn tiến độ chuyển giao công nghệ từ đối tác Daewoong Pharmaceutical.
Lợi nhuận trước thuế	112,3	+23,5%	225,5	49,8%	
Lợi nhuận sau thuế	90,3	+23,6%	181,1	49,7%	

*(\*)Chúng tôi không có dữ liệu về cơ cấu doanh thu mảng Đông dược và tân dược TRA tự sản xuất trong 06 tháng đầu năm 2020.*

**I. Mảng Đông dược của TRA tiếp tục gặp áp lực cạnh tranh cao**
**1. Năm 2019: Sản phẩm truyền thống không có lợi thế, TRA tìm hướng phát triển sản phẩm mới**
**Doanh thu mảng Đông dược TRA**


Nguồn: TRA, Euromonitor, FPTS tổng hợp

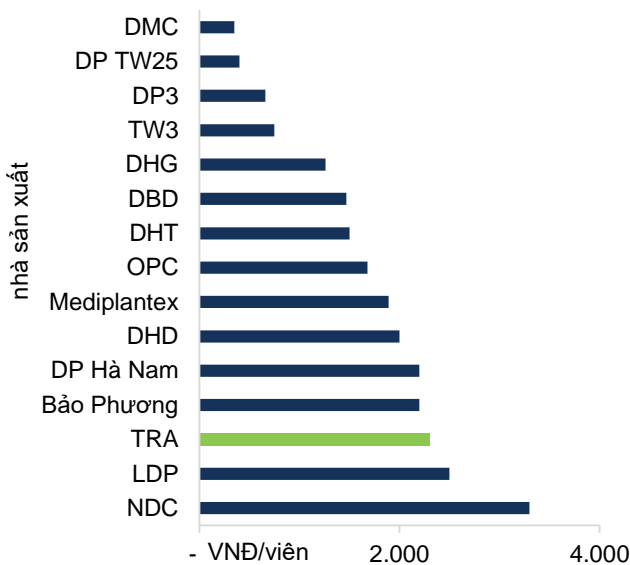
Doanh thu các sản phẩm Đông dược của TRA đạt 1.005,9 tỷ đồng (-10,1% yoy), khiến thị phần mảng Đông dược của TRA giảm xuống 9,3% năm 2019, trong đó:

- Doanh thu Đông dược từ kênh bán lẻ (OTC) đạt 886,7 tỷ (-10,3% yoy).
- Doanh thu Đông dược từ kênh đấu thầu/kênh bệnh viện (ETC) đạt 119,2 tỷ (-8,1% yoy).

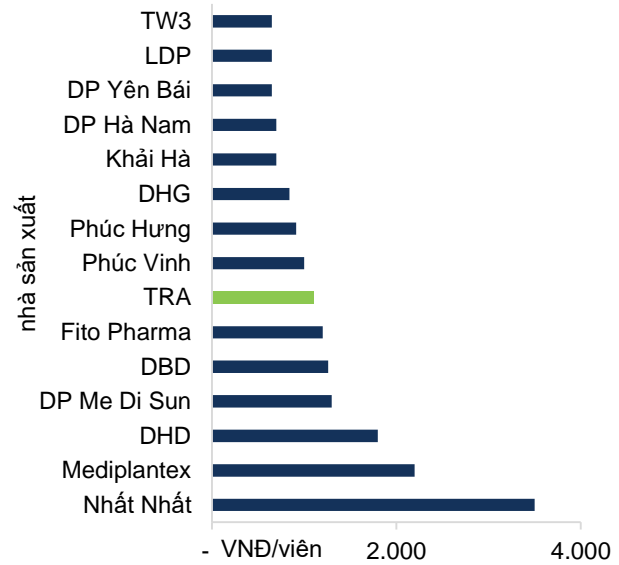
Nguyên nhân chính do doanh nghiệp gặp phải sự cạnh tranh cao về giá từ các sản phẩm Đông dược tương đồng ở cả kênh OTC và ETC, đặc biệt với các sản phẩm chủ lực như Boganic, Hoạt huyết dưỡng não – Cebraton, Tottri (chiếm ~50% doanh thu hàng tự sản xuất của TRA).

**Cạnh tranh về giá ở kênh OTC:** Chúng tôi thống kê được ít nhất 50 sản phẩm cùng nhóm tác dụng với Boganic và ít nhất 30 sản phẩm cùng nhóm tác dụng với Hoạt huyết dưỡng não đang lưu hành ở Việt Nam. Các sản phẩm này có thành phần dược liệu, tên gọi tương đồng nhưng mẫu mã đa dạng, giá bán cạnh tranh.

**Giá bán kê khai một số thuốc nội địa cùng nhóm tác dụng với Boganic**



**Giá bán kê khai một số thuốc cùng nhóm tác dụng với Hoạt huyết dưỡng não**



Nguồn: Ngân hàng dữ liệu ngành Dược – Cục Quản lý Dược, FPTSS tổng hợp

**Cạnh tranh về giá ở kênh ETC:** Năm 2019 là năm cuối cùng các doanh nghiệp đấu thầu theo quy định về nhóm thầu theo thông tư 11/2016/TT-BYT. Đối với các sản phẩm Đông dược, nhóm thầu chia như sau:

Nhóm	Quy định
Nhóm 1	Đông dược <sup>(1)</sup> được sản xuất trên dây chuyền đạt WHO-GMP do Bộ Y tế Việt Nam chứng nhận.
Nhóm 2	Đông dược được sản xuất trên dây chuyền chưa được Bộ Y tế Việt Nam cấp WHO-GMP.

Nguồn: Bộ Y tế

Với dây chuyền đạt WHO-GMP, TRA có khả năng đấu thầu ở nhóm 1 cho Đông dược và phải cạnh tranh với ~80 doanh nghiệp sản xuất Đông dược khác đạt tiêu chuẩn tương đương. Do chính sách đấu thầu ưu tiên giá, sự khác biệt về tiêu chuẩn chất lượng WHO-GACP của nguyên dược liệu chưa mang lại lợi thế cho TRA.

Do chưa có lợi thế cạnh tranh và khác biệt so với các sản phẩm tương đồng ở cả kênh OTC và kênh ETC, TRA bắt đầu phát triển một số sản phẩm mới trong năm 2019 theo 02 hướng:

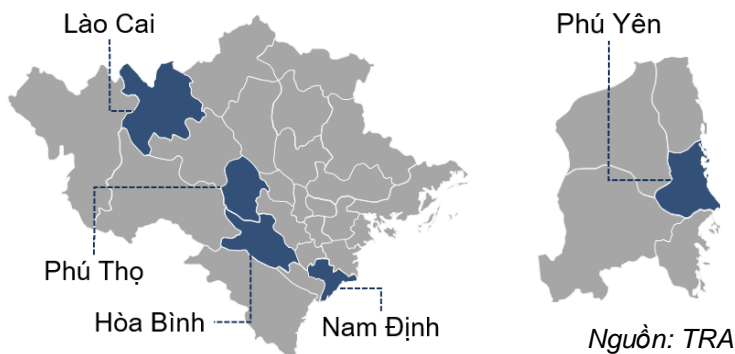
- Thay đổi một phần công thức thuốc và dạng bào chế, nhằm đa dạng hóa đối tượng tiêu dùng cho sản phẩm chủ lực Boganic ([xem thêm](#)).
- Phát triển sản phẩm mới hoàn toàn, nhằm tái cơ cấu danh mục các sản phẩm chủ lực: TRA đã nuôi trồng và chế biến thành công khoảng 30kg Đông trùng hạ thảo khô theo phương pháp sinh khối trong năm 2019 ([xem thêm](#)). Doanh nghiệp đang tiếp tục nghiên cứu để bào chế viên nang Đông trùng hạ thảo.

