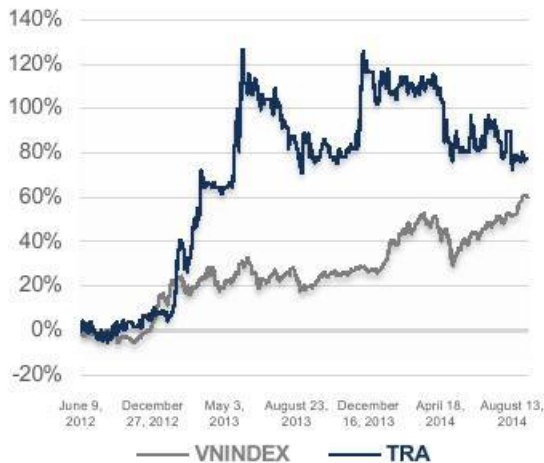


| | | | | | | | |
|---|------------------|----------------|------------|-------------|-----------------|-------------|------------|
| Hoàng Hiếu Tri Chuyên viên phân tích Email: trihh@fpts.com.vn Tel: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596 | Giá hiện tại | 73.000 | -18% | -7% | 0% | +7% | +18% |
| | Giá mục tiêu | 101.000 | Bán | Giảm | Theo dõi | Thêm | Mua |
| | Tỷ suất sinh lời | +38,4% | | | | | |
| | Suất cổ tức | 2,7% | | | | | |
| | | | MUA | | | | |

Suất sinh lời giữa TRA và VNINDEX



TÓM TẮT NỘI DUNG

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TRA của CTCP Traphaco. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn chưa phản ánh đầy đủ giá trị hợp lý của cổ phiếu TRA do nhiều quan ngại về kết quả kinh doanh sụt giảm trong nửa đầu năm 2014. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng TRA sẽ hoàn thành kế hoạch 1.860 tỷ đồng doanh thu và 162 tỷ đồng LNST đã đặt ra, tương ứng với EPS 2014 là 6.566 đồng/cp. Về dài hạn, chúng tôi đánh giá cao nỗ lực của TRA trong việc tái cấu trúc toàn diện chiến lược bán hàng và định hướng kinh doanh trong các năm sắp tới, dựa trên thế mạnh về nguồn thảo dược phong phú của Việt Nam với tiềm năng tăng trưởng lớn. Sử dụng dự phóng FCFF, chúng tôi tin rằng giá hợp lý của cổ phiếu TRA cho mục tiêu 12 tháng tới (9/2015) là **101.000 đồng/cp**, cao hơn 38,4% so với thị giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu TRA cho mục tiêu trung và dài hạn.

| Thông tin giao dịch | | 15/09/2014 |
|-----------------------------|---|------------|
| Thị giá | | 73.000 |
| Giá cao nhất 52 tuần | | 94.000 |
| 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) | | 1.801 |
| 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, đông 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 đông 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% |

- Traphaco đang trải qua giai đoạn bước ngoặt quan trọng** trong lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp khi thay đổi hầu hết chiến lược bán hàng và tiếp cận thị trường (xem chi tiết). Về ngắn hạn, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của TRA trong 6T/2014 lần đầu tiên ghi nhận sự sụt giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước, lần lượt là 15% và 21%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây là bước chuyển đúng đắn từ pha “tăng trưởng nóng” sang pha “tăng trưởng bền vững” trong dài hạn.
- Chúng tôi đánh giá việc sụt giảm doanh thu và lợi nhuận 6T/2014 là sự kiện tất yếu trong quá trình chuyển đổi sâu về mô hình hoạt động bán hàng của TRA. Tuy nhiên, **chúng tôi tin rằng doanh thu cả năm 2014 của TRA vẫn có nhiều khả năng hoàn thành kế hoạch 1.860 tỷ** (+10,6% so với năm 2013). LNST 2014 ước tính 162 tỷ đồng (+8,4% so với năm 2013), tương ứng với EPS 2014 (F) khoảng 6.566 đồng/cp. (xem dự phóng tăng trưởng)
- Sử dụng thuốc có nguồn gốc thiên nhiên đang là xu thế chủ đạo** trên thế giới nhờ tính tiện dụng và thân thiện với sức khỏe con người (xem tổng quan ngành đông dược). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng khả thi của ngành đông dược Việt Nam lại chủ yếu đến từ mảng chiết xuất dược liệu cung ứng cho công nghiệp hóa dược trong nước và xuất khẩu ra thế giới. Năm bắt xu hướng này, **Traphaco đang tạo ra sự khác biệt nhờ đầu tư dài hạn cho các vùng trồng nguyên liệu Artiso, Đinh Lăng, Rau đắng đất...** theo chuẩn GACP (xem chi tiết).

| | |
|-------------------------|--------|
| 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 dược liệu Pharmedic |

- Chúng tôi cũng tiến hành phân tích sâu và tin rằng **yếu tố khác biệt cơ bản nhất giữa thuốc đông dược và tân dược là hàm lượng** và nồng độ hoạt chất chính. Việc khó phân định thành phần và công dụng cụ thể của các thuốc đông dược là rào cản đáng kể khiến các thuốc đông dược của Việt Nam khó được chấp nhận trên thị trường quốc tế và chỉ có khả năng được xuất khẩu dưới dạng thực phẩm chức năng. ([xem chi tiết](#))
- Traphaco đang chịu sự cạnh tranh khốc liệt từ các doanh nghiệp dược phẩm trong nước lẫn các công ty nước ngoài với nhiều sản phẩm đa dạng về chủng loại và công dụng. Tuy nhiên, hai dòng sản phẩm chủ lực chính của TRA là **Boganic và Hoạt huyết dưỡng não (3 phiên bản) vẫn đang giữ vị trí dẫn đầu về thị phần tại Việt Nam.** ([xem chi tiết](#))
- Cổ đông lớn Mekong Capital đang nắm 25% vốn cổ phần của TRA và đang tìm kiếm đàm phán chuyển nhượng số cổ phần này trước năm 2017, năm kết thúc thời hạn hoạt động của quỹ thành viên trực tiếp sở hữu TRA là Vietnam Azalea Fund Limited.

Bảng 1: Các số liệu tài chính và dự phóng cho giai đoạn 2013 – 2018

| Chỉ tiêu | Đơn vị | 2013 | 2014F | 2015F | 2016F | 2017F | 2018F |
|-----------------------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | Tỷ đồng | 1.682 | 1.860 | 2.164 | 2.523 | 2.950 | 3.452 |
| LN gộp | Tỷ đồng | 721 | 804 | 938 | 1.099 | 1.292 | 1.521 |
| LNST | Tỷ đồng | 149 | 162 | 191 | 232 | 276 | 330 |
| EPS | Đồng | 6.056 | 6.566 | 7.731 | 9.392 | 11.192 | 13.354 |
| DPS | Đồng | 1.097 | 921 | 1.084 | 1.317 | 1.570 | 1.873 |
| DPS/EPS | % | 18% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| Tăng trưởng DT | % | 20% | 11% | 16% | 17% | 17% | 17% |
| Tăng trưởng LN gộp | % | 25% | 11% | 17% | 17% | 18% | 18% |
| Tăng trưởng LNST | % | 27% | 8% | 18% | 21% | 19% | 19% |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | % | 43% | 43% | 43% | 44% | 44% | 44% |
| ROE | % | 22% | 23% | 22% | 23% | 22% | 22% |
| ROA | % | 14% | 15% | 15% | 16% | 17% | 17% |
| P/E | Lần | 12,1 | 11,1 | 9,4 | 7,8 | 6,5 | 5,5 |
| P/B | Lần | 2,9 | 2,4 | 2,0 | 1,6 | 1,3 | 1,1 |

Nguồn: FPTS

Rủi ro đầu tư

Rủi ro chủ yếu từ các chính sách sắp ban hành để quản lý thị trường thực phẩm chức năng của Bộ Y tế.

Rủi ro từ sự cạnh tranh khốc liệt của hơn 1.500 cơ sở, đơn vị sản xuất trong nước với hơn 10.000 sản phẩm thực phẩm chức năng, đông dược, sản phẩm bổ sung chất dinh dưỡng...

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 2014 | 13,4% | Thời gian dự phóng | 5 năm |
| Thuế suất năm 2014 (*) | 22% | Tổng hiện giá dòng tiền | 2.359 |
| Chi phí vốn CSH | 14,0% | (+) Tiền và đầu tư ngắn hạn | 228 |
| Lãi suất phi rủi ro | 8,7% | (-) Nợ ngắn hạn và dài hạn | 34 |
| Phản bù rủi ro (**) | 9,3% | Giá trị vốn cổ phần | 2.621 |
| Hệ số Beta (***) | 0,65 | Lợi ích cổ đông thiểu số | 215 |
| Tăng trưởng bình quân | 15,5% | Giá trị vốn CSH công ty mẹ | 2.338 |
| Tăng trưởng bền vững | 4,3% | Cổ phiếu lưu hành (triệu cp) | 25 |
| | | Giá trị chiết khấu về cuối 2014 | 94.741 |
| | | Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần | 13,6% |
| | | Suất cổ tức ước tính | 2,1% |
| | | Giá kỳ vọng 12 tháng (đ/cp) | 101.180 |

(*) Thuế suất 22% cho 2 năm 2014 và 2015, 20% từ 2016 trở đi

(**) Phản bù rủi ro lấy theo lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm

(***) Beta bình quân theo các doanh nghiệp được phẩm trong nước

| Kỳ hạn | Thị giá ngày 15/09/2014 | 3 tháng (31/12/2014) | 12 tháng (15/09/2015) |
|----------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------------|
| Giá mục tiêu | 73.000 | 95.000 | 101.000 |
| Suất sinh lời | | 30% | 38,4% |

ĐỊNH GIÁ THAM KHẢO TRONG NGÀNH HẠN THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

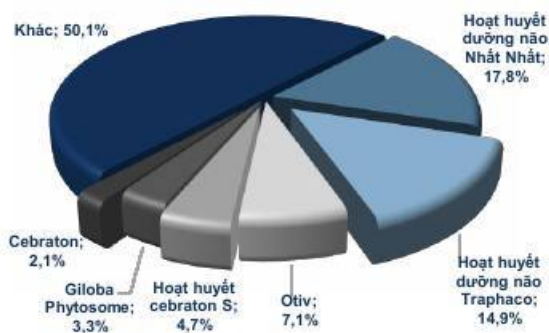
| Mã Bloomberg | Tên doanh nghiệp | Vốn hóa (tỷ đồng) | Thị giá 15/09/2014 | P/E | Doanh thu 12T | Tăng trưởng DT 1 năm | ROE 2013 | Giá trị sổ sách |
|------------------|--------------------------|----------------------|-----------------------|-------------|------------------|----------------------------|-------------|--------------------|
| TRA VN Equity | CTCP Traphaco | 1.801 | 73.000 | 11,7 | 1.552.664 | 20,1% | 26,3% | 28.552 |
| SPM VN Equity | CTCP SPM | 344 | 25.000 | 19,7 | 486.647 | 2,6% | 2,7% | 49.904 |
| DCL VN Equity | CTCP Dược phẩm Cửu Long | 324 | 32.700 | 10,7 | 726.266 | 10,3% | 11,4% | 29.953 |
| DMC VN Equity | CTCP XNK Y tế Domesco | 1.168 | 43.700 | 10,9 | 1.562.398 | 13,4% | 17,9% | 24.512 |
| IMP VN Equity | CTCP Dược phẩm Imexpharm | 1.058 | 43.000 | 17,5 | 810.103 | 2,8% | 8,4% | 30.062 |
| DBT VN Equity | CTCP Dược phẩm Bến Tre | 140 | 20.000 | 9,4 | 534.921 | -9,1% | 13,0% | 17.089 |
| DHT VN Equity | CTCP Dược phẩm Hà Tây | 205 | 32.600 | 7,7 | 772.192 | 9,7% | 19,5% | 23.580 |
| PMC VN Equity | CTCP DP&DL Pharmedic | 487 | 52.200 | 7,5 | 366.444 | 17,9% | 38,9% | 16.875 |
| LDP VN Equity | CTCP Dược phẩm Lâm Đồng | 179 | 52.600 | 9,9 | 469.223 | 9,5% | 23,7% | 22.275 |
| DHG VN Equity | CTCP Dược Hậu Giang | 8.019 | 92.000 | 13,6 | 3.681.185 | 20,3% | 32,1% | 23.265 |
| OPC VN Equity | CTCP Dược phẩm OPC | 781 | 61.000 | 13,9 | 623.166 | 11,9% | 16,0% | 30.543 |
| | Bình quân | | | 12,5 | | | | |
| EPS 2014 (F) | 6.566 đồng/CP | | | | | | | |
| P/E | 10,5 | 11,5 | 12,5 | 13,5 | 14,5 | | | |
| Giá cổ phiếu TRA | 69.054 | 75.621 | 82.187 | 88.753 | 95.319 | | | |

Mức P/E bình quân của các doanh nghiệp dược phẩm tại Việt Nam là 12,5. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức P/E 14,x sẽ phù hợp hơn với doanh nghiệp đầu ngành và có định hướng triển vọng dài hạn rõ ràng như TRA.

