

## CTCP SPM (HoSE: SPM)

### Áp lực chi phí nguyên vật liệu tăng

CTCP S.P.M (SPM) là công ty được với tốc độ phát triển nhanh, biên lợi nhuận ấn tượng nhất trong ngành dao động từ 40 – 35 % qua từng năm. Thế mạnh của công ty là nhóm sản phẩm **Multivitamin** chiếm 30% tỷ trọng tổng doanh thu với biên lợi nhuận gộp (BLNR) trung bình khoảng 60%. Mặc dù doanh thu 9T2011 giảm 5,8% so với cùng kỳ nhưng với tiềm năng phát triển từ 2 nhà máy hiện có và một dự án nước ngoài, SPM có khả năng đẩy doanh thu tăng cao trong quý 4 và đạt chỉ tiêu đề ra của ĐHCĐ.

#### Các điểm nhấn chính trong cuộc gặp:

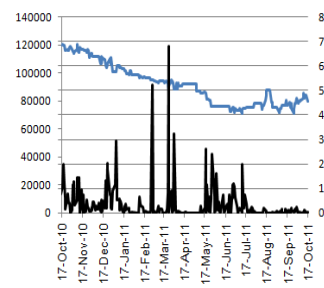
- Triển vọng tăng trưởng khá.** Kể từ đầu năm 2011, chỉ có một nhà máy của SPM đang hoạt động với khoảng 70% công suất. Một nhà máy còn lại đang được sửa chữa nâng cấp và dự kiến hoạt động đầu năm 2012. Như vậy tiềm năng tăng trưởng sản lượng của SPM còn cao. Ngoài ra, SPM đầu tư vào dự án nhà máy dược Myanmar thông qua hình thức liên doanh với lợi ích hiệu quả là 25%. Myanmar được đánh giá là thị trường dược phẩm tiềm năng với chi tiêu thuốc bình quân đầu người là 15\$, trong khi tiêu thụ dược phẩm bình quân của thế giới là 125USD/người.
- Multivitamin vẫn là mặt hàng chủ lực doanh nghiệp.** Chiến lược của SPM là tập trung vào phân khúc Multivitamin. Phân khúc này hiện chiếm khoảng 30% tỷ trọng trong doanh thu của SPM và có BLNG khá cao ở mức 50-60%. Ngoài ra, các nhóm thuốc OTC của SPM chiếm khoảng 70% tỷ trọng thuốc của SPM nên SPM có thể tiết kiệm được chi phí bán hàng và chi phí phát sinh trong quá trình phân phối thuốc.
- Lợi nhuận ròng giảm do áp lực chi phí nguyên vật liệu tăng:** Doanh thu và lợi nhuận ròng 9T2011 lần lượt giảm 5,7% và 24,7% so với cùng kỳ 2009, còn 236 tỷ đồng và 51 tỷ đồng. Doanh thu giảm nhẹ chủ yếu là do một nhà máy tạm ngưng hoạt động để nâng cấp từ đầu năm. Mặt khác, lợi nhuận ròng giảm mạnh 28% dưới ảnh hưởng của tỷ giá tăng khiến chi phí NVL đầu vào tăng trung bình 20% trong khi 90% nguồn nguyên liệu đầu vào là nhập khẩu. Chúng tôi cho rằng, giá nguyên vật liệu tăng không chỉ ảnh hưởng đến SPM mà toàn bộ ngành dược. Với thế mạnh về thương hiệu, SPM hoàn toàn có khả năng chuyển chi phí này vào giá thuốc.
- Định Giá.** SPM đang được giao dịch ở mức PE khá hấp dẫn 6.4x, thấp hơn so với trung bình ngành ở mức 7.1x. SPM là một trong những công ty hiệu quả nhất ngành dược với ROE & ROA khá cao, ở mức 31.1% & 20,0% cao hơn nhiều so với TB ngành ở 24% và 11%.