<sup>(1)</sup> Đông dược bao gồm các loại thuốc cổ truyền và thuốc từ dược liệu.

## 2. 06 tháng đầu năm 2020: Tác động nhẹ từ dịch bệnh COVID-19

### a. Nguồn cung dược liệu của TRA không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh nhờ khả năng tự cung cấp

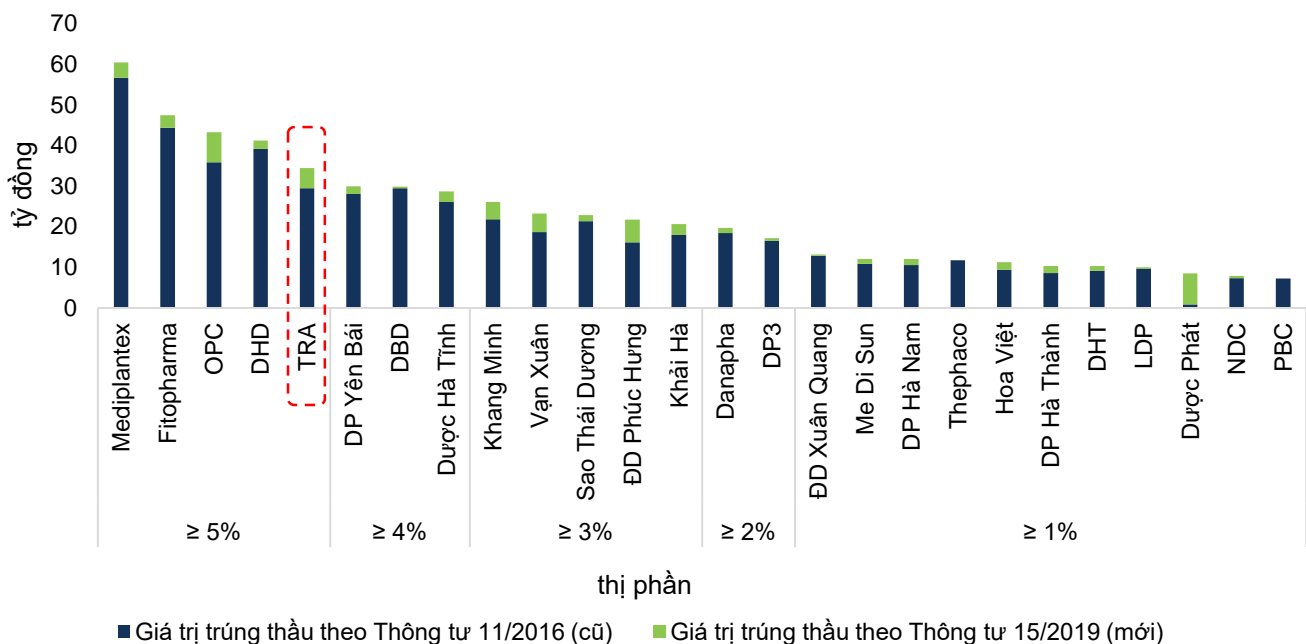
#### Các vùng trồng nguyên liệu đạt WHO-GACP của TRA



TRA không nhập khẩu dược liệu từ Trung Quốc và phát triển các vùng trồng dược liệu ở Việt Nam. Các vùng trồng dược liệu này hoạt động ổn định do không nằm ở vùng bị tác động bởi dịch bệnh, bao gồm Lào Cai, Hòa Bình, Phú Thọ, Nam Định, Phú Yên. Các vùng trồng này cung cấp 88,4% toàn sản lượng nguyên liệu sử dụng hàng năm cho doanh nghiệp. Dược liệu sau khi thu hoạch được chiết xuất tại nhà máy Traphaco Sapa.

### b. Đông dược trúng thầu theo thông tư mới chiếm tỷ trọng nhỏ

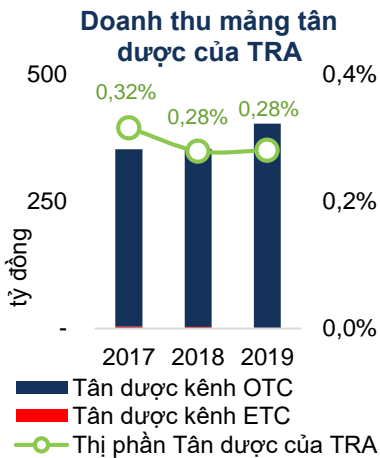
#### Giá trị trúng thầu Đông dược của các doanh nghiệp có thị phần $\geq 1\%$ 1H 2020



Giá trị Đông dược trúng thầu trong 1H 2020 của TRA đạt 34,4 tỷ (~5% thị phần), trong đó Đông dược trúng thầu theo thông tư 15/2019 mới chỉ đạt 4,9 tỷ. Nguyên nhân do các gói thuốc trúng thầu theo thông tư cũ có cam kết cung cấp dài hạn ([xem thêm](#)), khiến giá trị Đông dược trúng thầu theo thông tư 15/2019 mới (thay thế thông tư 11/2016 từ tháng 10/2019) chỉ chiếm ~10,0% giá trị Đông dược trúng thầu. Với nguồn dược liệu đạt WHO-GACP, các sản phẩm của TRA đủ tiêu chuẩn đấu thầu vào nhóm 1 cho Đông dược và dự kiến có giá trị trúng thầu tăng dần khi các gói thuốc trúng thầu theo thông tư 11/2016 cũ hết thời hạn cung cấp.

## II. Mảng Tân dược: tăng trưởng nhờ các dòng sản phẩm mới và tác động từ dịch bệnh

### 1. Doanh thu tân dược tăng trưởng tích cực nhờ các sản phẩm từ dây chuyền thuốc dạng nước



Nguồn: TRA, BMI, FPTS tổng hợp

Năm 2019, doanh thu các sản phẩm tân dược của TRA đạt ~402,9 tỷ (+14,1% yoy) nhờ nhóm thuốc nước tăng trưởng tốt ở kênh OTC:

- Nhóm thuốc nhỏ mắt-mũi: đạt ~102,3 tỷ (chiếm 30-40% doanh thu nhà máy Tân dược Hưng Yên), trong đó 03 dòng thuốc mắt mới Quimoxi, Ofloxacin và Tobramycin tăng trưởng ~35,5% yoy.
- Antot Thymo (tăng sức đề kháng) tăng trưởng ~75,0% yoy.