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tính theo tổng lượng tiền sử dụng thuốc năm 2013 khoảng 3 tỷ USD, chúng tôi ước tính thị phần của TRA năm 2013 đạt khoảng 2,6%.

Biểu đồ 1: Thị phần của Hoạt huyết dưỡng não và các sản phẩm cạnh tranh



Nguồn: FPTs, IMS Health

Do đặc thù phát triển của thị trường Việt Nam, Boganic và Hoạt huyết dưỡng não của TRA có quy trình phát triển khá trái ngược với quy chuẩn chung của quốc tế. Hai dòng sản phẩm này sau khi được thương mại hóa một thời gian và đạt được một số thành công nhất định về mặt kinh tế mới được quan tâm đầu tư về mặt thử nghiệm lâm sàng.

Tổng quan doanh nghiệp

Traphaco được thành lập năm 1972. Trải qua nhiều lần đổi tên và hình thức hoạt động, Traphaco cổ phần hóa vào năm 2001 và niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2008.

Hoạt động kinh doanh chính của TRA là: **1) Sản xuất các thuốc Tân dược:** chiếm 20% doanh thu hàng sản xuất và 13% tổng doanh thu với danh mục hầu hết là các thuốc phổ thông, đóng góp hơn 20% lợi nhuận gộp. **2) Sản xuất thuốc Đông dược:** chiếm 80% doanh thu hàng sản xuất và 53% tổng doanh thu, đóng góp hơn 70% lợi nhuận gộp. Nhóm này bao gồm các loại thuốc đông dược và các loại thực phẩm chức năng. **3) Phân phối hàng hóa của các đơn vị khác:** chiếm 35% tổng doanh thu nhưng chỉ đóng góp 6% lợi nhuận gộp.

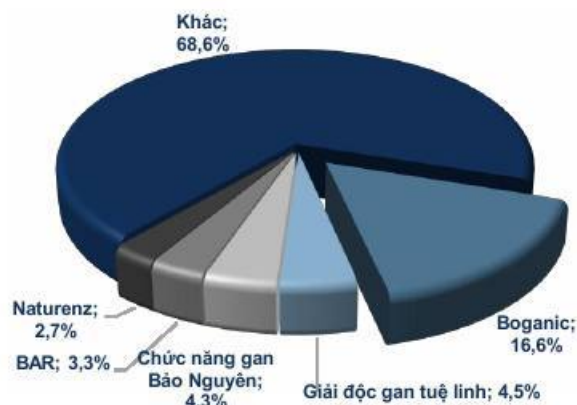
Các sản phẩm chủ lực

Hoạt huyết dưỡng não: Thành phần chính: Cao Đinh Lăng (150mg) và Cao Bạch Quả (Ginkgo biloba - 5mg). Trong đó thành phần chủ chốt là **Đinh lăng** giúp tăng cường sức dẻo dai và nâng cao sức đề kháng, giảm hiện tượng mệt mỏi, giúp ăn ngon, ngủ yên, tăng khả năng lao động và làm việc bằng trí óc, lên cân và chống độc ...

Theo thống kê sơ bộ của FPTs, có không dưới 30 đơn vị khác nhau trên cả nước cùng sản xuất dòng sản phẩm này với cùng nhãn hiệu "Hoạt huyết dưỡng não" nên rất dễ gây nhầm lẫn cho người tiêu dùng và cũng phần nào gây khó khăn cho cơ quan quản lý trong việc kiểm soát giá cả và chất lượng. Nhận ra yếu điểm này, Traphaco đã và đang tích cực thay thế dòng Hoạt huyết dưỡng não bằng một nhãn hàng tương tự với thương hiệu Cibraton nhằm cải thiện mức độ nhận diện thương hiệu. Hiện tại, TRA đang có 3 nhãn hàng cho dòng sản phẩm này bao gồm: Hoạt huyết dưỡng não Traphaco, Hoạt huyết dưỡng não Cibraton – S và Cibraton với thị phần lần lượt là 14,9%, 4,7% và 2,1%.

Tổng thị phần của TRA trong phân khúc sản phẩm này là 21,7%, cao hơn so với mức 17,8% của Sản phẩm cạnh tranh trực tiếp là Hoạt huyết dưỡng não Nhất Nhất (của công ty TNHH Dược phẩm Nhất Nhất, thành lập năm 2011, do ông Trần Thái Hoàng, cựu phó TGD Imexpharm, là đại diện pháp luật).

Boganic: Thành phần chính: **Cao Artiso** (200mg – trợ tim – lợi tiểu – chống độc – giảm cholesterol – giảm nguy cơ đái tháo đường – suy chức năng gan), **Cao Rau đắng đất** (150mg – lợi tiểu – tiêu viêm – cầm tiêu chảy – tiêu diệt ký sinh trùng đường ruột), **Cao Bìm bìm** (16mg – nhuận tràng – thông tiểu – sát trùng). Trong đó thành phần chủ chốt là Artiso được bổ sung thêm tính năng phụ của rau đắng đất và bìm bìm, hỗ trợ thanh lọc gan – giải độc và hỗ trợ hệ bài tiết.

Biểu đồ 2: Thị phần của Boganic Traphaco và các sản phẩm cạnh tranh


Nguồn: FPT S, IMS Health

Thành phần công thức của “Boganic” cũng khá đơn giản và đang phải cạnh tranh với rất nhiều sản phẩm tương tự của các đơn vị khác. Theo thống kê của chúng tôi, hiện có hơn 10 loại sản phẩm có thành phần hoàn toàn giống Boganic của Traphaco, còn nếu chỉ xét thành phần chính Artisno thì số lượng tương tự lên đến hàng trăm sản phẩm. Lợi thế đáng kể của dòng sản phẩm này là thương hiệu “Boganic” không bị trùng lặp, giúp người tiêu dùng dễ nhận diện sản phẩm hơn.

Ở phân khúc sản phẩm này, Boganic đang giữ vị thế dẫn đầu với thị phần vượt trội gần 17%, gấp gần 4 lần đối thủ cạnh tranh trực tiếp đứng thứ 2 là Giải độc gan Tuệ Linh (4,5%) và cao hơn nhiều lần so với các sản phẩm tương tự khác như Chức năng gan Bảo Nguyên (Hoa Thiên Phú), BAR (Pharmedic) và Naturenz (Dược Hậu Giang).

→ Công thức sản xuất các dòng sản phẩm này khá đơn giản với đặc thù chủ yếu phục vụ kênh OTC. Tuy nhiên, hầu hết các thuốc đông dược của TRA nói riêng và của Việt Nam nói chung không trải qua thử nghiệm lâm sàng trước khi đưa ra thị trường và có tính chất như các sản phẩm chức năng (supplements – xem thêm so sách phân biệt giữa thuốc và sản phẩm chức năng). Ngoài ra, quy trình sản xuất các dòng sản phẩm này không đòi hỏi đầu tư nhiều hàm lượng chất xám cho khâu R&D, không yêu cầu kỹ thuật cao và tiêu chuẩn sản xuất khắt khe, không có bản quyền sản xuất do hầu hết đều là bài thuốc dân gian. Vì vậy, rào cản gia nhập vào ngành khá mỏng manh tạo nên cục diện phức tạp với rất nhiều các đơn vị sản xuất các dòng sản phẩm này từ trung ương đến địa phương, chưa kể các doanh nghiệp nhập khẩu các sản phẩm cùng loại và phân phối (xem thêm về tổng quan ngành Đông dược)

Phân tích hoạt động kinh doanh của Traphaco

Do hơn 70% lợi nhuận của Traphaco đến từ nhóm sản phẩm Đông dược nên chúng tôi tập trung vào phân tích quy trình hoạt động của Traphaco trong mảng đông dược theo chuỗi giá trị như sau:

Việc kiểm soát chất lượng nguyên liệu đông dược đầu vào rất khó khăn do phụ thuộc nhiều yếu tố như:

Thổ nhưỡng, khí hậu của vùng trồng: ảnh hưởng đến nồng độ hoạt chất chính và hàm lượng kim loại nặng mà các loại thảo mộc hấp thụ như như chì, thạch tín, thủy ngân, đồng...

Kỹ thuật canh tác và nuôi trồng: chủng loại phân bón, thuốc bảo vệ thực vật (thậm chí là thuốc kích thích tăng trưởng)/... nếu không được kiểm soát chặt chẽ sẽ làm tăng hàm lượng độc tố trong thảo dược.

Kỹ thuật thu hoạch và bảo quản: cũng ảnh hưởng đến nồng độ, tính ổn định và độc tính của dược liệu. Theo Tiên Phong ([link tham khảo](#)) và Thanh Niên ([link tham khảo](#)), các cơ sở tại làng Ninh Hiệp, huyện Gia Lâm (Hà Nội), nơi bảo chế và cung cấp thuốc đông y

- 1. Nguyên liệu đầu vào:** Bao gồm 2 nhóm chính là nguyên liệu từ nguồn trong nước (hơn 90%) và nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc (gần 10%). Các nguyên liệu này một phần do Traphaco trực tiếp sơ chế và chiết xuất, một phần khác được cung ứng bởi các đơn vị trung gian trong nước như: BV Pharma, Ladophar (cao artisno); Dược liệu TW2 (rau đắng đất); Dược phẩm Bình Lục (cao Đinh lăng, cao Hà thủ ô). Riêng chiết xuất Gingo Biloba (thành phần trong hoạt huyết dưỡng não) được nhập từ [Pizhou Futong Biochemicals](#) (nhà cung ứng cao bạch quả lớn nhất Trung Quốc) do Việt Nam không trồng được loại nguyên liệu này. Ngoài ra, hầu hết các nguyên liệu tân dược vẫn phải nhập khẩu.

⇒ Nguyên liệu do Traphaco tự trồng và chế biến/chiết xuất thông qua công ty con Traphaco Sapa chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu nguyên liệu. Do đó, kiểm soát và đảm bảo chất lượng nguồn

lớn nhất khu vực miền Bắc, đa phần thuốc đông dược tại đây được nhập từ Trung Quốc (loại 3, loại 4), sau đó rửa sạch, thái nhỏ, phơi khô rồi xông sinh (xông lưu huỳnh) để chống ẩm, mốc, chống côn trùng và bảo quản được lâu hơn. Được biết, **khí đốt lưu huỳnh (SO₂) rất độc** và là một trong những tác nhân gây bệnh ung thư, suy thận và một số bệnh khác.

Kỹ thuật chế biến, chiết xuất dược liệu: Phương pháp chiết xuất chủ yếu của các cơ sở tại Việt Nam vẫn là nấu cao, cô cao trực tiếp ở áp suất thường trong không khí và điều kiện nhiệt độ không chuẩn xác. Các cơ sở chiết dược liệu ở vùng trồng (nếu có) cũng chủ yếu là cơ sở nhỏ chế biến một loại cao nhất định với các trang thiết bị khá thô sơ. Việc đầu tư các thiết bị chiết xuất, các dây chuyền chiết xuất hiện đại cùng với các quy trình chiết xuất dược liệu tiên tiến, hiệu quả cũng là điểm yếu của ngành đông dược Việt Nam.

nguyên liệu từ khâu nuôi trồng đến sơ chế, chiết xuất do các đơn vị khác thực hiện và nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc là một vấn đề lớn mà Traphaco phải đối mặt. Vì vậy, chúng tôi cho rằng việc Traphaco tự phát triển các vùng nguyên liệu riêng tại Sapa là một bước đi đúng đắn nhưng vẫn chưa đáp ứng đủ được quy mô sản xuất hiện tại.

2. **Sản xuất gia công tại CTCP Traphaco CNC:** Hầu hết các thuốc Đông dược của Traphaco được sản xuất tại nhà máy Traphaco CNC tại Hưng Yên. Công ty này chính thức đi vào hoạt động năm 2007 với cổ đông lớn nhất là CTCP Traphaco (15%), bà Vũ Thị Thuận (6,5%), bà Nguyễn Thị Mùi (3%), ông Trần Túc Mã (2,1%) và 294 cổ đông khác với thành phần chủ yếu là các cán bộ công nhân viên Traphaco. Nhà máy sản xuất dược liệu của Traphaco CNC có vốn đầu tư 130 tỷ đồng trên tổng diện tích 40.000m² tại xã Tân Quang, huyện Văn Lâm, tỉnh Hưng Yên.

