

**Nguyễn Lý Thanh Lương**

[luongnlt@ssi.com.vn](mailto:luongnlt@ssi.com.vn)

+84-28 3636 3688 ext. 3056

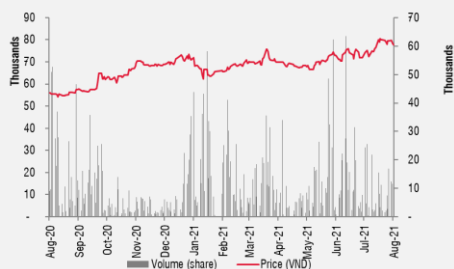
Ngày 24/08/2021

**NGÀNH DƯỢC PHẨM**

### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	142
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	3.250
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	41
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	81/53,9
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	12.251
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,04
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	901
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	43,65
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

### Thông tin cơ bản về công ty

TRA là công ty có doanh thu đông dược lớn nhất tại Việt Nam. Công ty có hai sản phẩm chính là Hoạt Huyết Dưỡng Não (thuốc bổ não) và Boganic (thuốc bổ gan), chiếm khoảng 50% doanh thu. Traphaco chỉ nhập khẩu 20% nguyên liệu cho dược phẩm thảo dược. Công ty hiện có 4 ha khu nguyên liệu tại Sapa (cách Hà Nội ~400 km) nơi trồng các cây thảo dược chính như cây Atiso, Đinh Lăng, Họ Bìm bìm và Họ Cò bình cu.

Công ty có hệ thống phân phối bao gồm 20.000 nhà thuốc bán lẻ trên khắp Việt Nam.

## Hưởng lợi từ siết chặt quy định về thực phẩm chức năng, mở rộng thuốc tân dược và kiểm soát chi phí SG&A hiệu quả hơn

**Luận điểm đầu tư:** Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TRA với giá mục tiêu là 101.000 đồng/cp, tăng 29% so với mức giá ngày 23/8/2021. Động lực đầu tư chính đối với TRA là: (1) Tiến độ nghiên cứu phát triển thuốc đông dược và thực phẩm chức năng (TPCN) bắt đầu có kết quả tích cực, trong khi hưởng lợi từ việc thắt chặt thị trường TPCN trong nước, (2) tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu giảm với doanh thu/sản phẩm mới cải thiện, (3) sản xuất thuốc tân dược sẽ tăng lên trong 2021 và 2022 nhờ những sản phẩm chuyển giao công nghệ từ Daewoong Pharma. Ngoài ra, doanh thu từ hàng thương mại & nhập khẩu ủy thác (NKUT) ước tính tăng đáng kể với các hợp đồng ký mới phân phối cho JW, CKD & các thương hiệu TPCN khác.

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu của TRA đạt 2.190 tỷ đồng (+15% YoY) trong 2021 và 2.540 tỷ đồng (+16% YoY) trong 2022. Lợi nhuận ròng ước tính đạt 275 tỷ đồng (+26%) trong 2021 & 353 tỷ đồng (+29%) trong 2022. Tăng trưởng lợi nhuận ròng bắt đầu hồi phục từ 2021 sau khi đi ngang từ 2015-2020, nhờ cạnh tranh giảm và danh mục sản phẩm đa dạng hóa, chúng tôi ước tính mức tăng giá 29% của TRA là khả thi, đặc biệt so với các công ty cùng ngành.

## Tổng quan KQKD 6T2021

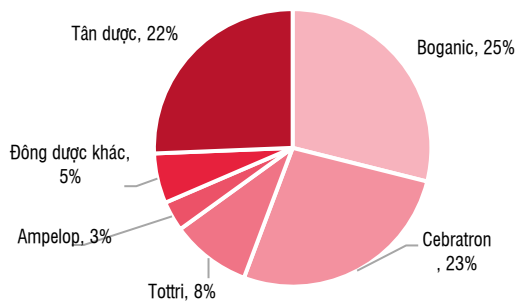
Tổng doanh thu và lợi nhuận ròng trong 6T2021 đạt 1.030 tỷ đồng (+22% YoY) và 157 tỷ đồng (+40% YoY), hoàn thành 49% và 52% kế hoạch năm của công ty. Kết quả này tích cực trong bối cảnh chịu ảnh hưởng từ làn sóng Covid thứ 3 và thứ 4 trong 6T2021.