N/A

### Ngành dược

|                     |               |
|---------------------|---------------|
| <b>Giá</b>          | <b>52,000</b> |
| <b>Giá mục tiêu</b> | <b>-</b>      |

Chuyên viên: Lê Thanh Đạo  
dao.le@asias.com.vn  
Tel: 08 38258106 (138)



| Mã cổ phiếu           | SPM    |
|-----------------------|--------|
| Vốn hóa (tỷ đồng)     | 625.8  |
| KLCP lưu hành (Triệu) | 13.7   |
| Free float (%)        | -      |
| Giá cao nhất 52 tuần  | 69,000 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 40,700 |
| Cổ Đông chính (%)     | 38.97  |
| Ô. Đào Hữu Hoàng      | 7.56   |
| Sacom securities      | 8.57   |
| Bà. Đỗ Thị Mai        | 6.42   |
| Bà Hồ Mộng Tiên       |        |

|                     | FY08   | FY09     | FY10     | 9T2010   | 9T2011   |
|---------------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 212.36 | 254.69   | 349.67   | 251.07   | 236.85   |
| % thay đổi          | 23.24% | 19.93%   | 37.29%   | -        | -6%      |
| LN ròng (Tỷ đồng)   | 54.31  | 62.39    | 131.19   | 67.86    | 51.10    |
| % thay đổi          | 12.63% | 14.86%   | 110.29%  | -        | 24.70    |
| EPS (VND)           | 431.45 | 6,238.76 | 9,371.07 | 4,847.09 | 3,649.87 |
| PER (x)             | 8.23   | 7.16     | 4.77     | 10.29    | 13.67    |
| ROE (%)             | 31.01% | 28.24%   | 31.06%   | 17.40%   | 8.39%    |
| Cổ tức/CP (%)       | 0%     | 6%       | 6%       |          |          |

| Chỉ tiêu chính       |        |
|----------------------|--------|
| ROE                  | 31.06  |
| Nợ ròng/Vốn CSH      | 20.63  |
| GT sổ sách/cp        | 43,000 |
| PB                   | 1.04   |
| Khả năng trả lãi vay | 3x     |

### Sơ lược về thế mạnh doanh nghiệp

- **Triển vọng tăng trưởng sản lượng khá.** Hiện tại SPM chỉ có 1 nhà máy của SPM đang hoạt động khoảng 70% công suất. Nhà máy thứ hai đang được nâng cấp và sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2012. Ngoài ra, SPM đang nắm 25% lợi ích từ nhà máy đang được xây dựng tại Myanmar.
- **Hệ thống phân phối mạnh và ổn định,** công ty TNHH Thành Đô vẫn là đối tác chính chịu trách nhiệm phân phối và đại diện đấu thầu sản phẩm cho SPM. Với ưu điểm là hệ thống phân phối rộng khắp với 2 đại lý trên mỗi tỉnh thành và kinh nghiệm lâu năm trong lĩnh vực phân phối, Thành Đô đã đảm bảo đầu ra vững chắc cho các sản phẩm của SPM trong nhiều năm.
- **Chiến lược cạnh tranh hiệu quả** với những dòng sản phẩm chất lượng cao, tập trung vào dòng sản phẩm MyVita nổi tiếng trong 5 năm qua, hiện đang chiếm hơn 21.8% thị phần thuốc vitamin trong nước. Điểm mạnh của dòng sản phẩm MyVita là giá bán thấp, chỉ bằng 60% so với giá bán trung bình của các sản phẩm ngoại nhập, nhưng chất lượng không hề thua kém so với dòng sản phẩm cùng loại. Với thương hiệu tốt, SPM có khả năng chuyển chi phí đầu vào vào giá thuốc.
- **Chú trọng R&D,** nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm tạo nên những sản phẩm với biên lợi nhuận cao. Hiện nay SPM đang trong quá trình nghiên cứu sản phẩm với công nghệ mới (phóng thích chậm), dòng sản phẩm này được kỳ vọng sẽ được xuất khẩu vào thị trường Mỹ tạo nguồn thu ngoại tệ (USD) cho doanh nghiệp giúp tránh rủi ro về tỷ giá trong tương lai. Ngoài ra, S.P.M cũng đề cập đến việc đẩy mạnh dòng sản phẩm Đông dược, được đánh giá là dòng sản phẩm với biên lợi nhuận gộp cao nhất (60-70%) trong nhóm sản phẩm hiện tại.