Mặt khác, doanh thu tân dược từ kênh ETC chỉ đạt ~1,4 tỷ (-52,4% yoy), chiếm tỷ trọng thấp do không có lợi thế cạnh tranh so với ~180 doanh nghiệp trong nước đấu thầu ở nhóm 3-5.

Q1 2020, doanh thu tân dược của TRA tiếp tục cải thiện nhờ dịch bệnh làm tăng nhu cầu sử dụng Antot Thymo (nhằm tăng sức đề kháng) và các sản phẩm chăm sóc sức khỏe cá nhân như Natri Clorid và nước súc miệng T-B.

### 2. Nguồn nguyên liệu API và bao bì không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh

Tác động của dịch COVID-19 lên nguồn cung API từ Trung Quốc và Ấn Độ chỉ kéo dài trong 02 tháng đầu năm 2020 do Trung Quốc tạm dừng hoạt động một số nhà máy và Ấn Độ hạn chế xuất khẩu 13 hoạt chất ([xem thêm](#)). Sang Q2 2020, các hoạt động nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm đã ổn định trở lại ([xem thêm](#)).

Trong 02 tháng đầu năm, nguồn nguyên liệu sản xuất tân dược của TRA không bị ảnh hưởng đáng kể do:

- Các nhà máy sản xuất tại Trung Quốc của một số API chính cho TRA như Moxifloxacin, Tobramycin, và Natri Fluorid có vị trí địa lý cách xa vùng dịch, hoạt động sản xuất ít bị trì hoãn bởi COVID-19 ([xem thêm](#)).
- Không phụ thuộc vào một nguồn cung duy nhất từ Trung Quốc mà nhập thêm từ một số nguồn khác từ Thụy Sĩ và Đức như DSM Nutritional Products Ltd., BASF Corp., Merck KGaA, v.v. với các loại vitamin A, B1, B6, E, PP, v.v. và chủ động tìm một số nguồn cung dự phòng khác tại Ấn Độ.
- Các API chính nhập từ Ấn Độ như Dextromethorphan, Chlorpheniramin Maleat, Loratadine, v.v. không nằm trong danh sách API bị Ấn Độ hạn chế xuất khẩu.
- Bao bì nhập khẩu được thay bằng các nhà cung cấp Việt Nam như CTCP bao bì và in Nông nghiệp.

### 3. Dịch bệnh làm chậm tiến độ chuyển giao công nghệ các sản phẩm tân dược

Năm 2019, TRA tiếp tục tiếp nhận chuyển giao công nghệ, tập trung vào các dòng thuốc nước để tối đa hóa hiệu quả sử dụng dây chuyền thuốc nước tại nhà máy Tân dược Hưng Yên và bắt đầu sản xuất thương mại một số sản phẩm thuốc nước mới: Quimodex và Samaca (thuốc nhỏ mắt) và Feritonic (sản phẩm bổ sung sắt, hỗ trợ điều trị thiếu máu).

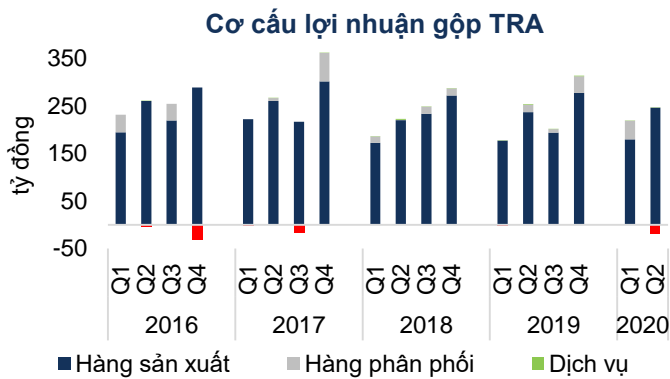
Nửa đầu năm 2020, dịch bệnh trì hoãn việc di chuyển của các đối tác Hàn Quốc, khiến việc chuyển giao công nghệ từ Daewoong Pharmaceutical và sản xuất thương mại cho 07 sản phẩm bị trì hoãn sang năm 2021.

## III. Mảng phân phối: Tái cơ cấu danh mục sản phẩm với các đối tác mới

Năm 2019, doanh thu mảng phân phối của TRA đạt 301,7 tỷ, giảm 7,6% yoy sau khi TRA ngừng phân phối dược phẩm cho Sandoz và dần chuyển sang phân phối các sản phẩm vitamin và thực phẩm bảo vệ sức khỏe cho đối tác mới là Natural Factors (Canada). Các sản phẩm này tăng trưởng tốt trong Q1 2020 do nhu cầu các sản phẩm bảo vệ sự khỏe tăng trong bối cảnh dịch bệnh, giúp doanh thu mảng phân phối của TRA tăng 77,5% yoy. Q2 2020, TRA tiếp tục hợp tác phân phối một số dược phẩm, sản phẩm bảo vệ sức khỏe cho các đối tác từ Hàn Quốc như Curcumin Fast (CJ), dán vết thương Hinom (JW Holdings), Loxmen và Gomzat (Daewoong Pharmaceutical).

## B. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

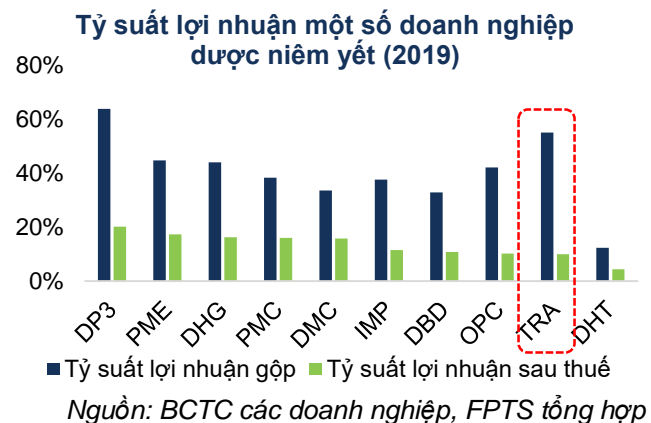
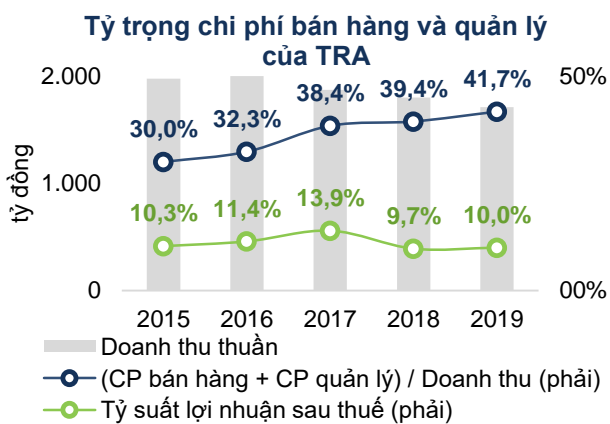
### 1. Lợi nhuận gộp mảng phân phối không ổn định