(tỷ đồng)	6T2021	6T2020	YoY	% KH năm	TSLN	
					6T2021	6T2020
<b>Tổng doanh thu, trong đó</b>	<b>1.032</b>	<b>850</b>	<b>+22%</b>	<b>49%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Hàng sản xuất	853	708	+20%	48%		
Thuốc đông dược	653	522	+25%			
Thuốc tân dược	200	186	+8%			
Hàng thương mại & NKUT	179	140	+28%	36%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>555</b>	<b>446</b>	<b>+24%</b>		<b>54,0%</b>	<b>52,0%</b>
Hàng sản xuất	513	426	+20%		60,1%	60,2%
Hàng thương mại & NKUT	42	21	+100%		23,5%	16,3%
EBIT	153	116	+32%		14,6%	13,6%
EBITDA	195	157	+24%		18,9%	18,4%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>157</b>	<b>112</b>	<b>+40%</b>		<b>15,2%</b>	<b>13,2%</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>124</b>	<b>90</b>	<b>+38%</b>	<b>52%</b>	<b>12,0%</b>	<b>10,6%</b>

**Doanh thu tăng mạnh nhờ doanh thu bán thuốc đông dược tăng, trong khi hưởng lợi từ việc Chính phủ thắt chặt thị trường thực phẩm chức năng.** Trong 6T2021, tổng doanh thu đạt 1.030 tỷ đồng (+22% YoY), trong đó doanh thu hàng sản xuất đạt 853 tỷ đồng (+20% YoY). Cụ thể:

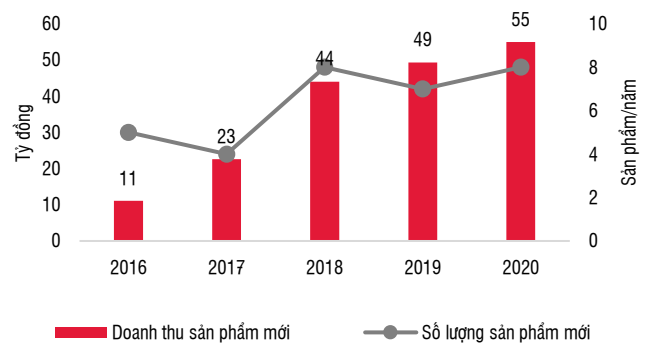
- Doanh thu thuốc đông dược (64% tổng doanh thu) tăng 25% YoY, từ sản phẩm cốt lõi: Boganic, Ampelop & Tottri** với tăng trưởng hơn 20% YoY trong 6T2021. Boganic đóng góp lớn vào tăng trưởng doanh thu 6T2021, do 4 dòng sản phẩm phụ mới phát triển: Boganic Kid (bán từ Q3/2019), Boganic Lippi mới (Q4/2019), Trà Boganic (Q3/2020) & Boganic Premium (Q4/2020). Trong 5 năm qua, nhờ tăng đầu tư vào hoạt động R&D và thử nghiệm thị trường, chi phí SG&A của công ty đã tăng từ 32% trong 2016 lên mức đỉnh là 42% trong 2019 và hiện ở mức 38% trong 6T2021. TRA đã mất 1-2 năm để nghiên cứu và sản xuất thương mại các sản phẩm mới này. đổi lại có sự cải tiến đáng kể bao bì sản phẩm/ phân khúc khách hàng và doanh thu trên mỗi sản phẩm. Từ 2021, TRA tiếp tục đặt kế hoạch R&D tham vọng là phát triển hoặc đổi mới ít nhất 8 sản phẩm/năm (trước đây là 3-5 sản phẩm/năm), với tỷ lệ thành công bình quân là khoảng 25-30% (tương đương ~2-3 sản phẩm mới mỗi năm). Bên cạnh đó, công ty vẫn mở rộng danh mục sản phẩm hiện tại sang các phân khúc thị trường khác như thức uống sức khỏe, TPCN cao cấp, mỹ phẩm,...

### Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của TRA trong 6T2021



Nguồn: TRA, SSI Research ước tính

### Số lượng sản phẩm TRA nghiên cứu phát triển mỗi năm



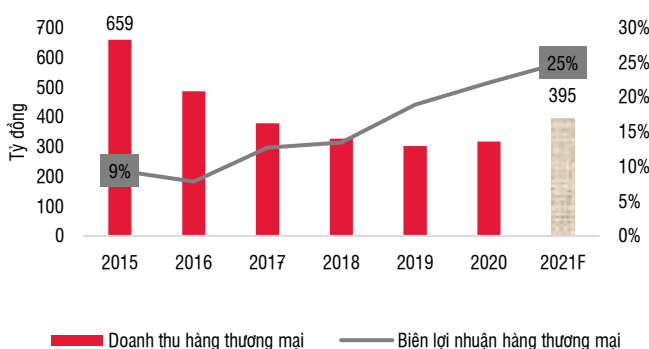
Nguồn: TRA, SSI Research tổng hợp

- **Doanh thu sản phẩm cốt lõi được hỗ trợ bởi thị trường cạnh tranh giảm**, đặc biệt khi Chính phủ thắt chặt việc bán thực phẩm chức năng thông qua Thông tư 18/2019/TT-BYT. Thông tư quy định tất cả các TPCN (sản xuất trong nước và nhập khẩu) đều phải có chứng nhận GMP hoặc GACP từ 2020. Do đó, số lượng nhà sản xuất TPCN đạt tiêu chuẩn giảm trong khi sản phẩm bán lẻ tại nhà thuốc được cơ quan y tế kiểm tra thường xuyên hơn, điều này giúp TRA có lợi thế cạnh tranh nhờ các nhà máy WHO-GACP. Chúng tôi cũng nhận thấy các nhà sản xuất khác hưởng lợi từ xu hướng này là DHG, DP3, CDP với biên lợi nhuận gộp trung bình mảng TPCN tăng 1%-3% với doanh thu tăng sau khi Thông tư 18 có hiệu lực. Đối với kênh bệnh viện, Chính phủ áp dụng Thông tư 15/2019/TT-BYT, quy định mới về đấu thầu thuốc đông dược, trong đó chia làm 3 nhóm đấu thầu: WHO-GACP (nhóm đấu thầu cao nhất), WHO-GMP & non-GMP (nhóm đấu thầu thấp nhất) thay vì hai nhóm (WHO-GMP & non-GMP) như trước đây, và số lượng công ty đấu thầu cạnh tranh với TRA nằm trong nhóm WHO-GACP giảm từ 34 xuống dưới 11, giúp TRA dễ đấu thầu thành công các hợp đồng lớn.

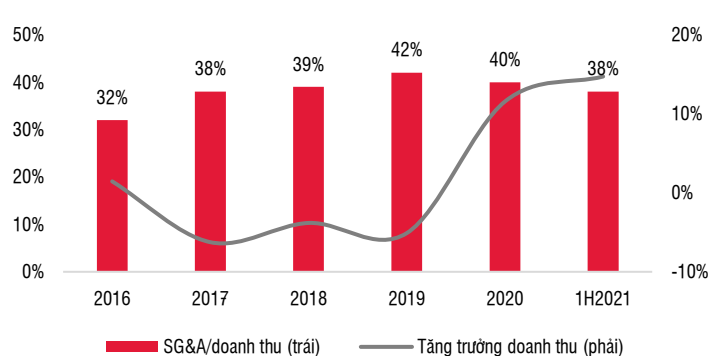
**Biên lợi nhuận gộp cải thiện với biên lợi nhuận hàng thương mại & NKUT tốt hơn.** Biên lợi nhuận gộp của công ty tăng 2% từ 52% trong 6T2020 lên 54% trong 6T2021, trong đó biên lợi nhuận hàng thương mại & nhập khẩu ủy thác (NKUT) tăng từ 16% lên 23% trong kỳ. Biên lợi nhuận hàng thương mại tăng đáng kể từ 2019 khi TRA chuyển ghi nhận doanh thu theo phương pháp cũ (bán lại hàng thương mại) sang phương pháp mới (chỉ ghi nhận thu nhập từ phí liên quan đến hàng nhập khẩu ủy thác). Công ty cũng đàm phán phân phối các sản phẩm có lợi nhuận cao hơn nhờ phát triển kênh phân phối lớn hơn trong những năm gần đây.