Bảng 2: Thống kê sản lượng sản xuất của các nhà máy Traphaco qua các năm

| Dạng bào chế | Đơn vị | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--------------------------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| Viên bao đường, viên nén | Viên | 269.063.180 | 576.276.120 | 568.892.100 | 529.842.896 | 1.503.623.860 | 654.274.460 | 761.571.680 |
| Viên nang cứng | Viên | 19.180.678 | 27.017.010 | 30.108.240 | 28.347.770 | 41.694.500 | 35.969.750 | 45.127.080 |
| Viên nang mềm | Viên | - | - | - | 27.400.340 | 29.652.370 | 51.207.900 | 94.243.110 |
| Viên hoàn cứng | Hộp | 2.060.170 | 2.977.558 | 3.212.856 | 2.509.758 | 3.774.920 | 3.170.357 | 3.670.000 |
| Viên hoàn mềm | Hộp | 314.342 | 328.676 | 575.369 | 525.361 | 506.431 | 631.400 | 445.825 |
| Trà tan, cốm | Hộp | 1.070.450 | 1.213.849 | 1.504.509 | 1.375.481 | 1.554.554 | 1.378.427 | 1.102.643 |
| Thuốc nước | Hộp | 884.144 | 2.017.758 | 1.923.773 | 1.591.361 | 2.104.590 | 1.220.590 | 1.632.756 |
| Ống uống | Ống | - | - | - | - | - | - | 12.181.800 |
| Thuốc bột | Hộp | - | 283.905 | 939.300 | 641.900 | 858.282 | - | 1.019.441 |

Nguồn: Traphaco, FPTS

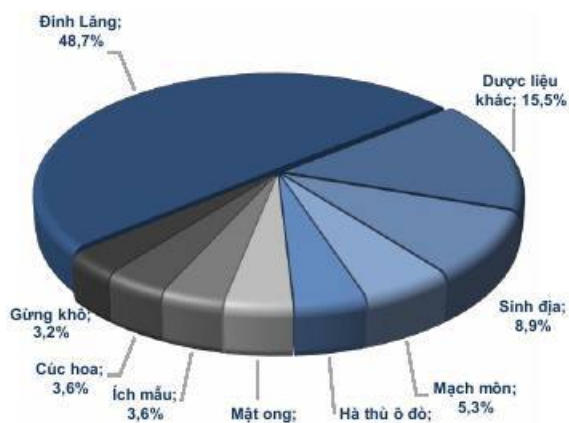
Biểu đồ 3: Tương quan giữa tỷ lệ sở hữu Traphaco CNC và biên lãi gộp của dòng sản phẩm tự sản xuất



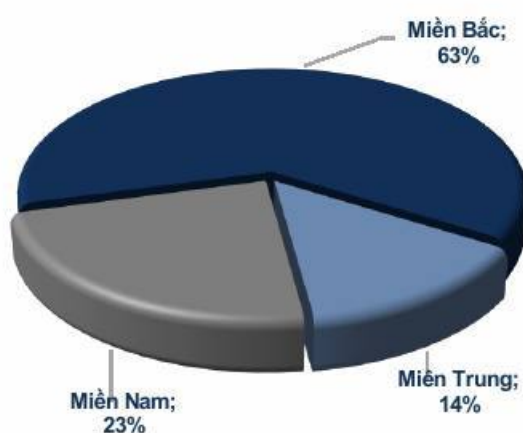
(*) Nhà máy Hoàng Liệt của TRA hiện tại chỉ còn sản xuất các dòng thuốc Tân dược với công suất khoảng 60%.

Trước năm 2007, toàn bộ các sản phẩm đông dược của Traphaco được sản xuất tại nhà máy Hoàng Liệt (*) với tỷ lệ đóng góp 100% vào doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên từ năm 2007, mảng sản xuất này chuyển sang nhà máy Traphaco CNC, nơi Traphaco chỉ nắm 15% vốn cổ phần. Từ đây, đóng góp của mảng đông dược vào kết quả kinh doanh của TRA cũng giảm tương ứng theo tỷ lệ sở hữu trên. Biên lãi gộp bình quân của dòng sản phẩm tự sản xuất của TRA trong giai đoạn 2007 – 2010 chỉ đạt 42%. Tuy nhiên, từ khi ĐHCĐ năm 2011 thông qua và thực hiện kế hoạch nâng mức sở hữu của Traphaco tại Traphaco CNC tăng từ 15% năm 2007 lên mức 51% vào cuối năm 2011, biên lợi nhuận dòng sản phẩm tự sản xuất của TRA cải thiện rõ rệt, lần lượt đạt 49%, 52%, 62% trong giai đoạn 2011 – 2013. **Đáng chú ý, đầu năm 2014, ĐHCĐ thường niên năm 2014 của Traphaco đã không thông qua phương án chi khoảng 139 tỷ đồng để nâng tỷ lệ sở hữu Traphaco CNC từ 50,96% lên 100%.** Trong 49% cổ phần cần mua thêm này (~3.095.802 cổ phiếu), các cổ đông nội bộ đang nắm 13,9%, cán bộ công nhân viên nắm 8,9%, 26,2% còn lại do các cá nhân ngoài công ty nắm giữ.

Biểu đồ 4:
Cơ cấu nguyên liệu đông dược của TRA



Biểu đồ 5:
Cơ cấu doanh thu theo vùng miền



Ngoài ra, nhà máy Traphaco CNC hiện tại chỉ mới đạt 50% công suất. Do đó nhu cầu tái đầu tư nhà máy dây chuyền sản xuất đông dược mới trong 5 năm sắp tới không đáng kể.

→ Chúng tôi cho rằng việc nâng tỷ lệ sở hữu Traphaco CNC lên 100% là tất yếu để có thể phản ánh đầy đủ doanh thu và lợi nhuận vào kết quả hợp nhất của Traphaco. Vấn đề duy nhất còn vướng mắc là thỏa thuận về giá chuyển nhượng khi mức giá 45.000 đ/cp không được ĐHĐCĐ năm 2014 thông qua. Được biết, thị giá của Traphaco CNC (CNC – Upcom) ngày 12/09/2014 đang là 30.200 đ/cp. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này sẽ tiếp tục được đưa ra lấy ý kiến cổ đông trong kỳ đại hội thường niên năm 2015 với mức giá hợp lý hơn.

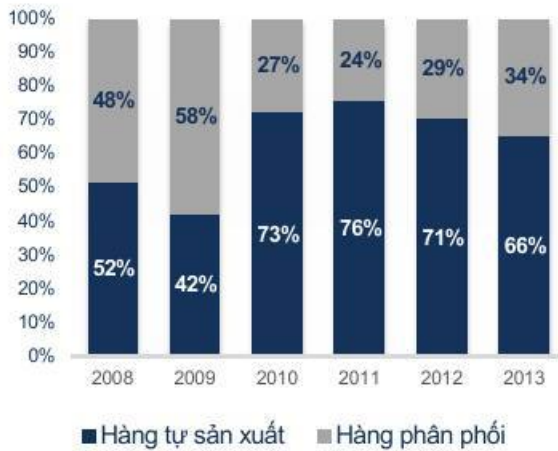
3. Hệ thống phân phối của Traphaco: Tính đến hết năm 2013, Traphaco đang có 15 chi nhánh (dự kiến nâng lên 25 chi nhánh vào năm 2015), 6 công ty con, công ty liên kết chuyên về phân phối, 480 nhân viên bán hàng, hơn 10.000 khách hàng lớn là nhà thuốc, đại lý phân phối, công ty dược phẩm trên 64 tỉnh thành khắp cả nước, TRA đang là doanh nghiệp dược niêm yết có mạng lưới phân phối lớn thứ 2 tại Việt Nam (sau DHG).

Thị trường chủ lực của TRAPHACO vẫn là các tỉnh miền Bắc và miền Trung với hệ thống các khách hàng chính là các cửa hàng, đại lý, hiệu thuốc trải đều khắp các tỉnh. Trong thời gian gần đây, TRA tăng cường thực hiện các thương vụ M&A với các công ty phân phối dược phẩm ở các tỉnh nhằm mục tiêu khai thác hệ thống phân phối, bán hàng và các mối quan hệ với các cơ sở y tế địa phương mà các đơn vị này đã thiết lập và xây dựng đến tận tuyến huyện, xã... trong suốt một thời gian dài.

→ Chúng tôi cho rằng chiến lược M&A nêu trên của TRA khá phù hợp với tình hình hiện tại do thị trường tại các thành phố lớn đã bão hòa với sự cạnh tranh gay gắt của các doanh nghiệp dược trong và ngoài nước, trong khi tiềm năng khai thác tại các tỉnh, vùng nông thôn của Việt Nam đang còn rất lớn. Ngoài ra, chúng tôi dự báo thị trường miền Bắc trong các năm sắp tới sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng áp đảo trong cơ cấu doanh thu theo vùng miền, do đặc thù trong văn hóa tiêu dùng tại vùng này vốn rất trung thành với các sản phẩm đã có thương hiệu và ngại thay đổi thói quen tiêu dùng. Đây cũng là một tác nhân giúp TRA giữ vững vị trí số 1 tại thị trường miền Bắc trong mảng đông dược.

4. Chiến lược bán hàng: Chúng tôi đặc biệt chú ý đến chiến lược bán hàng của TRA trong 2 năm gần đây. **Trước năm 2013, Traphaco tiếp cận thị trường theo hướng “cởi mở”.** Trong đó, TRA áp dụng chính sách chiết khấu thống nhất trên cả nước với mức chiết khấu 3% trên giá bán sỉ đối với đại lý cấp 1 (các công ty dược đối tác và các nhà phân phối sỉ) và mức chiết khấu bậc thang đối với các đại lý cấp 2 – bán lẻ (Doanh số 10 triệu/tháng: 3%, 10-20 triệu/tháng: 4%, trên 20 triệu/tháng: 5%).

Biểu đồ 6:
Tỷ trọng doanh thu theo cơ cấu sản phẩm



→ **Chính sách bán hàng cởi mở** giúp hàng hóa của TRA nhanh chóng được đẩy ra thị trường với số lượng lớn thông qua các đầu mối bán sỉ. **Tuy nhiên, việc phụ thuộc nhiều vào các đầu mối bán sỉ này lại như “con dao hai lưỡi” đối với TRA.** Các đầu mối, đại lý cấp 1 này nhờ vào tiềm lực tài chính hùng hậu có thể mạnh tay mua gom các sản phẩm của TRA ở thị trường sơ cấp trong các đợt khuyến mãi với giá ưu đãi, sau đó đầu cơ trên chính hàng hóa của TRA để thao túng giá trên thị trường thứ cấp. Do đó, TRA không thể kiểm soát một cách hiệu quả giá bán đến các đại lý cấp 2, cấp 3. Mức chiết khấu cho các đại lý này cũng không còn đủ hấp dẫn so với các dòng sản phẩm của các đối thủ cạnh tranh, vì vậy, động lực để các đại lý này ưu tiên bán các sản phẩm của TRA sẽ giảm dần. Về ngắn hạn, chính sách bán hàng này không gây tác động đáng kể nào đến TRA về mặt doanh thu và lợi nhuận, tuy nhiên, trong trung và dài hạn, nếu vẫn duy trì chính sách này, TRA sẽ mất dần thị phần vào tay các đối thủ và không giữ được vị thế dẫn đầu hiện tại.

Nhận thấy các bất cập từ chính sách bán hàng cởi mở nêu trên, từ 01/01/2014, TRA chính thức thay đổi chính sách bán hàng OTC mới dựa trên quan điểm đồng lợi. Chính sách này định hướng mức chiết khấu cho người phân phối ở ngưỡng vừa đủ hấp dẫn nhưng chia theo từng giai đoạn. Sự quản lý của TRA với hệ thống bán hàng cũng chặt chẽ hơn, **theo đó giữa công ty và người phân phối có cam kết với nhau, và nếu họ không thực hiện đúng cam kết thì TRA chấp nhận chấm dứt hợp đồng và chỉ giữ lại những nhà phân phối trung thành.** Theo chính sách bán hàng này, TRA sẽ đồng nhất giá bán lẻ trên toàn quốc, người bán phải cam kết không được bán dưới giá nhưng công ty sẽ có các ưu đãi cho họ về thời hạn thanh toán và một số ưu đãi khác. TRA cũng yêu cầu đại lý trả tiền mới được nhận commission. Nhờ đó, TRA đã và đang thanh lọc toàn bộ mạng lưới bán hàng hiện hữu một cách khá hiệu quả.