### Tổng quan về tình hình tài chính

- **Doanh thu 9T2011** giảm nhẹ 5,7% so với cùng kỳ 2010 do sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ so với cùng kỳ năm 2010. Mặt khác, lợi nhuận ròng giảm mạnh 28% do giá NVL đầu vào tăng trung bình 20% so với cùng kỳ năm ngoái. Hiện nay, SPM nhập 90% nguyên liệu đầu vào.
- **Tuy nhiên, SPM vẫn là một trong những công ty hiệu quả nhất ngành dược.** ROE và ROA lần lượt đạt 31,1% và 20%, cao hơn trung bình ngành (khoảng 24% và 11%). BLNR 9T2011 đạt 19,1% cao hơn so với trung bình ngành dược 11%. Nguyên nhân chính là do phân khúc Vitamin chiếm khoảng 30% tỷ trọng doanh thu với biên lợi nhuận gộp khá cao 60%. Ngoài ra do các mặt hàng OTC chiếm 70% tỷ trọng doanh thu nên có thể tiết kiệm được chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp thấp.
- **Tỷ lệ nợ/VCSH** ở mức 22,5% trong 9T2011- khá an toàn trong tình hình lãi suất cao thời gian gần đây.
- **Dự kiến vẫn hoàn thành chỉ tiêu đề ra do tính mùa vụ.** 9T2011, SPM chỉ đạt 68% và 64% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2011. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, SPM vẫn có khả năng đạt được kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2011 do: 1) doanh thu có thể tăng mạnh trong Q4 2011 theo tính mùa vụ; 2) nhà máy chỉ hoạt động ở mức 70% công suất.
- **Định Giá.** SPM đang được giao dịch ở mức PE khá hấp dẫn 6.4x, thấp hơn so với trung bình ngành ở mức 7,1x.

## Kết Quả Kinh Doanh

| YE Dec (VND bn)        | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>172.31</b> | <b>212.36</b> | <b>254.69</b> | <b>349.67</b> |
| Giá vốn hàng bán       | 88.82         | 125.08        | 156.52        | 231.03        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>83.50</b>  | <b>87.28</b>  | <b>98.17</b>  | <b>118.64</b> |
| CP hoạt động           | 28.44         | 21.03         | 18.63         | 27.53         |
| LN từ hoạt động        | -2.03         | -6.60         | -15.76        | 55.37         |
| LN tài chính (lỗ)      | 53.03         | 59.65         | 63.79         | 146.48        |
| LN khác                | 0.00          | -0.53         | 0.40          | 0.36          |
| LN trước thuế          | 53.03         | 59.12         | 64.18         | 146.84        |
| Thuế thu nhập          | -4.81         | -4.80         | -1.80         | -15.55        |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>  | <b>48.22</b>  | <b>54.31</b>  | <b>62.39</b>  | <b>131.19</b> |
| EBITDA                 | 59.45         | 72.08         | 94.69         | 107.10        |
| EPS (VND)              | 4,822.43      | 5,431.45      | 6,238.76      | 9,371.07      |

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp, ASC

## Lưu Chuyển Tiền Tệ

| YE Dec (VND bn)              | 2007          | 2008           | 2009          | 2010           |
|------------------------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| <b>LCT từ hoạt động KD</b>   | <b>98.97</b>  | <b>108.17</b>  | <b>22.99</b>  | <b>38.16</b>   |
| LNT                          | 48.22         | 54.31          | 62.39         | 131.19         |
| Khấu hao TS cố định          | 4.39          | 5.83           | 15.14         | 15.99          |
| Thay đổi vốn lưu động        | 38.70         | 37.52          | -67.11        | -65.06         |
| Khác                         | 2.85          | 5.70           | 10.77         | -59.61         |
| <b>LCT trong đầu tư</b>      | <b>-81.59</b> | <b>-210.95</b> | <b>-8.70</b>  | <b>-385.13</b> |
| Chi phí vốn                  | 0.00          | 0.00           | 0.00          | -123.78        |
| Thay đổi trong ĐT dài hạn    | -67.72        | -210.95        | -10.66        | -131.64        |
| Thay đổi khác                | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 11.62          |
| <b>LCT trong tài chính</b>   | <b>-11.68</b> | <b>97.58</b>   | <b>-13.14</b> | <b>351.28</b>  |
| Thay đổi trong vốn cổ phần   | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 250.89         |
| Thay đổi trong vốn vay       | -11.68        | 103.64         | 1.61          | 126.79         |
| Thay đổi trong nợ dài hạn    | 0.00          | -6.06          | -14.75        | -26.39         |
| Cổ tức                       | 5.70          | -5.20          | 1.15          | 4.31           |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần</b> | <b>98.97</b>  | <b>108.17</b>  | <b>22.99</b>  | <b>38.16</b>   |