**Biên lợi nhuận ròng tăng với tỷ lệ doanh thu/ chi phí SG&A tăng nhờ chiến lược bán hàng cải thiện và kết quả tốt từ hoạt động R&D.** Biên lợi nhuận ròng tăng 1,4% từ 10,6% trong 6T2020 lên 12% trong 6T2021, với tỷ lệ chi phí bán hàng/ doanh thu giảm từ 27% còn 26,3%. Kể từ đầu năm 2020, TRA đã áp dụng chính sách lương mới cho nhân viên (3Ps), giảm đáng kể lương cố định và tăng thưởng doanh số dựa trên KPI (số lượng khách hàng, tỷ lệ bao phủ thị trường, tỷ lệ giữ chân khách hàng,...). Theo ban lãnh đạo, chính sách lương mới đã có hiệu quả, doanh thu trung bình mỗi nhân viên bán hàng tăng 15% YoY trong 2020 – tiếp tục tăng 25% YoY trong 6T2021. Ban lãnh đạo cũng kỳ vọng với danh mục sản phẩm lớn hơn nhờ hoạt động R&D, doanh thu sẽ cải thiện và chi phí bán hàng trên mỗi sản phẩm có thể giảm. So với các công ty cùng ngành khác, tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu của TRA vẫn khá cao (38 – 40% doanh thu so với trung bình ngành là 25 – 30%), do đó công ty cần nỗ lực hơn trong việc giảm thiểu gánh nặng chi phí.

**Mảng kinh doanh hàng thương mại & NKUT hồi phục**



**Chi phí S&A hiệu quả hơn**



Nguồn: TRA, SSI Research tổng hợp

Nguồn: TRA, SSI Research tổng hợp

**Cập nhật khác:**

**Thương vụ hợp tác mới với các công ty dược phẩm lớn nước ngoài để phân phối thuốc và TPCN nhập khẩu.** Năm 2020, TRA đã ký hợp đồng với 3 đối tác lớn: JW Pharma, CKD, & Daewoong Pharma, và cũng ký hợp đồng phân phối độc quyền với Natural Factors (sản phẩm dinh dưỡng) & Pure Nutrition (sản phẩm sữa). Trong 4 năm qua (2015-2019), TRA đã không ký được hợp đồng phân phối lớn nào do công ty cần thời gian tập trung thay đổi chiến lược phân phối và đàm phán lại điều khoản với các nhà thuốc. Ban lãnh đạo TRA tiết lộ công ty hiện đang mở rộng tìm kiếm đối tác lớn hơn và kỳ vọng doanh thu từ hàng thương mại có thể tăng đóng góp lên 20%-25% tổng doanh thu trong 2025, với CAGR 2021-2025 ước tính là 19%/ năm.

**Hoàn tất giai đoạn 1 về chuyển giao công nghệ từ Daewoong Pharma, ước tính bắt đầu sản xuất trong Q3/2021.**

Sau khi trì hoãn trong 2020 do đại dịch, TRA đã hoàn tất nhận dây chuyền sản xuất 7 loại thuốc tân dược đầu tiên từ Daewoong và chuẩn bị hồ sơ đăng ký thuốc trong Q1/2021 để bắt đầu sản xuất trong Q3/2021. Sản phẩm mà TRA nhận được tập trung vào điều trị bệnh tiểu đường, tiêu hóa & tim mạch, chiếm 23% tổng số ca nhập viện tại Việt Nam theo báo cáo năm 2018 của Cục Quản lý Dược. Theo một khảo sát khác của Euromonitor, nhu cầu thuốc điều trị các bệnh này cũng tăng trưởng bình quân 9%/năm, cho thấy đây là một thị trường tiềm năng. Công ty đang đẩy nhanh vòng đàm phán tiếp theo với Daewoong để chuyển giao nhiều sản phẩm hơn vào cuối năm, lên kế hoạch chuyển giao ít nhất 5 sản phẩm mới/ năm trong giai đoạn 2021-2025.