→ Về cơ bản, chính sách bán hàng mới giúp TRA giảm bớt tầm ảnh hưởng của các đại lý cấp 1, đầu mối bán sỉ và tăng mức độ ảnh hưởng trực tiếp của TRA lên các đại lý thứ cấp là các cửa hàng bán lẻ thuộc. Với chính sách này, TRA tăng số lượng khách hàng trực tiếp từ một nhóm nhỏ khách hàng lên hơn 15.000 khách hàng và kiểm soát hiệu quả độ phủ thị trường. Vào cuối năm 2013, trước khi áp dụng chính sách bán hàng mới, TRA có khoảng 10.000 khách hàng là các đại lý thứ cấp và các nhà thuốc bán lẻ. Trong hơn nửa năm áp dụng chính sách mới, số lượng khách hàng thứ cấp tái ký hợp đồng với TRA trong thời gian đầu có sụt giảm về mức 6.700 khách hàng do họ chưa quen với cách thức vận hành mới và chưa thấy được lợi ích từ việc tái ký hợp đồng. Tuy nhiên, sau 2 quý áp dụng chính sách mới, số lượng khách hàng của TRA đã tăng đều trở lại, từ mốc 6.700 đầu năm tăng lên mốc 13.300 cuối quý 2/2014, và dự kiến sẽ vượt mốc 15.000 khi kết thúc quý 3/2014 (tăng 50% so với thời điểm cuối năm 2013). Với tốc độ gia tăng như hiện tại, chúng tôi kỳ vọng

Ông Phan Quốc Công – Tv.HĐQT TRA


Ông Công là thành viên sáng lập nên Công ty TNHH Hàng gia dụng quốc tế (ICP) vào năm 2003. Năm 2005, ICP tung ra dòng sản phẩm dầu gội đầu cho nam giới mang thương hiệu X-men. Năm 2006 và năm 2008, lần lượt Mekong Capital và BankInvest đầu tư vào ICP và đều nắm 21% vốn cổ phần. Năm 2011, Mekong Capital, BankInvest và nhiều nhà đầu tư cá nhân thống nhất chuyển nhượng toàn bộ 85% vốn cổ phần cho tập đoàn mỹ phẩm Mario (Ấn Độ). Riêng ông Công vẫn nắm giữ 15% vốn cổ phần đi kèm thỏa thuận sẽ nắm giữ vị trí CEO của ICP trong 3 năm.

số lượng khách hàng trực tiếp của TRA thậm chí có thể đạt mốc 20.000 vào cuối năm 2014 (+100% so với đầu năm) và làm gia tăng đáng kể độ phủ của TRA trên thị trường.

➔Việc quyết liệt thay đổi chiến lược bán hàng của TRA trong ngắn hạn sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận 6T/2014 của TRA giảm lần lượt 15% và 21% so với cùng kỳ năm 2013. Tuy nhiên, trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng đây là một bước đi đúng đắn, kết thúc giai đoạn “tăng trưởng nóng” để chuyển sang giai đoạn tăng trưởng bền vững. Việc phát triển nóng trong thời gian vừa qua kéo theo nhiều rủi ro về thu hồi công nợ cũng như ảnh hưởng đến hình ảnh thương hiệu của TRA trên thị trường. Do đó, việc sàn lọc lại các đại lý phù hợp, quy định ràng buộc chặt chẽ chính sách bán hàng nhằm giữ giá sản phẩm trên thị trường được ổn định là mục tiêu gần mà TRA cần phải hướng tới.

Làn gió mới trong khâu marketing và xây dựng thương hiệu

Tại kỳ ĐHĐCĐ thường niên năm 2014, cổ đông lớn Mekong Capital đã giới thiệu ông Phan Quốc Công ứng cử vào vị trí thành viên HĐQT độc lập của TRA nhiệm kỳ 2011 – 2016. Theo tìm hiểu của FPTTS, ông Công với kinh nghiệm dày dặn và thành công rực rỡ với thương hiệu dầu gội đầu X-men được kỳ vọng sẽ thổi làn gió mới vào khâu xây dựng và quảng bá thương hiệu cho các sản phẩm của TRA trong thời gian sắp tới, góp phần giải quyết nút thắt cuối cùng trong chuỗi tái cấu trúc toàn diện cách thức hoạt động và bán hàng của TRA từ năm 2014 trở đi. Năm 2015 cũng là năm TRA dự kiến sẽ tung ra thị trường một số nhóm hàng chủ lực với hướng tiếp cận khá mới mẻ.

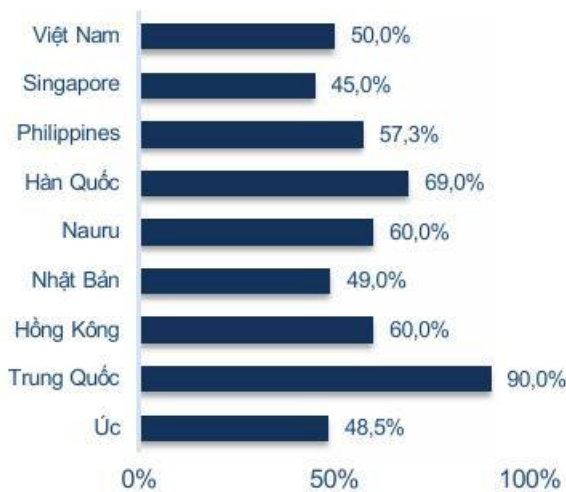
Triển vọng phát triển

Đầu tư cho nghiên cứu lâm sàng là con đường đúng đắn, nhưng cũng lắm chông gai.

Xét về tính hiệu quả, ưu điểm của đông dược là nguyên liệu thảo mộc có thể tự sản xuất được trong nước, quy trình sản xuất đơn giản, không phải đầu tư lớn cho mảng nghiên cứu phát triển sản phẩm và đầu tư máy móc thiết bị. Ngoài ra, nếu được quy hoạch đầu tư bài bản, ngành đông dược có thể chủ động nguồn dược liệu, không phải nhập khẩu 100% như tây dược, tránh được các rủi ro về giá nguyên liệu cũng như tỷ giá hối đoái.

Tuy nhiên, theo quy định hiện hành của Bộ Y Tế, chưa có bất cứ văn bản nào quy định tiêu chuẩn chất lượng cụ thể của các loại thuốc đông dược, các tiêu chuẩn quy định chất lượng dược liệu trong dược điển cũng rất nghèo nàn. Các bài thuốc đông dược “được Bộ y tế công nhận” được quy định chung chung trong cả Luật dược và các thông tư hướng dẫn và không phải trải qua thử nghiệm lâm sàng. Nguyên nhân của tình trạng này chủ yếu đến từ sự phức tạp và không rõ ràng trong thành phần và công dụng của các loại

Biểu đồ 7: Tỷ trọng dân số sử dụng thuốc Đông dược, có nguồn gốc thiên nhiên tại một số quốc gia Châu Á



Nguồn: FPTS tổng hợp

thuốc đông dược đã nêu ở trên. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng về việc Bộ Y tế quy định một quy chuẩn chung cho các loại thuốc đông dược trong tương lai gần là khá thấp.

Bên cạnh đó, các sản phẩm đông dược chủ yếu được sử dụng phổ biến trong lãnh thổ Việt Nam dưới sự quản lý của Bộ Y tế theo tiêu chuẩn của Dược điển Việt Nam. **Tuy nhiên, các sản phẩm đông dược này hầu hết không nằm trong danh mục thuốc theo chuẩn của thế giới (WHO, EU - EMEA, USFDA..), nên các doanh nghiệp đông dược chỉ có thể xuất khẩu các sản phẩm này dưới dạng thực phẩm chức năng chứ không thể đăng ký dưới dạng thuốc** và sẽ chịu sự cạnh tranh khá gay gắt từ các dòng sản phẩm chức năng có công dụng tương tự.

Trên thực tế, tại thị trường Việt Nam xuất hiện rất nhiều các loại sản phẩm đông dược chất lượng khác nhau, từ các sản phẩm nhập khẩu chính hãng đến các sản phẩm không rõ nguồn gốc hoặc từ các nhà sản xuất đông dược nhỏ lẻ. Ngoài ra, vấn đề chất lượng của các thuốc đông dược còn chịu nhiều sự tác động chủ quan khác trong các khâu trồng trọt, thu hái, chiết xuất, bào chế, bảo quản... khiến cơ quan quản lý không thể kiểm soát hiệu quả chất lượng của các loại thuốc Đông dược, thực phẩm chức năng đang lưu hành trên thị trường. **Vi vậy, thương hiệu và sự lâu năm trên thị trường đang là những tiêu chí để đánh giá chất lượng và uy tín của các doanh nghiệp kinh doanh đông dược.** Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các tiêu chí này chỉ là các giải pháp ngắn hạn mang tính tình thế và không thể áp dụng trong dài hạn.

➔ Trong báo cáo về Dược Hậu Giang, chúng tôi đã phân tích sâu về triển vọng của các dòng thuốc Đông dược nói riêng và các sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên nói chung ([xem chi tiết tại đây – trang 4](#)). Dựa trên cơ sở này, chúng tôi tin rằng đầu tư nghiên cứu lâm sàng các sản phẩm thuốc đông dược một cách khoa học, bài bản theo chuẩn mực của thế giới với các số liệu thống kê nghiên cứu rõ ràng, minh bạch **là con đường đúng đắn** giúp nâng tầm và phát huy thế mạnh của các thuốc đông dược tại Việt Nam. Tuy nhiên, con đường này đòi hỏi doanh nghiệp phải có tiềm lực tài chính đủ mạnh do thời gian nghiên cứu thường kéo dài, tỷ lệ thất bại cao hơn tỷ lệ thành công, các yêu cầu về trình độ nghiên cứu khoa học kỹ thuật cũng là rào cản đáng kể đối với các doanh nghiệp Việt Nam.

Trở thành nhà cung ứng dược liệu chuyên nghiệp

Trao đổi với FPTS, bà Vũ Thị Thuận, chủ tịch HĐQT CTCP Traphaco cho biết: Mục tiêu dài hạn của TRA là trở thành một nhà cung ứng nguồn dược liệu hàng đầu tại Việt Nam và trong khu vực, trong bối cảnh ngành dược phẩm thế giới đang quay lại sử dụng các nguồn nguyên liệu có nguồn gốc tự nhiên và nhu cầu đối với nhóm nguyên liệu này ngày càng tăng. Cụ thể:

- **Đầu tư phát triển các vùng trồng cây Đinh Lăng tại Nam Định, Thái Bình.** Cây Đinh Lăng đang là một trong số các

Đinh lăng còn gọi là cây gỏi cá là cây được trồng phổ biến làm cảnh ở khắp cả nước, có mọc cả ở Lào và miền nam Trung Quốc. Đinh lăng được dùng chủ yếu là phần lá và rễ. Rễ đinh lăng được thu hái vào mùa đông, ở những cây đã có từ 4-5 tuổi trở lên. Lá Đinh Lăng chữa cảm sốt, già nát đắp chữa mụn nhọt, sưng tấy. Rễ làm thuốc bổ, lợi tiểu, tăng cường sinh lực, dẻo dai, tăng cường sức chịu đựng của cơ thể. Thân và cành dùng chữa tê thấp, đau lưng.

Bà Thuận cũng chia sẻ: “Đối với việc nuôi trồng các cây dược liệu, giống là yếu tố vô cùng quan trọng. Chỉ cần giống không đạt chất lượng thì dù có nuôi trồng, chăm bón tốt đến đâu thì hàm lượng dược chất mong muốn cũng không đạt, thậm chí cây thảo dược còn không tổng hợp được hoạt chất cần thiết.” Do đó, theo tìm hiểu của chúng tôi, TRA là một trong những đơn vị đầu tiên kết hợp với Viện giống và cây trồng Trung ương nhằm kiểm soát chất lượng cây giống đầu vào. TRA cũng xây dựng riêng Trung tâm cung ứng giống Đinh Lăng và Artiso cho các vùng trồng của doanh nghiệp nhằm đảm bảo chất lượng đầu vào.

Một trong các giải pháp chủ yếu của chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến năm 2020 và tầm nhìn năm 2030 là: “Quy hoạch phát triển dược liệu theo hướng sản xuất hàng hóa quy mô lớn, phát triển vùng nuôi trồng cây, con làm thuốc, bảo hộ, bảo tồn nguồn gen và phát triển những loài dược liệu quý hiếm, đặc hữu trên cơ sở tăng cường đầu tư kỹ thuật - công nghệ tiên tiến, kết hợp với kinh nghiệm truyền thống”

nguyên liệu đông dược chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguyên liệu chủ lực của TRA. Đây là loại thảo dược quý chỉ mọc hạn chế tại khu vực bán đảo Đông Dương và đã được các viện nghiên cứu của Việt Nam nghiên cứu chuyên sâu về tác dụng dược lý ([xem thêm tại đây](#)). Tham vọng dài hạn của TRA là việc đầu tư các vùng trồng chuyên nghiệp đủ để đáp ứng nhu cầu nội địa của doanh nghiệp và xuất khẩu nguồn dược liệu này sang các quốc gia Âu Mỹ.