Nguồn: TRA

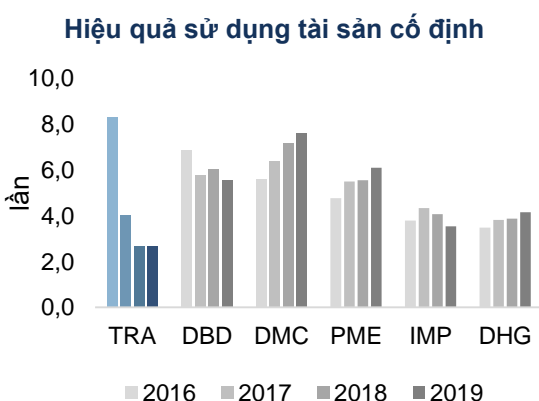
- 2015-2019: TRA chủ yếu phân phối dược phẩm cho Sandoz, tuy nhiên mảng hợp tác này mang lại khoản lỗ cho TRA trong nhiều quý.
- 2019-hiện tại: TRA chuyển sang phân phối các sản phẩm bảo vệ sức khỏe cho Natural Factors – Canada (5 SP), NZ Gold – New Zealand (4 SP), và các đối tác từ Hàn Quốc như Daewoong Pharmaceutical (2 SP), CJ (1 SP), JW Holdings (1 SP). Lợi nhuận gộp mảng phân phối của TRA được cải thiện từ Q2 2019 tới Q1 2020, tuy nhiên sụt giảm trong Q2 2020.

### 2. Khả năng quản lý chi phí chưa được cải thiện



Mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp của TRA được cải thiện từ 46,1% (2015) lên 55,0% (2019) nhờ khả năng tự chủ nguồn nguyên liệu Đông dược, tỷ suất lợi nhuận sau thuế của TRA chỉ ở mức 10,0% (2019), không cải thiện so với mức 10,3% (2015) và tương đối thấp so với các doanh nghiệp tương đồng. Nguyên nhân do tỷ trọng các chi phí bán hàng và quản lý có xu hướng tăng dần, chủ yếu đến từ các khoản (i) chi phí cho trình duyệt viên và chi phí cho các chương trình bán hàng mới như chương trình tích điểm và (ii) chi phí chuyển giao công nghệ từ đối tác Daewoong Pharmaceutical.

### 3. Hiệu quả sử dụng tài sản cố định giảm do quá trình nâng cấp EU-GMP cho nhà máy kéo dài

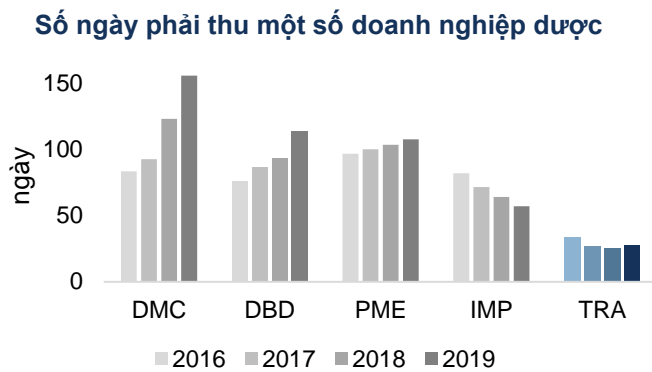


Nguồn: BCTC doanh nghiệp, FPTTS tổng hợp

Vòng quay tài sản cố định của TRA giảm đáng kể từ 8,3 lần xuống 2,7 lần trong giai đoạn 2016-2019, nguyên nhân chính do hiệu quả sử dụng nhà máy Tân dược Hưng Yên thấp:

- TRA hoàn thành xây dựng nhà máy Tân dược Hưng Yên năm 2017, làm tăng giá trị tài sản cố định lên 1,63 lần.
- Nhà máy chưa đạt chuẩn EU-GMP, làm trì hoãn định hướng tham gia đấu thầu tân dược ở nhóm 1-2. Các sản phẩm được sản xuất theo tiêu chuẩn WHO-GMP hiện tại chưa có lợi thế cạnh tranh và gặp khó khăn ở kênh ETC.
- Quá trình chuyển giao công nghệ các sản phẩm mới từ đối tác Daewoong Pharmaceutical kéo dài, chưa được đưa vào sản xuất thương mại tại nhà máy mới như dự kiến.

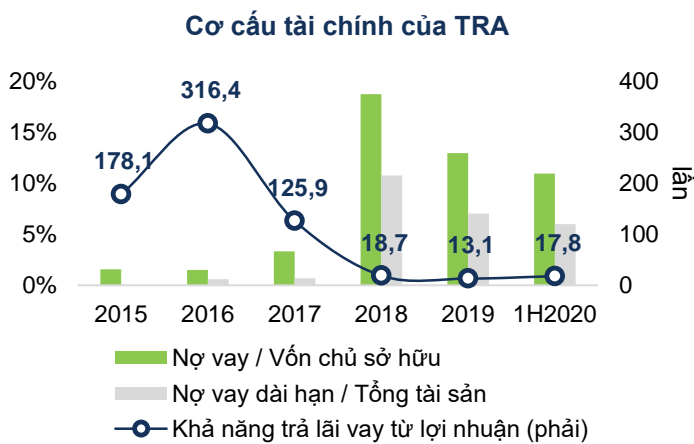
#### 4. Tiếp tục quản lý công nợ với chính sách bán hàng khắt khe



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

TRA áp dụng chính sách bán hàng thu tiền ngay với các khách hàng bán lẻ. Số ngày phải thu bình quân liên tục được cải thiện từ 48,2 (2015) xuống 33,8 (2019). Trong giai đoạn 2016-2019, số ngày phải thu của TRA ở dao động ở mức 25,5-33,9 ngày, tương đối thấp so với một số doanh nghiệp tương đồng. Điều này cho thấy khả năng kiểm soát công nợ tốt của TRA, tuy nhiên cũng làm giảm khả năng cạnh tranh về chính sách bán hàng của doanh nghiệp do quá khắt khe.