**Kế hoạch kinh doanh từ 2021-2025**

(tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023 F	2024F	2025F
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.914</b>	<b>2.093</b>	<b>2.342</b>	<b>2.733</b>	<b>3.164</b>	<b>3.587</b>
% Tăng trưởng		+9%	+12%	+16%	+16%	+13%
<b>Hàng sản xuất</b>	<b>1.596</b>	<b>1.740</b>	<b>1.925</b>	<b>2.246</b>	<b>2.515</b>	<b>2.816</b>
% Tăng trưởng		+9%	+11%	+16%	+12%	+12%
<b>Hàng thương mại &amp; nhập khẩu ủy thác</b>	<b>318</b>	<b>353</b>	<b>417</b>	<b>487</b>	<b>649</b>	<b>771</b>
% Tăng trưởng		+11%	+18%	+16%	+33%	+19%
Sản phẩm mới phát triển	8	8	8	8	8	8
Doanh thu từ sản phẩm mới phát triển trong 2021-2025	n/a	25	65	120	196	300
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>216</b>	<b>240</b>	<b>276</b>	<b>317</b>	<b>365</b>	<b>420</b>
% Tăng trưởng		+11%	+15%	+15%	+15%	+16%
% Biên lợi nhuận ròng	11,2%	11,5%	11,8%	11,6%	11,5%	11,7%

Nguồn: TRA, SSI Research tổng hợp

TRA đặt kế hoạch doanh thu là 2,1 nghìn tỷ đồng (+9% YoY) trong 2021 và 2,3 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) trong 2022. Công ty đặt kế hoạch 5 năm 2021-2025 với CAGR là 11% về doanh thu và 15% về lợi nhuận ròng. Theo ban lãnh đạo, động lực tăng trưởng chính bao gồm: (1) tiếp tục tập trung nghiên cứu phát triển sản phẩm cốt lõi (Boganic, Cebratron, Tottri); (2) thử nghiệm các sản phẩm tiềm năng khác như Bohairic (hỗ trợ mọc tóc), Trasleepy (thuốc chống lão hóa), Solutab (mỹ phẩm); (3) tăng sản phẩm chuyển giao công nghệ từ Daewoong Pharma; và (4) tăng cường hợp tác với các công ty dược phẩm nước ngoài để mở rộng danh mục thuốc phân phối. Công ty sẽ duy trì thắt chặt chi phí và giữ biên lợi nhuận ròng ổn định từ 11%-12%.

**Luận điểm đầu tư**

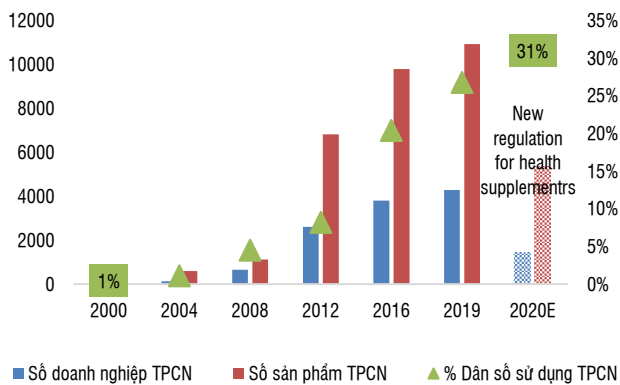
**Năng lực cạnh tranh trong mảng phân phối thuốc.** Trong ngành dược phẩm, nhiều công ty nhập khẩu thuốc lớn nhất thị trường (Phytopharma, Vimedimex, Domesco) chỉ tham gia một phần vào dịch vụ phân phối thuốc (hầu hết là logistics và marketing). Trong khi đó, TRA là một trong số ít các công ty có dịch vụ phân phối chuyên sâu bao gồm phân tích thương hiệu, marketing, logistics, dịch vụ hậu mãi với:

- Kênh phân phối rộng khắp 28 tỉnh thành phố, làm việc trực tiếp và ký hợp đồng với 28.000 nhà thuốc bán lẻ trên cả nước, tương ứng tỷ lệ bao phủ là 48% kênh nhà thuốc (so với 56% của DHG và 31% của DMC).