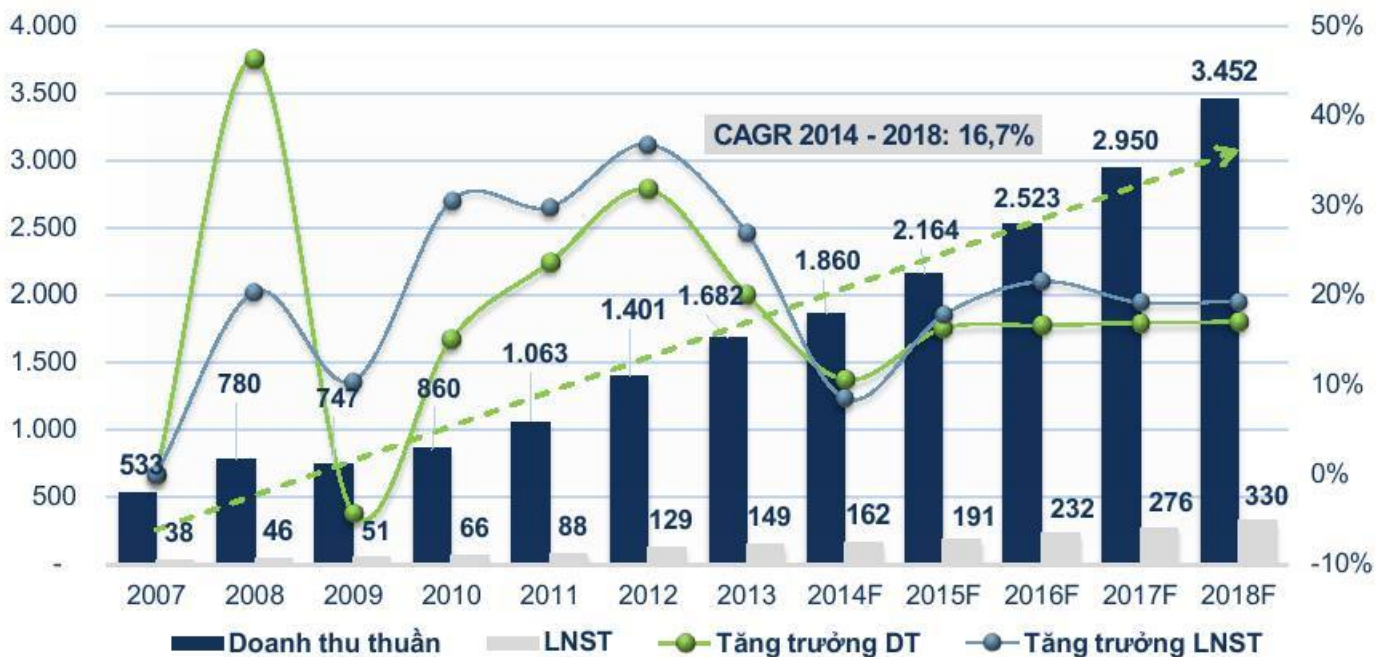
- **Đầu tư vùng trồng cây Artiso tại Sapa.** Qua trao đổi với bà Thuận, chúng tôi được biết loại Artiso đang được TRA trồng tại Sapa là loại dược nhân giống hữu tính (thông qua hoa cái và hoa đực) nên nồng độ hoạt chất chính trong lá cao hơn so với loại dược nhân giống vô tính (thông qua nuôi cấy mô – loại hình dược áp dụng phổ biến tại Đà Lạt – Lâm Đồng). Tham vọng của TRA đối với nhóm dược liệu này là giảm sự phụ thuộc vào các đơn vị khác như BV Pharma, Ladophar, Dược liệu Trung ương... nhằm kiểm soát hiệu quả chất lượng nuôi trồng, thu hoạch, hạn chế tối đa hàm lượng kim loại nặng, độc tố mà cây artiso hấp thu trong quá trình nuôi trồng do sử dụng thuốc bảo vệ thực vật không đúng cách.
- **Khảo sát và bước đầu khai thác vùng nguyên liệu Rau đắng đất (Biển súc) tại Phú Yên.** Bà Thuận cho biết: vùng nguyên liệu rau đắng đất tại Phú Yên hoàn toàn mọc tự nhiên. Điều kiện thổ nhưỡng, nguồn nước, nồng độ kim loại nặng tại khu vực này đã được TRA khảo sát đánh giá và đáp ứng được các tiêu chuẩn an toàn. Trong tương lai gần, TRA sẽ đầu tư phát triển khu vực này thành một trong các vùng nguyên liệu chủ lực.

→ Chúng tôi đánh giá đây là định hướng tạo nên sự khác biệt giữa TRA và các doanh nghiệp ngành đông dược còn lại tại Việt Nam. Dù thị trường thực phẩm chức năng và thuốc đông dược còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn nhưng rào cản gia nhập ngành lại khá mỏng manh và áp lực cạnh tranh ngày càng lớn. Hơn nữa, đầu tư lớn cho nghiên cứu và phát triển các sản phẩm (R&D) không phải là thế mạnh của Việt Nam do sự thiếu hụt về nguồn vốn, nguồn nhân lực, kinh nghiệm và các chính sách hỗ trợ. Do đó, định hướng phát triển doanh nghiệp thành một đơn vị cung ứng dược liệu chất lượng cao, tận dụng được thế mạnh sở tại về nguồn dược liệu quý hiếm của Việt Nam và kinh nghiệm nuôi trồng, thu hái, bảo quản... các loại dược liệu hứa hẹn sẽ là hướng đi chủ đạo trong tương lai của ngành đông dược Việt Nam. Hướng đi này cũng phù hợp với “Chiến lược quốc gia phát triển ngành dược Việt Nam giai đoạn đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030” do Thủ tướng Chính phủ ban hành tháng 01/2014 ([nội dung chi tiết](#)).

Xem thêm chi tiết về “Nhu cầu về nguyên liệu thảo dược của thị trường Châu Âu” tại đây.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÒNG CHO GIAI ĐOẠN 2014 – 2018
Doanh thu và biên lãi gộp

Trong giai đoạn 2008 – 2013, doanh thu của TRA tăng trưởng bình quân 22%/năm, cao hơn so với mức tăng trưởng bình quân 15% của toàn ngành dược phẩm Việt Nam theo thống kê của BMI. Từ cuối năm 2009, Mekong Capital liên tục đăng ký mua vào nhằm tăng tỷ lệ sở hữu và cử ông Lê Tuấn vào vị trí thành viên HĐQT nhằm tư vấn về chiến lược và tài chính cho ban lãnh đạo TRA. Trong 4 năm liên tiếp, từ 2010 đến 2013, tăng trưởng doanh thu của TRA duy trì bình quân ở mức 23%, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng bình quân 31% mỗi năm. Từ năm 2015, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của TRA sẽ duy trì ổn định ở mức bình quân lần lượt 16,1% và 19,4% mỗi năm.

Biểu đồ 8: Doanh thu – lợi nhuận và dự phóng tăng trưởng giai đoạn 2009 – 2018


Nguồn: FPTIS, TRA

Nhóm sản phẩm tự sản xuất: Tăng trưởng doanh thu của nhóm sản phẩm này đạt đỉnh năm 2010 (tăng 97% so với năm 2009) sau khi Mekong Capital tham gia vào công tác quản trị của TRA. Từ 2010 trở đi, tốc độ tăng trưởng các năm tiếp theo liên tục giảm và về đến mức 12% vào năm 2013 do áp lực cạnh tranh của các dòng sản phẩm tương tự trên thị trường. Để cải thiện tình trạng này, TRA đã mạnh dạn thay đổi chiến lược kinh doanh và bán hàng mà chúng tôi đã trình bày ở trên. Hệ quả của quyết định này là mức tăng trưởng trong năm 2014 ước tính chỉ đạt 10%, thấp nhất trong 5 năm gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đây là một bước đi khá táo bạo và quyết liệt của TRA, có thể xem là chiến lược “lùi một bước để tiến hai bước” nhằm tối ưu hóa cơ chế hoạt động. Do đó,

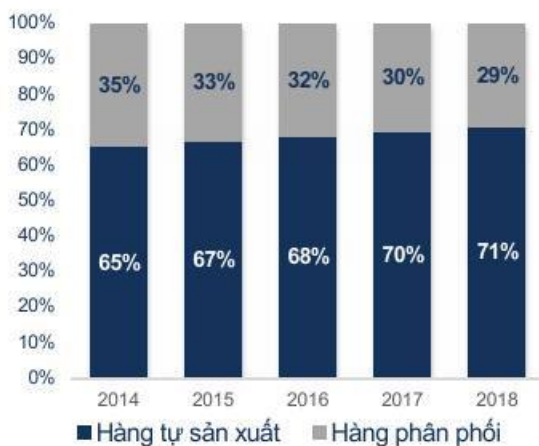
Theo nghiên cứu và ước tính của chúng tôi, biên lãi gộp nhóm sản phẩm dược liệu của TRA lên đến **68%**, cao hơn rất nhiều so với mức lãi gộp bình quân chung của nhóm hàng tự sản xuất là **52% và 62%** của năm 2012 và 2013.

Do đó, khi TRA nắm toàn bộ 100% vốn cổ phần của Traphaco CNC, biên lãi gộp của dòng sản phẩm dược liệu tự sản xuất có thể tăng vượt mức **72%**, kéo theo biên lãi gộp chung của TRA tăng vượt mức 50%.

Chúng tôi kỳ vọng từ năm 2015 trở đi, sau khi hoàn thành việc tái cấu trúc toàn diện hoạt động bán hàng, tăng trưởng doanh thu của nhóm sản phẩm này sẽ hồi phục về mức bình quân 16,7% trong suốt giai đoạn 2015 – 2018. Trong đó mức tăng trưởng bình quân dòng thuốc tân dược, thuốc đông dược và thực phẩm chức năng lần lượt là 13,4%, và 18,3% theo ước tính của BMI và IndustryARC.

Chúng tôi giữ biên lợi nhuận gộp của nhóm sản phẩm này ổn định ở mức thận trọng 62% tương tự như năm 2013 và giảm dần về mức 59% vào năm 2018. **Đáng lưu ý, biên lợi nhuận gộp của nhóm này hoàn toàn có thể cao hơn, lên đến 72%** trong trường hợp TRA đàm phán mua lại thành công 49% vốn cổ phần còn lại của Traphaco CNC. Tuy nhiên, chúng tôi tạm thời chưa phản ánh yếu tố này vào mô hình định giá cho đến khi TRA chính thức mua lại Traphaco CNC.

Biểu đồ 10: Dự phóng tỷ trọng doanh thu theo nhóm sản phẩm giai đoạn 2014 - 2018



Dự án Nhà máy sản xuất Dược Việt Nam bao gồm 17 hạng mục chính, chia làm 3 giai đoạn trong 3 năm 2013 – 2015. TRA đã hoàn thành mục tiêu chính trong năm 2013 khi công đoạn san lấp mặt bằng, đền bù giải phóng mặt bằng hơn 23.000 m² còn lại và xây dựng tường bao đã được thực hiện xong trong tháng 11. Tỷ suất thu hồi vốn nội bộ (IRR) của dự án được TRA kỳ vọng ở mức 22,05% với thời gian hoàn vốn 6 năm 3 tháng. Các hạng mục chính của dự án như sau:

- 3 nhà xưởng sản xuất rộng và 2 nhà kho: 14.380 m²
- Nhà điều hành và các hạng mục phụ trợ: 1.450 m²
- Cây xanh, vườn trồng dược liệu, tường bao: 15.585 m².

Biểu đồ 9: Tăng trưởng doanh thu hai nhóm hàng chủ lực

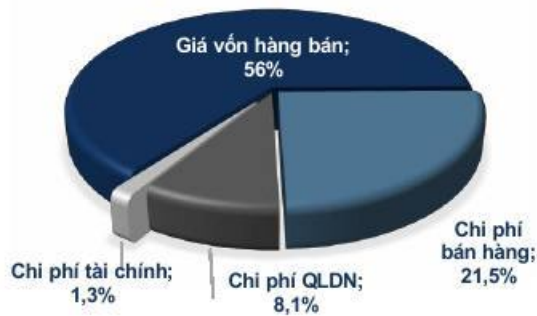


Nguồn: FPTS

Nhóm hàng phân phối: Nhóm hàng này có mức tăng trưởng biên độ khá mạnh trong giai đoạn 2008 – 2013 (cao nhất là 65% vào năm 2008 và thấp nhất là -44% trong năm 2010). Dự phóng cho giai đoạn 2014 – 2018, chúng tôi ước tính mức tăng trưởng thận trọng 10% cho năm 2014 và kỳ vọng mức tăng trưởng ổn định ở 15% cho các năm tiếp theo trên cơ sở mức tăng trưởng bình quân của cả giai đoạn 2009 – 2013. Chúng tôi cũng giữ mức biên lãi gộp ổn định ở mức 8% cho các năm sắp tới.