#### 5. Cơ cấu tài chính an toàn

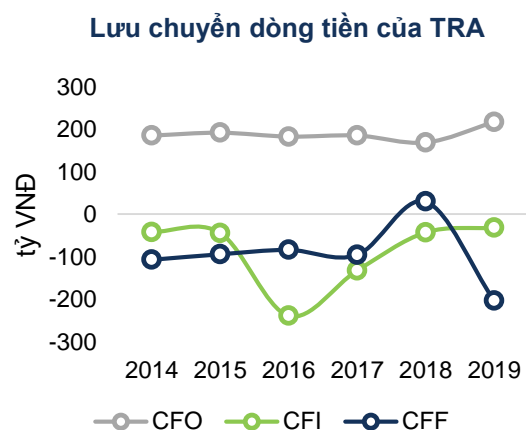
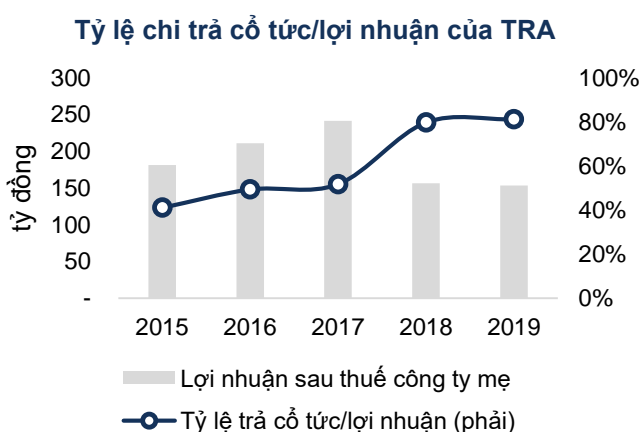


Nguồn: TRA, FPTS tổng hợp

Tỷ lệ nợ vay của TRA tương đối thấp, được duy trì ở mức <0,2 lần vốn chủ sở hữu. Các khoản nợ vay tăng lên từ năm 2017 do TRA đầu tư vào tiêu chuẩn EU-GMP cho các dây chuyền sản xuất tại nhà máy tân được ở Hưng Yên (nhà máy Được Việt Nam).

Khả năng trả lãi vay dựa trên lợi nhuận của TRA ở mức rất an toàn trong giai đoạn 2015-2017 do doanh nghiệp hầu như không vay nợ. Các khoản nợ vay của TRA tăng lên để phục vụ việc nâng cấp nhà máy rong giai đoạn 2017-2019, tuy nhiên khả năng trả lãi vay của TRA vẫn an toàn ở mức 13,1 lần.

#### 6. Chính sách trả cổ tức ổn định



Nguồn: TRA, FPTS tổng hợp

Năm 2019, TRA tiếp tục duy trì việc trả cổ tức ổn định ở mức 3.000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với 81,1% lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ, làm giảm dòng tiền từ hoạt động tài chính của TRA. Đây là mức cổ tức hấp dẫn và tương đối ổn định đối với các cổ đông; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chính sách chi trả này chưa hợp lý trong bối cảnh TRA đang cần các dòng tiền đầu tư vào việc hoàn thiện, rút ngắn thời gian nâng cấp nhà máy Tân được Hưng Yên theo tiêu chuẩn EU-GMP và chuyển giao công nghệ các tân được mới.

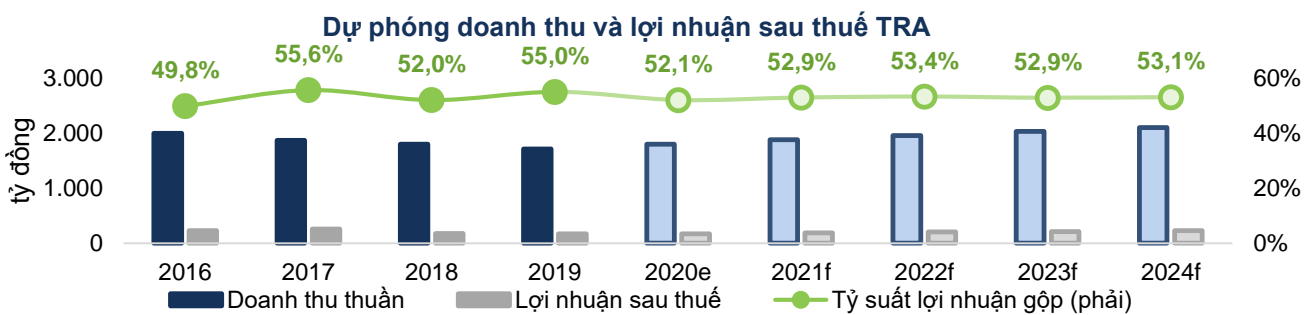


### C. KẾ HOẠCH KINH DOANH 2020 VÀ ĐÁNH GIÁ

TRA đặt kế hoạch tăng trưởng tổng doanh thu ở mức 16,5% cho năm 2020, trong đó động lực tăng trưởng chính đến từ các sản phẩm Tân dược với mức tăng trưởng đạt khoảng 40,9% yoy.

Khoản mục	2019 (tỷ đồng)	Kế hoạch 2020 (tỷ đồng)	% yoy
Tổng doanh thu	1.716,1	2.000,0	+16,5%
Tân dược	489,6	690,0	+40,9%
Đông dược & sản phẩm khác	1.226,5	1.310,0	+6,8%
Lợi nhuận sau thuế	170,6	180,0	+5,5%

Với tổng doanh thu 1H 2020 đạt 849,6 tỷ (+6,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế 1H 2020 đạt 90,3 tỷ (+23,6% yoy) TRA đã hoàn thành 42,5% kế hoạch doanh thu và 50,1% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm. Chúng tôi đưa ra dự phóng thận trọng hơn cho tổng doanh thu của TRA trong năm 2020 là 1.808,7 tỷ đồng (+5,2% yoy), trong đó mảng Đông dược và Tân dược lần lượt đạt 1.039,7 tỷ đồng (+3,7% yoy) và 451,0 tỷ đồng (+12,3% yoy); lợi nhuận sau thuế đạt 181,1 tỷ đồng (+6,1% yoy), nguyên nhân do chi phí phát sinh từ việc chuyển giao công nghệ giảm khi dịch bệnh khiến tiến độ chuyển giao bị trì hoãn.



Chúng tôi cho rằng mảng Đông dược của TRA đã đạt mức bão hòa và tiếp tục phải đối mặt với sự cạnh tranh cao từ các sản phẩm tương đồng. Khả năng phát triển và sản xuất thương mại được các sản phẩm mới như Đông trùng hạ thảo để tái cơ cấu danh mục các sản phẩm chủ lực là yếu tố cần theo dõi đối với doanh nghiệp.