- Kho bảo quản thuốc chất lượng cao (Good Storage Practice – GSP) và giao hàng nhanh (trong vòng 24-48h)
- Việc triển khai sản phẩm mới đã cải thiện tốt hơn (thời gian trung bình từ khi nghiên cứu sản phẩm đến sản xuất thương mại giảm còn dưới 2 năm, nhận diện thương hiệu mạnh<sup>1</sup>, tỷ lệ giữ chân khách hàng cao<sup>2</sup>)

**Tiền năng lớn trong việc mở rộng danh mục sản phẩm hiện tại thông qua R&D và tận dụng công suất nhà máy dư thừa.** Hiện tại, danh mục sản phẩm của TRA vẫn còn khiêm tốn và chỉ có 3-4 sản phẩm chính: thuốc bổ gan (Boganic); thuốc bổ não (Cebratron); thuốc tiêu hóa (Tottri); và vitamin (Antot IQ). So với các công ty khác (như Dược Hậu Giang, Mediplantex, Domesco), TRA vẫn còn nhiều dư địa để nghiên cứu và giành thị phần cho sản phẩm mới, như thuốc hạ sốt, thuốc chữa bệnh hô hấp, mỹ phẩm, thực phẩm dinh dưỡng, tinh dầu, vv... Với sự hỗ trợ của Daewoong Pharma, TRA có thể xây dựng danh mục thuốc tân dược chuyển giao công nghệ và giảm thời gian cho R&D sản phẩm mới. Điểm mạnh khác là TRA vẫn còn nhiều công suất nhà máy dư thừa: 2 nhà máy thuốc đông dược (thành lập năm 2010 và tiếp tục nâng cấp nhà máy) đang chạy 60%-65% công suất, và 1 nhà máy thuốc tân dược (bắt đầu hoạt động năm 2018) đang chạy 25%-30% công suất cho sản phẩm mới.

### Thị trường thực phẩm chức năng tại Việt Nam từ năm 2000-2020



**Thị trường TPCN đang tăng trưởng nhanh và tập trung vào các công ty dược phẩm chất lượng cao:** Theo Hiệp hội Thực phẩm chức năng (VAFF), nhu cầu TPCN tăng đáng kể trong thập kỷ qua, với tỷ lệ người tiêu dùng Việt Nam sử dụng TPCN tăng từ 6% năm 2010 lên ~26% năm 2019. Số lượng công ty sản xuất TPCN và sản phẩm đăng ký cũng tăng đáng kể từ ~1.900 doanh nghiệp và 3.400 sản phẩm năm 2010 lên 4.200 doanh nghiệp và 11.000 sản phẩm năm 2019. Từ 2020, sau khi thắt chặt quy định, số lượng này ước tính giảm còn ~1.200 doanh nghiệp và 5.000 sản phẩm.

Nguồn: VAFF, SSI Research tổng hợp

### Ước tính lợi nhuận

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu của TRA đạt 2.190 tỷ đồng (+15% YoY) năm 2021 và 2.540 tỷ đồng (+16% YoY) năm 2022. Lợi nhuận ròng ước tính đạt 275 tỷ đồng (+28% YoY) năm 2021 và 353 tỷ đồng (+29% YoY) năm 2022. Mặc dù làn sóng Covid thứ 4 kéo dài ảnh hưởng đáng kể đến nhu cầu dược phẩm, chúng tôi ước tính TRA sẽ chịu ảnh hưởng ít hơn do nhu cầu thuốc và TPCN tăng do nhu cầu tích trữ của người dân trong giai đoạn dịch bệnh bùng phát và doanh thu bán thuốc chuyển từ kênh bệnh viện sang kênh nhà thuốc do người dân hạn chế đến bệnh viện khám sức khỏe.

Doanh thu 2021& 2022 có thể tăng trưởng cao nhờ: (1) số lượng sản phẩm mới tăng, đặc biệt là các thương hiệu thuốc đông dược truyền thống dự kiến được đổi mới, (2) doanh thu thuốc tân dược chuyển giao công nghệ từ Daewoong Pharma sẽ tăng kể từ nửa cuối năm 2021; (3) doanh thu từ hàng thương mại và NKUT tăng, đến từ hợp đồng với các công ty lớn nước ngoài (JW Pharma, CKD, Natural Factors). Lợi nhuận và biên lợi nhuận 2021 & 2022 ước tính tăng với tỷ lệ chi phí SG&A/ doanh thu giảm xuống khi các sản phẩm có doanh số tốt hơn và cạnh tranh giảm trên thị trường thuốc đông dược và TPCN.