Chúng tôi dự báo tỷ trọng doanh thu của nhóm sản phẩm tự sản xuất sẽ tăng dần trong các năm sắp tới, từ mức 65% năm 2014 lên mức 71% năm 2018 khi TRA nhiều khả năng sẽ đưa vào vận hành **nhà máy mới** vào cuối năm 2015. Dự án này có tổng mức đầu tư 400 tỷ với tổng diện tích 46.265 m² tại xã Tân Quang, huyện Văn Lâm, Hưng Yên. Sau khi hoàn thành, công suất của nhà máy mới đạt ngưỡng 15 triệu đvsp/năm và tập trung sản xuất các nhóm thuốc Non-Betalactam cùng nhiều nhóm sản phẩm khác.

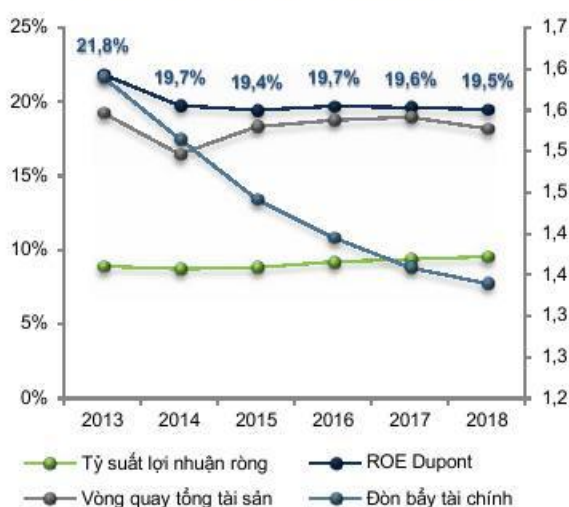
Biểu đồ 11:
Cấu trúc chi phí trong giai đoạn 2014 – 2018



Biểu đồ 12
Dự phóng cấu trúc TS-NV giai đoạn 2013 - 2018



Biểu đồ 13: Phân tích ROE Dupont



Cơ cấu chi phí và dự phóng chi phí giai đoạn 2014 – 2018

Năm 2014 là năm bước ngoặt toàn diện của TRA sang giai đoạn phát triển bền vững. Do thay đổi sâu về chiến lược và cách thức bán hàng, chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng của TRA sẽ tăng lên mức 21% doanh thu thuần và giữ ổn định ở mức này cho các năm sau trong bối cảnh tình hình cạnh tranh trong ngành ngày càng khắc nghiệt. Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng được chúng tôi giữ ổn định ở mức 8,1% doanh thu thuần cho các năm về sau.

Giá vốn hàng bán bình quân trong suốt giai đoạn 2014 – 2018 được dự báo sẽ ổn định ở mức 57% tổng doanh thu mỗi năm (với kỳ hạn tồn kho bình quân ổn định ở mức 104 ngày). Ngoài ra, chúng tôi cũng dự phóng kỳ hạn thu tiền bình quân của TRA sẽ được duy trì ổn định ở mức chung 59 ngày (bao gồm các khoản phải thu bệnh viện, các khoản phải thu kênh OTC, các khoản phải thu hàng phân phối...). Kỳ hạn phải trả bình quân của TRA cũng được kỳ vọng sẽ giảm về mức bình quân chung của ngành là 30 ngày vào năm 2018.

Cơ cấu Tài sản – Nguồn vốn và dự phóng giai đoạn 2014 - 2018

Cơ cấu tài sản của TRA dự kiến sẽ có sự biến động đáng kể từ 2014 đến 2016 khi TRA đẩy nhanh tiến độ xây dựng để đưa dự án nhà máy mới vào hoạt động từ năm 2016. Tỷ trọng tài sản ngắn hạn sẽ đạt mức 77,3% tổng tài sản vào năm 2018, so với mức 69,2% vào năm 2013.

Cơ cấu nguồn vốn của TRA dự kiến sẽ dịch chuyển theo hướng giảm dần tỷ trọng Nợ phải trả và tăng dần tỷ trọng Nguồn vốn theo xu hướng chung của ngành dược Việt Nam và thế giới. Cán cân Nợ - Vốn vào năm 2018 được kỳ vọng ở mức 77% - 23%.

Phân tích ROE Dupont

Các hệ số phân tích Dupont của chúng tôi cho thấy chỉ số sinh lời ROE có xu hướng giảm nhẹ trong các năm sắp tới nhưng vẫn duy trì ở mức cao trên 19,5% mỗi năm do tỷ suất sinh lời có xu hướng ổn định dài hạn quanh ngưỡng 9% nhưng do vốn chủ sở hữu tích lũy lớn dần nhờ khoản lợi nhuận giữ lại ngày một tăng và xu hướng giảm dần tỷ trọng nợ vay khiến hiệu quả sinh lời trên vốn chủ sở hữu giảm dần.

Chúng tôi cũng lưu ý, chỉ số ROE dự phóng nêu trên được ước tính dựa trên phần lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ sau khi loại trừ lợi ích của nhóm cổ đông thiểu số (chiếm gần 13% lợi nhuận ròng). Nếu ước tính ROE dựa trên lợi nhuận ròng sau thuế, mức ROE bình quân các năm có xu hướng được duy trì ổn định quanh ngưỡng 20% cho các năm. Chúng tôi đánh giá cao khả năng chỉ số này sẽ được cải thiện trong các năm sau khi TRA hoàn tất việc mua lại gần 49% vốn cổ phần của Traphaco CNC.

Phụ lục 1: Tổng quan thị trường Đông dược – Thực phẩm chức năng và tiềm năng phát triển

Chúng tôi tiến hành trích dẫn một số thông tin quan trọng tổng hợp từ “Đề án quy hoạch tổng thể phát triển dược liệu giai đoạn từ nay đến năm 2020 và tầm nhìn đến năm 2030” của Thủ tướng Chính phủ như sau:

“Theo Tổ chức Y tế Thế giới, 80% dân số ở các nước đang phát triển việc chăm sóc sức khỏe ít nhiều vẫn còn liên quan đến y học cổ truyền hoặc thuốc từ dược thảo truyền thống để bảo vệ sức khỏe. Trong vài thập kỷ gần đây, các nước trên thế giới đang đẩy mạnh việc nghiên cứu, bào chế và sản xuất các chế phẩm có nguồn gốc thiên nhiên từ cây thuốc để hỗ trợ, phòng ngừa và điều trị bệnh. Theo thống kê của WHO, tại Trung Quốc, doanh số thị trường thuốc từ dược liệu đạt 26 tỷ USD (năm 2008, tăng trưởng hàng năm đạt trên 20%), Mỹ đạt 17 tỷ USD (năm 2004), Nhật Bản đạt 1,1 tỷ USD (năm 2006), Hàn Quốc 250 triệu USD (năm 2007), châu Âu đạt 4,55 tỷ Euro (năm 2004)... Tính trên toàn thế giới, hàng năm doanh thu thuốc từ dược liệu ước đạt khoảng trên 80 tỷ USD.

Những nước sản xuất và cung cấp dược liệu trên thế giới chủ yếu là những nước đang phát triển ở Châu Á như Trung Quốc, Ấn Độ, Indonesia, Việt Nam, Thái Lan, Bangladesh... ở Châu Phi như Madagasca, Nam Phi... ở Châu Mỹ La tinh như Brasil, Uruguay... Những nước nhập khẩu và tiêu dùng chủ yếu là những nước thuộc liên minh châu Âu (EU), chiếm 60% nhập khẩu của thế giới. Trung bình hàng năm các nước EU nhập khoảng 750 triệu đến 800 triệu USD dược liệu và giá trị. Nguồn cung cấp dược liệu chính cho thị trường EU là Indonesia, Trung Quốc, Việt Nam, Thái Lan, Brazil, Ấn Độ.”

Theo thống kê của Cục quản lý dược (Bộ Y tế), Việt Nam đang có khoảng 80 doanh nghiệp sản xuất thuốc đông dược, trong đó có 13 doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn sản xuất GMP – WHO và hơn 400 cơ sở sản xuất nhỏ không đăng ký tiêu chuẩn. Tổng giá trị tiêu thụ thuốc đông dược chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng giá trị của ngành dược nội địa, **khoảng 0,5% – 1,5% giá trị sản xuất toàn ngành**. Nếu ước tính theo tổng giá trị tiêu thụ thuốc tại Việt Nam năm 2013 vào khoảng 3 tỷ USD (hơn 63.000 tỷ đồng – dựa trên số liệu thống kê của IMS Health), tổng giá trị tiêu thụ thuốc đông dược tại Việt Nam chỉ đạt khoảng 950 tỷ đồng, tương ứng với mức tiêu thụ thuốc đông dược bình quân trên đầu người chỉ đạt khoảng 10.700 đồng/người. Đây là mức khá thấp nếu so với mức 704.000 đồng/người cho các loại thuốc tân dược và gần như không đáng kể nếu so với mức tiêu thụ thuốc bình quân đầu người của toàn thế giới vào khoảng 3,9 triệu đồng/người và của nhóm các nước đang phát triển ở mức 2 triệu đồng/người.

Thị trường TPCN tại Việt Nam mới chỉ phát triển trong khoảng hơn 10 năm trở lại khi Việt Nam, bắt đầu từ những năm 2001 – 2002 với các sản phẩm xách tay, về sau là các sản phẩm được nhập khẩu chính ngạch và sản xuất trong nước. Tuy phát triển sau thế giới hàng chục năm, nhưng các loại TPCN lại đang tăng trưởng thần tốc tại Việt Nam. Theo Cục Quản lý dược, dòng thuốc lai thực phẩm chức năng có mức tăng doanh thu lớn nhất trong số các dòng sản phẩm chăm sóc sức khỏe không phải là thuốc, đạt mức tăng trưởng 30%/năm.

Bảng 3: Thống kê dữ liệu thị trường TPCN giai đoạn 2000 – 2012

| Năm | Tổng số cơ sở SXKD | Tổng số sản phẩm TPCN | Cơ cấu sản phẩm | | | |
|------|--------------------|-----------------------|-----------------|----------|------------------|----------|
| | | | SP Nhập khẩu | Tỷ trọng | SP SX trong nước | Tỷ trọng |
| 2000 | 13 | 63 | 63 | 100% | 0 | 0% |
| 2005 | 143 | 361 | 284 | 79% | 77 | 21% |
| 2006 | 214 | 602 | 417 | 69% | 185 | 31% |
| 2007 | 483 | 778 | 503 | 65% | 275 | 35% |
| 2008 | 674 | 1.162 | 530 | 46% | 632 | 54% |
| 2009 | 1.114 | 1.861 | 832 | 45% | 1.029 | 55% |
| 2010 | 1.626 | 3.721 | 1.632 | 44% | 2.089 | 56% |
| 2011 | 1.512 | 3.560 | 1.836 | 52% | 1.724 | 48% |
| 2012 | 1.552 | 5.514 | 3.198 | 58% | 2.316 | 42% |

Nguồn: FPTTS, VAFF

Theo số liệu thống kê và dự phóng từ Liên minh các hiệp hội thực phẩm chức năng khu vực ASEAN (AAHSA), thị trường thực phẩm chức năng tại khu vực Đông Nam Á tăng trưởng bình quân 28% mỗi năm trong suốt giai đoạn 2002 đến năm 2016. Ngoài ra, thống kê của Cục An toàn thực phẩm (Bộ Y tế) cũng cho thấy tình trạng tại thị trường Việt Nam như sau:

| Về tình trạng tiêu thụ | Về thực trạng khó khăn trong công tác quản lý |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Người sử dụng TPCN chủ yếu là người trưởng thành đang có bệnh. • Tỷ lệ sử dụng TPCN ở Hà Nội là 68,1%, ở Tp.HCM là 43% (*). • Thời gian sử dụng chỉ từ 1 – 12 tháng. • Số lượng TPCN sản xuất trong nước ngày càng tăng và đang có xu hướng lấn át các sản phẩm nhập khẩu. • Trong số TPCN nhập khẩu, 40% có xuất xứ từ Mỹ, 18% từ Hàn Quốc, 6% từ Trung Quốc, 5% từ Nhật và 3% từ Canada. | <ul style="list-style-type: none"> • Kinh doanh thông qua mô hình đa cấp • Quảng cáo vượt quá công dụng. • Hàng lậu, hàng không đăng ký. • Chưa có quy định bắt buộc công bố định lượng. • Các phép thử đối với thảo dược chủ yếu là định tính, chưa định lượng được hàm lượng. • Giá thành cao. <p style="text-align: right;"><i>Nguồn: FPTs, Cục An toàn thực phẩm, VAFF</i></p> |

(* Về mảng sản xuất, kinh doanh TPCN tính đến hết năm 2013, riêng khu vực Tp.HCM có 177 cơ sở, bao gồm: 42 cơ sở sản xuất, 135 cơ sở kinh doanh, 20 công ty dược có sản xuất, kinh doanh thực phẩm chức năng, thực phẩm bổ sung vi chất: 20 cơ sở. Trong đó, 146 cơ sở đã được kiểm tra, cấp giấy phép chứng nhận cơ sở đủ điều kiện an toàn thực phẩm, 31 cơ sở đang được thẩm định, hướng dẫn khắc phục về điều kiện để được cấp giấy phép theo quy định.