Mảng tân dược sẽ là động lực tăng trưởng của TRA từ năm 2020 với định hướng mở rộng danh mục sản phẩm qua việc tiếp nhận công nghệ sản xuất chuyển giao từ đối tác Daewoong Pharmaceutical. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ diễn ra chậm do:

- Ở kênh OTC, các tân dược chủ lực, gồm nhóm thuốc nhỏ mắt, có triển vọng tích cực do nhu cầu sử dụng thuốc nhỏ mắt ở Việt Nam được dự báo đạt mức tăng trưởng hàng năm kép 9,8%/năm trong giai đoạn 2019-2024 do ảnh hưởng từ ô nhiễm môi trường và mức độ sử dụng các thiết bị điện tử cao (*Euromonitor*). Tuy nhiên, các sản phẩm này chứa kháng sinh và nằm trong nhóm thuốc kê đơn nên bị hạn chế quảng cáo rộng rãi, do đó cần thời gian xây dựng thương hiệu để cạnh tranh với các thuốc nhỏ mắt nhập khẩu có thị phần lớn ở ~90% tại Việt Nam như Rohto-Mentholatum, Pfizer, Alcon.
- Ở kênh ETC, các sản phẩm tân dược của TRA chưa có lợi thế cạnh tranh do (i) tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP, phải cạnh tranh về giá với ~180 doanh nghiệp trong nước cùng tiêu chuẩn và (ii) sản phẩm chưa đa dạng (TRA chỉ trúng thầu khoảng 04 loại sản phẩm năm 2020). Quá trình nâng cấp dây chuyền lên tiêu chuẩn EU-GMP dự kiến kéo dài tới năm 2022f. Đây là yếu tố cần theo dõi do lợi thế về tiêu chuẩn sẽ giúp doanh nghiệp đưa các sản phẩm tân dược tham gia đấu thầu ở các nhóm 1-2 theo Thông tư 15/2019/TT-BYT ([xem thêm](#)).
- Tiến độ chuyển giao công nghệ sản xuất các sản phẩm tân dược từ đối tác Daewoong Pharmaceutical dự kiến tiếp tục kéo dài do dịch bệnh COVID-19. Với việc bệnh nhân số 416 được xác nhận ngày 25/07/2020 (ca mắc COVID-19 trong cộng đồng đầu tiên sau hơn 03 tháng), việc di chuyển của các chuyên gia nước ngoài tới Việt Nam nhiều khả năng sẽ tiếp tục bị cản trở. 07 công nghệ sản xuất từ Daewoong Pharmaceutical chuyển giao cho TRA bị trì hoãn và dự kiến sẽ không được đưa vào sản xuất thương mại cho tới năm 2021.

#### D. CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH, ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và phương pháp so sánh P/E với trọng số 90:10, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu TRA là 59.400 VNĐ/cp, cao hơn 5,2% so với mức giá đóng cửa 56.500 VNĐ/cp ngày 14/08/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu ngắn hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi cổ phiếu TRA về mức giá 47.500 đồng/cp, thấp hơn 15,8% so với giá đóng cửa ngày 14/08/2020.

Mức giá mục tiêu của TRA giảm 19,8% so với mức giá mục tiêu trong báo cáo định giá lần đầu tháng 07/2019 (74.100 VNĐ/cp) do các thay đổi về giả định dự phóng.

#### CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH DỰ PHÓNG KQKD NĂM 2020

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Báo cáo định giá lần đầu T7/2019	Báo cáo cập nhật định giá T7/2020	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần trong đó:</b>			
<i>Đông dược</i>	1.925,5	1.800,2	Với các sản phẩm Đông dược ở kênh OTC, lợi thế thương hiệu của TRA không giúp doanh thu mảng Đông dược của doanh nghiệp tăng trưởng tích cực như kỳ vọng. Rào cản gia nhập ngành ở mảng Đông dược thấp khiến các sản phẩm tương đồng ngày càng tăng, TRA chưa thể duy trì được thị phần ở mảng Đông dược chỉ nhờ vào các sản phẩm chủ lực truyền thống như Boganic và Hoạt huyết dưỡng não. Triển vọng mảng Đông dược ở kênh OTC của TRA sẽ phụ thuộc vào khả năng đưa vào thị trường các sản phẩm mới như Đông trùng hạ thảo. Ở kênh ETC, giá trị Đông dược trúng thầu của TRA theo thông tư 15/2019/TT-BYT mới sẽ tăng dần khi các gói thuốc trúng thầu theo thông tư cũ hết thời hạn cung cấp. Chúng tôi dự phóng doanh thu Đông dược của TRA tăng trưởng ~3% yoy năm 2020.
<i>Tân dược</i>	388,0	451,0	Các sản phẩm tân dược tăng trưởng tích cực ở kênh OTC nhờ các dòng thuốc mắt như Quimoxi, Ofloxacin, Tobramycin. Ngoài ra, dịch bệnh COVID-19 quay trở lại vào đầu Q3 2020 được kỳ vọng sẽ tiếp tục làm tăng nhu cầu các sản phẩm tăng cường miễn dịch và chăm sóc sức khỏe như Antot, Natri Clorid, T-B.
<i>Khác</i>	326,4	309,5	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	52,3%	52,1%	Tỷ suất lợi nhuận gộp của TRA tiếp tục được duy trì ổn định. Tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng sản phẩm không thay đổi đáng kể do nguyên liệu đầu vào của TRA không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh COVID-19; trong đó, mảng Đông dược có biên lợi nhuận ~65%, mảng tân dược có biên lợi nhuận ~24%.
<b>Tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN</b>	37,1%	40,1%	Giả định tỷ trọng chi phí bán hàng tăng đến từ chi phí cho trình dược viên và chi phí quảng cáo các sản phẩm mới, đặc biệt là các sản phẩm nhóm thực phẩm bảo vệ sức khỏe. Chi phí quản lý doanh nghiệp được cải thiện chủ yếu nhờ chi phí từ việc chuyển giao công nghệ giảm. Nguyên nhân do tiến độ chuyển giao từ đối tác Daewoong Pharmaceutical bị trì hoãn.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	222,8	173,0	Cập nhật giả định doanh thu giảm và tỷ trọng chi phí bán hàng tăng dẫn tới lợi nhuận sau thuế dự phóng giảm.

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ**

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		90%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	60.300	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	57.900	
2	Phương pháp so sánh		10%
	So sánh P/E	62.400	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	59.400	

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

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2019	10,88%	Phần bù rủi ro	8,32%
Chi phí sử dụng nợ 2019	8,44%	Hệ số beta	0,85
Chi phí sử dụng VCSH	11,41%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 20 năm	3,61%	Thời gian dự phóng	07 năm

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

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	2.582.971.575.986
(+) Tiền	26.052.936.805
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	206.902.575.931
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.402.121.936.860
Số cổ phiếu lưu hành	41.453.673
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	57.900

Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu	2.498.638.261.249
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	60.300

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

Doanh nghiệp	MCK	Vốn hóa (tỷ)	Giá trị DN (tỷ)	LNST (tỷ)	P/E
CTCP Dược phẩm Imexpharm	IMP	2.908,4	2.960,0	181,9	16,0x
CTCP Pymepharco	PME	4.800,7	4.948,3	311,3	15,4x
CTCP XNK Y tế Domesco	DMC	1.736,4	1.682,8	232,8	7,5x
CTCP Dược – Trang thiết bị Y tế Bình Định	DBD	2.419,9	2.563,9	148,3	16,3x
CTCP Dược phẩm OPC	OPC	1.509,6	1.572,1	100,5	15,0x
Trung bình					13,8x
CTCP Traphaco	TRA	2.342,0	2.342,6	187,9	12,5x

**LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ**

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo
<b>THEO DÕI</b>	07/2019	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

**E. PHỤ LỤC**
**1. Các sản phẩm Boganic mới, được phát triển dựa trên các sản phẩm truyền thống ([quay lại](#))**

Nhóm SP	Sản phẩm	Phân loại	Chi tiết
Boganic	Boganic Forte	Truyền thống	Thành phần chính gồm cao đặc Ac-ti-sô, rau đắng đất và bìm bìm. Tác dụng: Hỗ trợ điều trị suy giảm chức năng gan, giải độc, giảm triệu chứng bệnh viêm gan như mụn nhọt, mề đay, dị ứng.
	Boganic Kid	Mới	Vẫn gồm các thành phần truyền thống, bổ sung thêm một số dược liệu như kim ngân cuộng, sinh địa, ké đầu ngựa, giúp tăng cường tác dụng thanh nhiệt, giải độc, chống viêm, mụn nhọt, v.v. Được bào chế dưới dạng dung dịch, giúp dễ dàng hấp thụ cho đối tượng trẻ em.
	Boganic Lippi	Mới	Phiên bản cải tiến của Boganic Forte. Vẫn gồm các thành phần truyền thống, bổ sung thêm các loại vitamin và Silymarin (chiết xuất từ cây ké sữa), nhằm tăng cường giải độc và hỗ trợ hạ men gan.
	Trà thảo dược Boganic	Mới	Được chiết xuất từ lá Ac-ti-sô, rau đắng đất và bìm bìm; thuộc phân khúc đồ uống giải khát, giải nhiệt.

Nguồn: TRA, FPTS tổng hợp

**2. Phân loại Đông trùng hạ thảo ở Việt Nam ([quay lại](#))**
**Đông trùng hạ thảo**

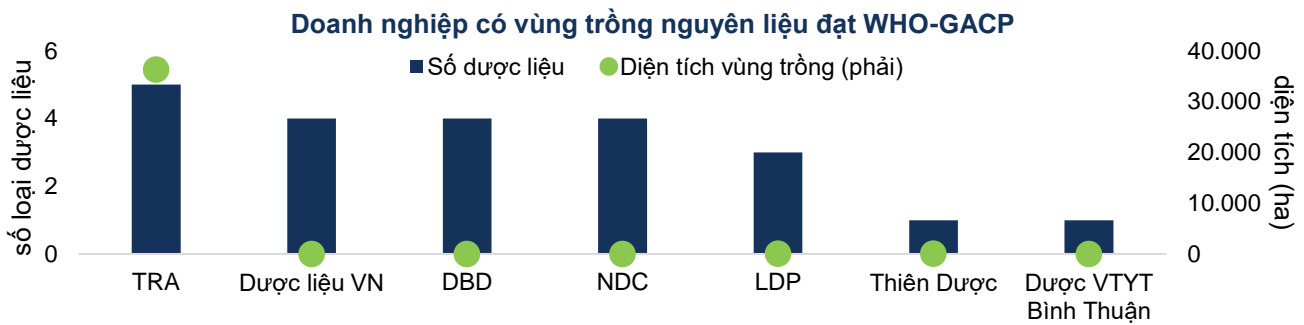
<b>Định nghĩa</b>	Gồm >400 loài nấm thuộc chi Cordyceps ký sinh trên sâu non, nhộng hoặc ấu trùng một số loại côn trùng thuộc chi Thitarodes. Phổ biến nhất là 02 loại nấm C. Sinensis và C. Militaris, ký sinh ở sâu non các loài bướm/ngài T. Armoricanus.	
<b>Phân loại</b>	<b>C. Sinensis</b>	<b>C. Militaris</b>
<b>Môi trường sống tự nhiên</b>	Vùng núi cao >4.000m so với mực nước biển ở khu vực Himalaya vùng Tây Tạng, Nepal và Butan.	Vùng núi cao 2.000-3.000m, phân bố rộng ở các nước Trung Quốc, Nhật Bản, Hàn Quốc, một số nước Đông Nam Á.
<b>Khả năng nuôi cấy nhân tạo</b>	Chưa nuôi trồng thành công trong điều kiện nhân tạo.	Có khả năng nuôi trồng trong môi trường nhân tạo qua các phương pháp nuôi cấy <b>dạng ký chủ</b> và <b>dạng sinh khối</b> .

**Các phương pháp nuôi cấy nấm Đông trùng hạ thảo C. Militaris được áp dụng ở Việt Nam**

Phân loại	Phương pháp nuôi cấy dạng ký chủ	Phương pháp nuôi cấy dạng sinh khối
<b>Định nghĩa</b>	Nấm được cấy vào ấu trùng sâu non hoặc nhộng tằm để mô phỏng cơ chế phát triển tương tự trong thiên nhiên.	Nấm được nuôi trồng trong hỗn hợp môi trường nhân tạo (giá thể) gồm để gạo lứt, nhộng tằm xay nghiền và một số chất dinh dưỡng.
<b>Thành phẩm<sup>(*)</sup></b>	Thu hoạch toàn bộ ký chủ nhộng tằm và sợi thân trên (quả thể) của nấm. Chứa các hoạt chất Cordycepin (~9,38 mg/g), Adenosin (~0,34 mg/g) và các vitamin, v.v., hàm lượng ~65-70% so với đông trùng hạ thảo tự nhiên.	Chỉ thu hoạch phần sợi thân trên (quả thể) của nấm. Chứa ít Cordycepin và Adenosin hơn nhiều so với đông trùng hạ thảo dạng ký chủ, tuy nhiên chứa nhiều các vitamin A (0,19mg/g), C (1,16 mg/g), B12 (0,12mg/g), v.v.

<sup>(\*)</sup>Hàm lượng các hoạt chất trong thành phẩm dựa trên số liệu tham khảo của Viện Bảo vệ Thực vật (Plant Protection Research Institute). Số liệu về hàm lượng này có thể thay đổi giữa các cơ sở nuôi trồng khác nhau.