<sup>1</sup> Theo khảo sát của AC Nielsen năm 2018, nhận diện thương hiệu và đánh giá chất lượng của TRA là 7,3/10, với nhận diện thương hiệu sản phẩm cốt lõi (Boganic & Cebratron) là 95%

<sup>2</sup> Theo khảo sát thị trường của TRA, các sản phẩm mới phát triển gần đây có tỷ lệ hài lòng khách hàng là 65- 70%, tỷ lệ giữ chân khách hàng là 35 – 40%

**Dự báo lợi nhuận của TRA**

(tỷ đồng)	2020	2021	2022
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>1.914</b>	<b>2.196</b>	<b>2.539</b>
<b>Tăng trưởng doanh thu (YoY)</b>	<b>+12%</b>	<b>+15%</b>	<b>+16%</b>
Hàng sản xuất	1.598	1.815	2.062
% Tăng trưởng	+13%	+14%	+14%
Thuộc đồng dược	1.228	1.455	1.562
% Tăng trưởng	+19%	+18%	+10%
Thuộc tân dược	370	400	500
% Tăng trưởng	-2%	+8%	+25%
Hàng thương mại & NKUT	318	382	477
% Tăng trưởng	+5%	+20%	+25%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>216</b>	<b>275</b>	<b>353</b>
<b>% Tăng trưởng</b>	<b>+26%</b>	<b>+28%</b>	<b>+29%</b>
<b>Biên lợi nhuận ròng</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>

Nguồn: SSI Research ước tính

**Định giá**

Ở mức giá 78.500 đồng/cp, TRA đang giao dịch tại PE 2021 & 2022 là 11,8x và 9,4x, thấp hơn 24% và 41% so với PE trung bình 5 năm của công ty là 16x. PE dự phóng năm 2021 ở mức 21% thấp hơn PE trung bình ngành hiện tại là 15x. Do đó, chúng tôi cho rằng công ty hoàn toàn có thể đạt PE mục tiêu là 16x trong năm nay với ước tính KQKD 2021 & 2022 mạnh mẽ. Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu TRA với giá mục tiêu 1 năm là 101.000 đồng/cp, với PE mục tiêu là 16x, tiềm năng tăng giá 29%. Chúng tôi cho rằng nếu tình hình dịch bệnh tại Việt Nam được kiểm soát trong nửa cuối năm, TRA có thể đạt KQKD tốt hơn trong 2022.

**Rủi ro đầu tư**

**Rủi ro chính sách:** Mặc dù các quy định về ngành Dược hiện tại khá thuận lợi cho TRA, nhưng môi trường pháp lý cho các công ty dược vẫn còn thiếu ổn định và khó dự đoán. Điển hình việc sửa đổi và thi hành từ 2-5 Thông tư mới mỗi năm đối với ngành Dược, dẫn đến thay đổi ngoài dự đoán về quy định chất lượng sản xuất thuốc (VD: thay đổi chứng nhận GMP), và thắt chặt việc bán thuốc và thực phẩm chức năng. Các yếu tố này ảnh hưởng trực tiếp đến chiến lược và lợi thế cạnh tranh hiện tại của công ty.

**Rủi ro tranh giành thị phần giữa các sản phẩm trong cùng danh mục (Cannibalization risks):** TRA có thể gặp rủi ro này khi cung cấp dịch vụ cho nhiều công ty dược khác nhau, đặc biệt khi hầu hết các công ty đều có một số sản phẩm trùng lặp. Ngoài ra, các sản phẩm này có thể tạo hiệu ứng cạnh tranh với các dòng sản phẩm truyền thống của TRA, làm tăng áp lực lên mảng sản xuất cốt lõi và lợi nhuận chung của công ty.

**Rủi ro quản trị doanh nghiệp:** Các cổ đông lớn của TRA bao gồm SCIC – Quỹ đầu tư Chính phủ (36%); Magbi Fund Ltd – một thành viên của Mirae Asset Fund (25%); Super Delta Pte Ltd – đại diện cho Daewoong Pharma (15%); và ban lãnh đạo (6%). Với lợi ích cổ đông hạn chế, ban lãnh đạo có thể thiếu động lực cải thiện giá trị cổ phần. Ngoài ra, cổ đông chiến lược là Daewoong Pharma, có thể chần chừ chuyển giao công nghệ nếu không giành được quyền kiểm soát tại TRA. Việc mua cổ phần kiểm soát cũng khó có thể thực hiện do tỷ lệ free float của TRA hiện rất thấp.



## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715