Tuy nhiên, hiệu quả quản lý thị trường TPCN tại Việt Nam còn nhiều bất cập chủ yếu do:

- 1) Tốc độ phát triển của thị trường này quá nhanh trong khi hệ thống các văn bản quản lý chưa theo kịp; công tác quản lý, thanh tra các đơn vị tham gia còn lỏng lẻo do thiếu hụt về nguồn lực nhân sự.
- 2) Việc kiểm nghiệm còn khó khăn do thiếu các quy chuẩn chung về định lượng hàm lượng.
- 3) Sự phối hợp liên ngành giữa các cơ quan quản lý trong việc kiểm soát nội dung quảng cáo chưa hiệu quả.
- 4) Thiếu quy chuẩn tham chiếu từ các nước phát triển trên thế giới do các định nghĩa quy định về TPCN vẫn chưa được làm rõ và thống nhất giữa các quốc gia.

Phụ lục 2: Phân biệt giữa thuốc Đông dược và sản phẩm chức năng (supplements)

Tây y được xây dựng trên mô hình thuần túy sinh học. Quan điểm chủ đạo trong chữa bệnh là tiêu trừ ổ bệnh, cải biến bệnh lý, thay thế và can thiệp vào hoạt động sống. Do đó, **các thuốc Tân dược cũng có tính đối kháng rất rõ ràng**, tác dụng chủ yếu là "hủy diệt" như "diệt nấm", "sát khuẩn", "kháng viêm", "chống xơ vữa", "tiêu trừ u bướu"... với các phương thức tiếp cận nội khoa và ngoại khoa (phẫu thuật). Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, xuất hiện ngày càng nhiều loại vi khuẩn kháng thuốc hay những bệnh do virus, bệnh tâm thần, rối loạn chuyển hóa... khiến phương thức đối kháng của Tây y đang gặp phải những trở lực rất khó vượt qua.

Trong khi đó, **Đông y** quan niệm mọi bệnh tật đều do sự mất sự cân bằng về âm dương ngũ hành trong cơ thể gây nên. Vì vậy, mục tiêu chữa bệnh của Đông y là lập lại trạng thái cân bằng của cơ thể. Do đó, trong quá trình chữa bệnh, Đông y nói chung và các thuốc Đông dược nói riêng **chú trọng vào khả năng tự khôi phục và tái tạo của cơ thể con người, lấy việc huy động tiềm năng của con người làm phương châm chính**. Ngoài ra, Đông y còn chủ trương chữa từ khi bệnh chưa hình thành thông qua bồi bổ, tăng cường sức khỏe với phương châm phòng bệnh hơn chữa bệnh. Bên cạnh đó, Đông y hầu hết chỉ tác động theo hướng nội khoa, hầu như không có can thiệp về mặt ngoại khoa đến cơ thể (trừ châm cứu).

*Để chữa trị bệnh tật, Đông y sử dụng 8 biện pháp cơ bản, bao gồm: **hãn** (làm ra mồ hôi), **thố** (gây nôn), **hạ** (thông đại tiện), **hòa** (hòa giải), **ôn** (làm ấm), **thanh** (làm mát), **tiêu** (tiêu thức ăn tích trệ), **bổ** (bồi bổ) để khôi phục cân bằng chính thể. Hóa giải mâu thuẫn giữa "chính khí" (sức chống bệnh) và "tà khí" (tác nhân gây bệnh)*

Xét về tính khoa học, các thuốc **Tân dược** được nghiên cứu trên một số lượng lớn bệnh nhân với kết quả thu được là "đại lượng trung bình" có tính thống kê, đại diện cho toàn bộ quần thể. Do đó **tất cả những người bị mắc cùng một bệnh, nhìn chung đều được chữa trị bằng cùng một loại thuốc**. Trái ngược với Tân dược, việc sử dụng các thuốc **Đông dược** lại được "cá thể hóa" theo thể trạng của người bệnh. Do đó, **hàng trăm người mắc cùng một bệnh, có thể được chữa trị bằng hàng trăm phương thuốc khác nhau** → Đây là nguyên nhân chính yếu khiến các loại thuốc Đông y khó đạt được các luận chứng khoa học cụ thể để chứng minh tính hiệu quả đối với cộng đồng.

Ngoài ra, theo nghiên cứu của chúng tôi, **điểm khác biệt lớn nhất** giữa thuốc Đông dược và thuốc Tân dược nằm ở yếu tố "**Liều lượng**". Do mang tính chất "công phá" nhằm điều trị triệt để bệnh lý, các thuốc Tân dược thường chỉ bao gồm 01 hoặc 02 hoạt chất chính với công dụng cụ thể, **liều lượng cao** và thời gian điều trị rõ ràng. Việc cơ thể hấp thụ một lượng lớn chất hóa học trong một thời gian ngắn sẽ tác động ngay lập tức đến cân bằng sinh học của cơ thể và gây ra một số tác dụng phụ trong thời gian dùng thuốc (nổi mụn, buồn nôn, chóng mặt, tiêu chảy...). Ngược lại, với quan niệm "dĩ hòa vi quý", các thuốc Đông dược thường có **liều lượng thấp** và được sử dụng trong một thời gian dài để cơ thể bệnh nhân thích nghi dần với sự có mặt của các hoạt chất trong thuốc. Vì vậy, dù trong thuốc Đông dược có rất nhiều các hoạt chất khác nhau (với nhiều tác dụng phụ khác nhau) nhưng do liều lượng nồng độ thấp nên các tác dụng phụ không bộc lộ một cách rõ ràng. Đa phần các loại thuốc Đông dược cũng khó xác định các trường hợp tác dụng phụ không mong muốn, chống chỉ định, thận trọng khi sử dụng, quá liều và cách xử lý..., trái ngược với các tiêu chuẩn, hướng dẫn cụ thể của thuốc tân dược.

→ Sự không rõ ràng và thiếu các nghiên cứu bài bản, khoa học về thành phần và công dụng cụ thể của các loại thuốc đông dược là rào cản đáng kể khiến các loại thuốc này khó được chấp nhận rộng rãi trên thế giới. Các loại thuốc Đông dược của Việt Nam khi được xuất khẩu ra ngoài biên giới Việt Nam sẽ hầu hết được ghi nhận là các loại thực phẩm chức năng. Vì vậy, chúng tôi cho rằng tình trạng này sẽ còn tiếp diễn cho đến khi có những nghiên cứu khoa học bài bản chứng minh được công dụng thực sự của những dòng sản phẩm này và được cộng đồng quốc tế chấp nhận.

Bộ Y Tế đã có 3 định nghĩa rõ ràng:

(1) Thuốc: là chất hoặc hỗn hợp các chất dùng cho người nhằm mục đích phòng bệnh, chữa bệnh, chẩn đoán bệnh hoặc điều chỉnh chức năng sinh lý cơ thể bao gồm thuốc thành phẩm, nguyên liệu làm thuốc, vắc xin, sinh phẩm y tế. Thuốc Tây (tân dược) hay thuốc Nam (đông dược) đều phải được sản xuất tại các nhà sản xuất thuốc đạt tiêu chuẩn GMP-WHO. Thuốc không phải là thực phẩm, nên phải cẩn trọng khi dùng, phải đúng liều đúng lượng.

(2) Mỹ phẩm: một chất hoặc chế phẩm được sử dụng để tiếp xúc với những bộ phận bên ngoài cơ thể con người (da, hệ thống lông tóc, móng tay, móng chân, môi) hoặc răng và niêm mạc miệng với mục đích chính là để làm sạch, làm thơm, thay đổi diện mạo, hình thức, điều chỉnh mùi cơ thể, bảo vệ cơ thể hoặc giữ cơ thể trong điều kiện tốt. Mỹ phẩm không hề có tác dụng chữa bệnh hoặc thay thế thuốc chữa bệnh và không được phép kê đơn cho người bệnh

(3) Thực phẩm chức năng: là thực phẩm dùng để hỗ trợ chức năng của các bộ phận trong cơ thể người. Thực phẩm chức năng có tác dụng dinh dưỡng, tăng sức đề kháng, hỗ trợ sức khỏe cho người sử dụng . Cũng như mỹ phẩm, **thực phẩm chức năng chỉ hỗ trợ và hoàn toàn không có tác dụng chữa bệnh hoặc thay thế thuốc và không được phép kê đơn cho người bệnh.** Thông tin này bắt buộc phải ghi rõ trên nhãn mác, bao bì của sản phẩm.

Cũng theo qui định của Bộ Y Tế, để nhận biết chính xác đó là thuốc, mỹ phẩm hay thực phẩm chức năng, cần biết mã số đăng ký lưu hành (số đăng ký).

| Sản phẩm | Số đăng ký lưu hành | Dấu hiệu nhận biết |
|----------------------------|--|---|
| THUỐC | V 1234-09; VD 1234-10; VN1234-11 | Thuốc và dược phẩm được đăng ký tại Cục Quản Lý Dược Việt Nam (DAV) Số đăng ký có chữ V (Việt nam), tiếp theo là số thứ tự khi đăng ký – năm đăng ký |
| THỰC PHẨM CHỨC NĂNG | 1234/YT-CNTC | Thực phẩm chức năng được đăng ký tại Cục an toàn vệ sinh thực phẩm (thuộc Bộ Y tế) Số đăng ký có chữ YT-CNTC : y tế – chứng nhận tiêu chuẩn . |
| MỸ PHẨM | 1234/CBMP-tên địa phương Ví dụ :1234/CBMP-HN (Hà nội) | Mỹ phẩm được đăng ký tại Sở Y Tế địa phương. Số đăng ký có chữ CBMP : Công bố mỹ phẩm – tên viết tắt địa phương . |

Tuy nhiên, tại Việt Nam, việc phân biệt giữa thuốc Đông dược với thực phẩm chức năng và mỹ phẩm là rất khó khăn do ranh giới giữa hai dòng sản phẩm nay khá mong manh, việc phân loại không thể thật rạch ròi vì các nguyên nhân sau:

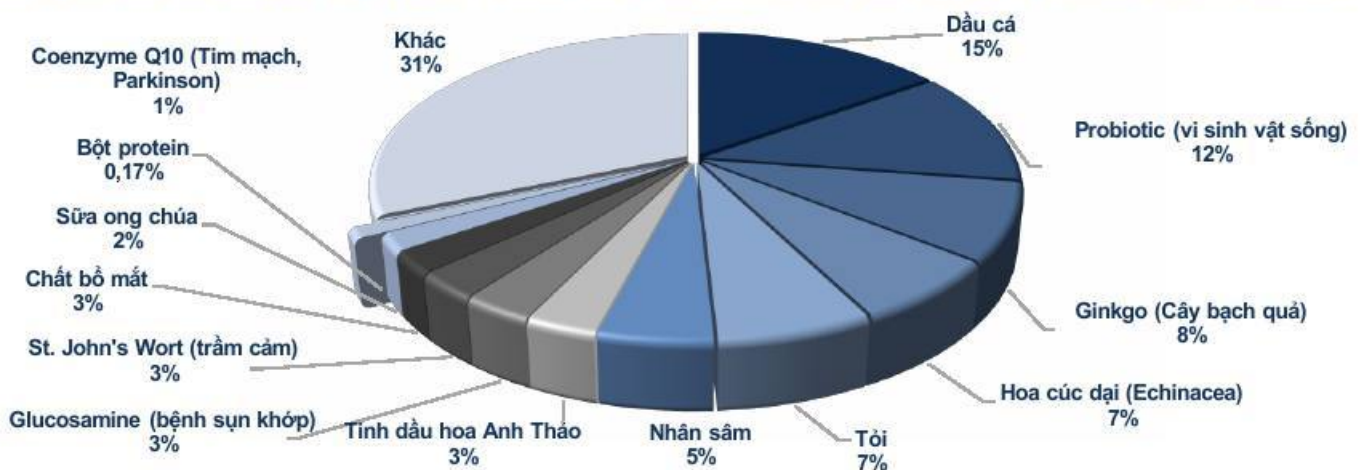
- **Liều lượng và thành phần các hoạt chất có tác dụng hỗ trợ điều trị bệnh:** Do chưa có quy định rõ ràng về quy chuẩn của các thuốc đông dược, nên việc bóc tách làm rõ các yếu tố như: Nguyên liệu làm thuốc, hoạt chất chính là gì? Tác dụng như thế nào? Sự chuyển hóa trong cơ thể và quá trình đào thải ra sao? Thuốc có tác dụng phụ như thế nào? Hàm lượng bao nhiêu? Liều lượng sử dụng như thế nào?
- Bản thân thực phẩm chức năng hoặc có chứa yếu tố có lợi với hàm lượng cao: dầu gan cá có chứa nhiều axit béo omega 3, vitamin A; các loại rau trái nhiều chất xơ giúp chống béo phì, thừa mỡ; các hải sản như rong biển có hàm lượng iode rất cao.v.v.. hoặc được “cải tạo” (modified) để có nhiều tác dụng sinh học hơn: sữa có thêm can xi, sữa chuyên cho người đái tháo đường..., những thực phẩm chức năng này được gọi là còn gọi là thực phẩm thuốc (alicaments, medical foods) hay dược phẩm dinh dưỡng(nutraceuticals) và
- Một số mỹ phẩm cũng có tác dụng chữa bệnh: kem chống nắng, kem chống khô da, bột hút ẩm ...rất hữu ích trong điều trị bệnh ngoài da.