Nguồn: Viện Bảo vệ Thực vật (PPRI), Trường Đại học Lâm nghiệp, ĐHTT Hoàng Gia, FPTS tổng hợp

**3. Các NSX có dược liệu đạt WHO-GACP và thay đổi thông tư đầu thầu nhóm Đông dược ([quay lại](#))**


Cập nhật tháng 03/2020

Nguồn: Cục Quản lý Y, Dược Cổ truyền – Bộ Y tế

Thông tư 11/2016/TT-BYT (quy định cũ)		Thông tư 15/2019/TT-BYT (áp dụng tháng 10/2019)	
Nhóm 1	Tiêu chuẩn sản xuất WHO-GMP	Nhóm 1	Tiêu chuẩn dược liệu đạt WHO-GACP, tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP
Nhóm 2	Tiêu chuẩn không đạt WHO-GMP	Nhóm 2	Tiêu chuẩn sản xuất đạt WHO-GMP
		Nhóm 3	Tiêu chuẩn sản xuất không đạt WHO-GMP

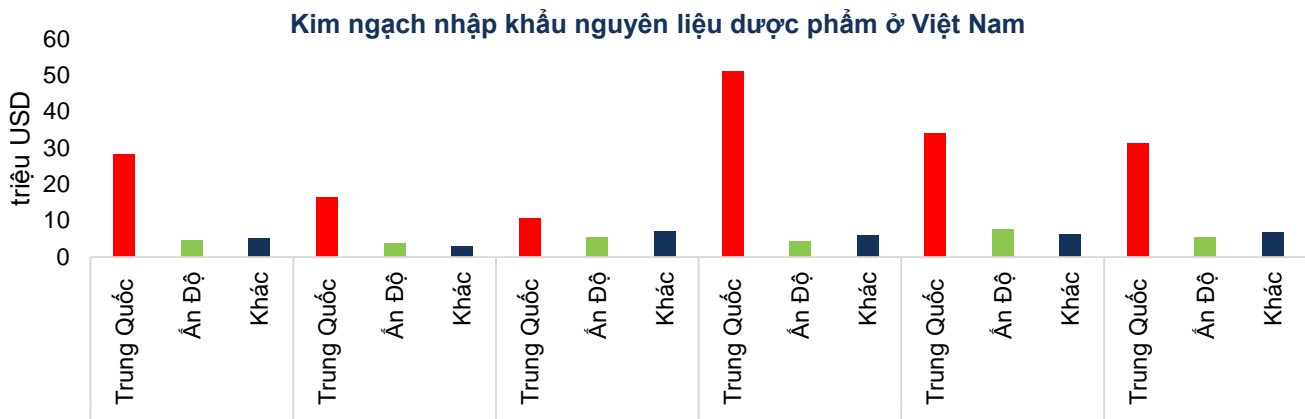
Nguồn: Bộ Y tế

	Thuốc trúng thầu theo thông tư 11/2016 (cũ)	Thuốc trúng thầu theo thông tư 15/2019 (mới)
<b>Định nghĩa</b>	Các gói Đông dược trúng thầu theo cách phân nhóm thầu chỉ dựa trên tiêu chuẩn sản xuất theo thông tư 11/2016 cũ, tính tới tháng 10/2019.	Các gói Đông dược trúng thầu theo cách phân nhóm thầu mới dựa trên yêu cầu về cả nguyên dược liệu và tiêu chuẩn sản xuất theo thông tư 15/2019, bắt đầu từ tháng 10/2019.
<b>Thời hạn</b>	Các sản phẩm trúng thầu phải đáp ứng được cam kết về thời hạn cung cấp, có thể kéo dài tới 02 năm kể từ thời điểm trúng thầu.	

**4. Các hoạt chất Ấn Độ hạn chế xuất khẩu trong Q1 2020 ([quay lại](#))**

Hoạt chất	Phân loại dựa trên công dụng
Paracetamol và dẫn xuất của Paracetamol	Giảm đau – Hạ sốt
Tinidazole và dẫn xuất của Tinidazole	Kháng sinh
Metronidazole & dẫn xuất của Metronidazole	Kháng sinh
Acyclovir và dẫn xuất của Acyclovir	Kháng viêm – Kháng vi-rút – Kháng nấm
Vitamin B1 và dẫn xuất của Vitamin B1	Vitamin
Vitamin B6 và dẫn xuất của Vitamin B6	Vitamin
Vitamin B12 và dẫn xuất của Vitamin B12	Vitamin
Progesterone & dẫn xuất của Progesterone	Hormone
Chloramphenicol và dẫn xuất của Chloramphenicol	Kháng sinh
Erythromycin và dẫn xuất của Erythromycin	Kháng sinh
Neomycin và dẫn xuất của Neomycin	Kháng sinh
Clindamycin và dẫn xuất của Clindamycin	Kháng sinh
Ornidazole và dẫn xuất của Ornidazole	Kháng sinh

Nguồn: Bộ Thương mại và Công nghiệp Ấn Độ

**5. Kim ngạch nhập khẩu nguyên liệu dược phẩm ở Việt Nam tháng 12/2019 – tháng 05/2020 ([quay lại](#))**


Nguồn: Tổng cục Hải quan

**6. Các nguồn TRA nhập API chủ lực tại Trung Quốc ít bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh ([quay lại](#))**

API	Thuốc của TRA	Nhà cung cấp	Địa điểm nhà máy tại Trung Quốc	Số người mắc COVID-19 trong tỉnh	Số người tử vong do COVID-19	Dân số trong tỉnh (triệu người, 2018)	Tỷ trọng mắc COVID-19
Tobramycin	Thuốc nhỏ mắt Tobramycin	Chongqing Daxin Pharma. Co.	Bắc Bội, Trùng Khánh	582	06	31,02	0,0019%
Moxifloxacin	Thuốc nhỏ mắt Moxifloxacin	Zhejiang Menovo Pharma. Co.	Thiệu Hưng, Chiết Giang	1.269	01	57,37	0,0022%
Natri Fluorid	Nước súc miệng T-B	Xilong Chemical Co.	Sán Đầu, Quảng Đông	1.635	08	113,46	0,0014%
			Thành Đô, Tứ Xuyên	589	03	83,41	0,0007%

(Số liệu về dịch bệnh COVID-19 được cập nhật ngày 26/06/2020)

Nguồn: TRA, Bộ Y tế, Statista, FPTs tổng hợp

**7. Tiêu chuẩn đầu thầu nhóm tân dược theo thông tư 15/2019/TT/BYT ([quay lại](#))**

Nhóm	Yêu cầu các nhóm thầu tân dược theo Thông tư 15/2019/TT-BYT
1	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền EU-GMP hoặc tương đương, được Cơ quan Quản lý Dược chặt chẽ (SRA) cấp phép lưu hành.
2	Thuốc sản xuất trên dây chuyền EU-GMP được cấp phép lưu hành bởi SRA; thuốc sản xuất trên dây chuyền PIC/s-GMP được Cơ quan Quản lý dược là thành viên đồng thời PIC/s và ICH cấp phép.
3	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam chứng nhận có nghiên cứu tương đương sinh học được công bố.
4	Thuốc được sản xuất hoàn toàn tại Việt Nam, trên dây chuyền WHO-GMP được Cơ quan Quản lý Dược Việt Nam công nhận.
5	Thuốc được sản xuất trên dây chuyền WHO-GMP và không đáp ứng được yêu cầu các nhóm trên.

Nguồn: Bộ Y tế

## 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 nắm giữ 71 cổ phiếu TRA. Người phê duyệt báo cáo và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

---

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888