Phụ lục 3: Nhu cầu về nguyên liệu thảo dược của thị trường Châu Âu

Theo thống kê của Euromonitor năm 2005, nhu cầu các nguyên liệu được chiết xuất hay có nguồn gốc thiên nhiên là gần 2,1 tỷ Euro. Trong đó, nhóm 6 nguyên liệu phổ biến nhất chiếm hơn 54% tổng nhu cầu, bao gồm: dầu cá, các loại men vi sinh và sản phẩm sử dụng men vi sinh, cao bạch quả (gingko biloba), hoa cúc dại (Echinacea), tỏi, nhân sâm. Đến năm 2009, tổng giá trị tiêu thụ các nguyên liệu thảo dược tăng lên gần 7 tỷ Euro, tức tăng bình quân khoảng 35% mỗi năm và vẫn tiếp tục tăng mạnh trong các năm gần đây

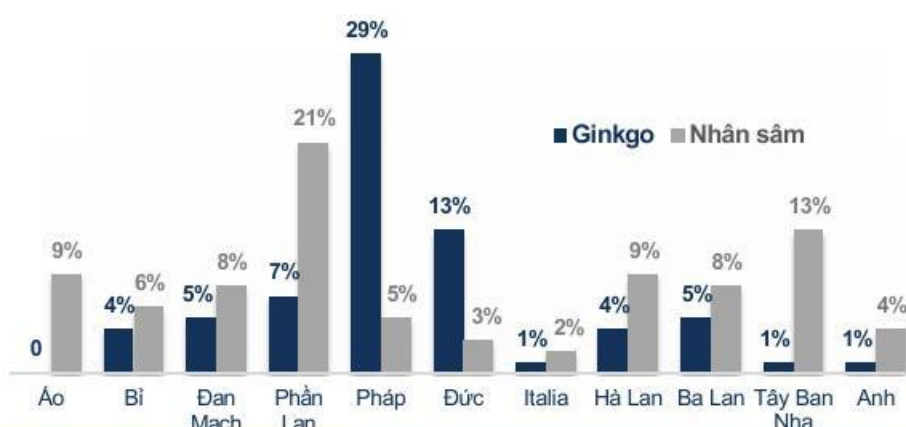
Trong các nguyên liệu có nguồn gốc tự nhiên được sử dụng nhiều nhất trong khối Công đồng chung Châu Âu, nguyên liệu Ginkgo Biloba (chiết xuất từ cây Bạch quả) và nguyên liệu Nhân sâm chiếm lần lượt 8% và 5% tổng nhu cầu. Như đã phân tích tại các phần trên, các nghiên cứu cũng đã chỉ ra rằng cây Đinh Lăng của Việt Nam cũng có công dụng tăng tuần hoàn máu não tương tự như cây Ginkgo Biloba và khá tương đồng với cây Nhân sâm, thậm chí còn ít độc hơn Nhân sâm và không gây tăng huyết áp khi sử dụng như Nhân sâm. Do đó, triển vọng từ xuất khẩu nguồn dược liệu quý này của Việt Nam vào thị trường Châu Âu là rất khả quan.

Biểu đồ 14: Cơ cấu các loại nguyên liệu có nguồn gốc thiên nhiên được sử dụng nhiều nhất tại Châu Âu



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 15: Tỷ trọng nhu cầu Ginkgo (Bạch quả) và Nhân sâm tại một số quốc gia Châu Âu



Nguồn: FPTTS tổng hợp

➔Tiềm năng khai thác tại các thị trường Châu Âu dành cho cây Đinh Lăng của Việt Nam là rất lớn. Rào cản gia nhập duy nhất ở phân khúc này là sự thiếu hụt các nghiên cứu khoa học bài bản ở tầm quốc tế đối với cây Đinh Lăng và công tác truyền thông, quảng bá công dụng của cây Đinh Lăng đến các thị trường tiềm năng nêu trên.

Một số thông tin tham khảo về các quy định pháp lý và yêu cầu kỹ thuật khi xuất khẩu đông dược sang thị trường EU.

Phụ lục 4: Dự phóng báo cáo tài chính giai đoạn 2013 – 2018
đvt: tỷ đồng

| KQKD | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | CDKT | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 1.682 | 1.860 | 2.164 | 2.523 | 2.950 | 3.452 | Tài sản | | | | | | |
| - Giá vốn hàng bán | -961 | -1.057 | -1.226 | -1.424 | -1.658 | -1.931 | + Tiền và tương đương | 257 | 228 | 214 | 241 | 333 | 431 |
| Lợi nhuận gộp | 721 | 804 | 938 | 1.099 | 1.292 | 1.521 | + Đầu tư TC ngắn hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - Chi phí bán hàng | -342 | -400 | -465 | -542 | -634 | -742 | + Các khoản phải thu | 240 | 302 | 352 | 410 | 479 | 561 |
| - Chi phí quản lí DN | -136 | -150 | -175 | -204 | -238 | -279 | + Hàng tồn kho | 264 | 302 | 350 | 406 | 473 | 551 |
| Lợi nhuận thuần HDKD | 243 | 253 | 298 | 353 | 420 | 500 | + Tài sản ngắn hạn khác | 15 | 23 | 26 | 31 | 36 | 42 |
| + Lợi nhuận tài chính | (17) | (15) | (18) | (21) | (24) | (28) | Tổng tài sản ngắn hạn | 776 | 854 | 942 | 1.088 | 1.322 | 1.585 |
| + Lợi nhuận khác | 3 | - | - | - | - | - | + TSCĐ | 265 | 328 | 409 | 485 | 520 | 598 |
| Lợi nhuận trước thuế và lãi vay | 230 | 238 | 280 | 332 | 396 | 472 | + Khấu hao lũy kế | -151 | -182 | -219 | -264 | -318 | -374 |
| - Chi phí lãi vay | - | - | - | - | - | - | + Đầu tư tài chính dài hạn | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Lợi nhuận trước thuế | 230 | 238 | 280 | 332 | 396 | 472 | + Tài sản dài hạn khác | 3 | 18 | 20 | 24 | 28 | 33 |
| - Thuế TNDN | -60 | -52 | -62 | -66 | -79 | -94 | Tổng tài sản dài hạn | 312 | 389 | 473 | 553 | 592 | 675 |
| LNST | 170 | 186 | 219 | 266 | 316 | 378 | Tổng Tài sản | 1.088 | 1.243 | 1.415 | 1.641 | 1.914 | 2.259 |
| LNST của cổ đông CT Mẹ | 170 | 186 | 219 | 266 | 316 | 378 | Nợ & Vốn chủ sở hữu | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| EPS (đ) | 6.056 | 6.566 | 7.731 | 9.392 | 11.192 | 13.354 | + Phải trả ngắn hạn | 335 | 354 | 364 | 396 | 436 | 503 |
| EBITDA | 252 | 269 | 317 | 377 | 449 | 528 | + Vay và nợ ngắn hạn | 114 | 34 | 10 | 3 | 1 | - |
| Khấu hao | 22 | 31 | 37 | 45 | 54 | 56 | + Phải trả ngắn hạn khác | 221 | 319 | 354 | 392 | 435 | 503 |
| Tăng trưởng doanh thu | 20% | 11% | 16% | 17% | 17% | 17% | Nợ ngắn hạn | 335 | 354 | 365 | 396 | 436 | 503 |
| Tăng trưởng LN HDKD | 27% | 8% | 18% | 21% | 19% | 19% | + Vay và nợ dài hạn | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 |
| Tăng trưởng EBIT | - | 4% | 18% | 18% | 19% | 19% | + Phải trả dài hạn | - | - | - | - | - | - |
| Tăng trưởng EPS | -37% | 8% | 18% | 21% | 19% | 19% | Nợ dài hạn | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 | 0,12 |
| Chỉ số khả năng sinh lợi | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | Tổng nợ | 335 | 354 | 365 | 396 | 436 | 503 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 43% | 43% | 43% | 44% | 44% | 44% | + Cổ phiếu ưu đãi | - | - | - | - | - | - |
| Tỷ suất LNST | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% | 10% | + Thặng dư | 154 | 154 | 154 | 154 | 154 | 154 |
| ROE DuPont | 22% | 23% | 22% | 23% | 22% | 22% | + Vốn điều lệ | 247 | 247 | 247 | 247 | 247 | 247 |
| ROA DuPont | 14% | 15% | 15% | 16% | 17% | 17% | + LN chưa phân phối | 111 | 152 | 201 | 259 | 329 | 412 |
| Tỷ suất EBIT | 14% | 13% | 13% | 13% | 13% | 14% | + Lợi ích cổ đông thiểu số | 69 | 69 | 69 | 69 | 69 | 69 |
| LNST / LNNT | 74% | 78% | 78% | 80% | 80% | 80% | Vốn chủ sở hữu | 684 | 821 | 981 | 1.177 | 1.409 | 1.687 |
| LNNT / EBIT | 95% | 94% | 94% | 94% | 94% | 94% | Tổng cộng nguồn vốn | 1.088 | 1.243 | 1.415 | 1.641 | 1.914 | 2.259 |
| Vòng quay tổng tài sản | 1,55x | 1,50x | 1,53x | 1,54x | 1,54x | 1,53x | Lưu chuyển tiền tệ | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Đòn bẩy tài chính | 1,59x | 1,52x | 1,44x | 1,39x | 1,36x | 1,34x | Tiền đầu năm | 104 | 257 | 326 | 408 | 543 | 764 |
| ROIC | 21% | 22% | 22% | 23% | 22% | 22% | Lợi nhuận sau thuế | 231 | 238 | 280 | 332 | 396 | 472 |
| Chỉ số hiệu quả vận hành | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | + Khấu hao lũy kế | 22 | 31 | 37 | 45 | 54 | 56 |
| Số ngày phải thu | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 | 59 | + Điều chỉnh | 18 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Số ngày tồn kho | 104 | 104 | 104 | 104 | 104 | 104 | + Thay đổi vốn lưu động | -43 | -4 | -66 | -81 | -99 | -96 |
| Số ngày phải trả | 51 | 46 | 41 | 36 | 31 | 30 | Tiền từ hoạt động KD | 271 | 269 | 317 | 377 | 449 | 528 |
| Thời gian luân chuyển tiền | 113 | 107 | 110 | 115 | 120 | 122 | + Thanh lý tài sản cố định | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| COGS / Hàng tồn kho | 3,64 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | + Chi mua sắm TSCĐ | -58 | -93 | -118 | -121 | -89 | -134 |
| Chỉ số TK/Đòn bẩy TC | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | + Tăng (giảm) đầu tư | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CS thanh toán hiện hành | 2,3 | 2,4 | 2,6 | 2,8 | 3,0 | 3,1 | + Các hoạt động đầu tư khác | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CS thanh toán nhanh | 1,5 | 1,6 | 1,6 | 1,7 | 1,9 | 2,1 | Tiền từ hoạt động đầu tư | -56 | -93 | -118 | -121 | -89 | -134 |
| CS thanh toán tiền mặt | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,9 | + Cổ tức đã trả | -27 | -23 | -27 | -33 | -39 | -46 |
| Nợ / Tài sản | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | + Tăng (giảm) vốn | 123 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ / Vốn sử dụng | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | + Thay đổi nợ ngắn hạn | -116 | -80 | -24 | -7 | -2 | -1 |
| Nợ / Vốn CSH | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | + Thay đổi nợ dài hạn | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ ngắn hạn / Vốn CSH | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | - | + Các hoạt động TC khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nợ dài hạn / Vốn CSH | 0,0 | - | - | - | - | - | Tiền từ hoạt động TC | -20 | -103 | -51 | -40 | -41 | -47 |
| | | | | | | | Tổng lưu chuyển tiền tệ | 152 | 69 | 82 | 135 | 221 | 250 |
| | | | | | | | Tiền cuối năm | 104 | 257 | 326 | 408 | 543 | 764 |

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 |
|-------------------------|---|
| Kỳ vọng 12 tháng | |
| Mua | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18% |
| Thêm | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18% |
| Theo dõi | Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7% |
| Giảm | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18% |
| Bán | Nếu giá mục tiêu thấp hơn 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 kì 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.

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