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp, ASC

## Cân Đối Kế Toán

| YE Dec(VND bn)     | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>TÀI SẢN</b>     | <b>219.26</b> | <b>427.04</b> | <b>478.39</b> | <b>984.60</b> |
| TS ngắn hạn        | 99.70         | 103.04        | 158.23        | 455.89        |
| Tiền               | 7.24          | 2.04          | 3.18          | 7.49          |
| Đầu tư ngắn hạn    | 0.00          | 0.00          | 0.38          | 124.16        |
| Tồn kho            | 27.16         | 26.73         | 29.40         | 26.30         |
| Phải thu           | 64.74         | 68.00         | 124.41        | 296.65        |
| TS khác            | 0.56          | 6.27          | 0.86          | 1.30          |
| Đầu tư dài hạn     | 13.87         | 13.87         | 11.53         | 104.58        |
| Tài sản dài hạn    | 105.41        | 309.90        | 308.48        | 424.13        |
| Khác               | 0.27          | 0.23          | 0.15          | 0.00          |
| <b>NỢ PHẢI TRẢ</b> | <b>68.24</b>  | <b>227.77</b> | <b>235.85</b> | <b>382.38</b> |
| Nợ ngắn hạn        | 66.20         | 185.72        | 235.68        | 382.18        |
| Phải trả           | 20.61         | 32.22         | 33.08         | 47.27         |
| Vay ngắn hạn       | 20.37         | 84.06         | 127.61        | 90.25         |
| Khác               | 25.22         | 69.44         | 74.99         | 244.67        |
| Nợ dài hạn         | 2.04          | 42.05         | 0.17          | 0.20          |
| Vay dài hạn        | 2.00          | 41.94         | 0.00          | 0.00          |
| Khác               | 0.04          | 0.10          | 0.17          | 0.10          |
| <b>VỐN CSH</b>     | <b>151.01</b> | <b>199.27</b> | <b>242.54</b> | <b>602.22</b> |
| Vốn điều lệ        | 100.00        | 100.00        | 100.00        | 140.00        |
| Thặng dư           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 210.89        |
| Dự Phòng           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp, ASC

## Chỉ Số Tài Chính

| YE Dec                       | 2007      | 2008      | 2009      | 2010      |
|------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Tăng trưởng (%)</b>       |           |           |           |           |
| Doanh thu                    | 23.24%    | 19.93%    | 37.29%    |           |
| Lợi nhuận gộp                | 4.53%     | 12.48%    | 20.85%    |           |
| EBITDA                       | 21.25%    | 31.37%    | 13.11%    |           |
| Lợi nhuận ròng               | 12.63%    | 14.86%    | 110.29%   |           |
| EPS                          | 12.63%    | 14.86%    | 50.21%    |           |
| <b>Hệ số sinh lời (%)</b>    |           |           |           |           |
| Biên lợi nhuận gộp           | 48.46%    | 41.10%    | 38.55%    | 33.93%    |
| Biên lợi nhuận từ KD         | 30.78%    | 28.09%    | 25.04%    | 41.89%    |
| Biên lợi nhuận ròng          | 27.99%    | 25.58%    | 24.50%    | 37.52%    |
| ROA                          | 0.00%     | 16.81%    | 13.78%    | 17.94%    |
| ROE                          | 0.00%     | 31.01%    | 28.24%    | 31.06%    |
| <b>Hệ số cân bằng</b>        |           |           |           |           |
| Vốn vay/vốn CSH (%)          | 10.02%    | 62.21%    | 51.14%    | -6.87%    |
| Khả năng chi trả lãi vay (X) | n/a       | n/a       | n/a       | n/a       |
| Khả năng TT (X)              | 1.51      | 0.55      | 0.67      | 1.19      |
| Khả năng TT nhanh (X)        | 1.10      | 0.41      | 0.55      | 1.12      |
| Tiền mặt(Nợ) (tỷ đồng)       | (15.13)   | (123.97)  | (124.05)  | 41.40     |
| <b>Các hệ số khác</b>        |           |           |           |           |
| EPS                          | 4,822.43  | 5,431.45  | 6,238.76  | 9,371.07  |
| Giá trị sổ sách/cp           | 15,101.35 | 19,926.95 | 24,254.34 | 43,015.98 |
| Doanh thu/cp                 | 17,231    | 21,236    | 25,469    | 24,977    |
| EBITDA/cp                    | 5,945     | 7,208     | 9,469     | 7,650     |
| Cổ tức                       | n/a       | 2,000     | 2,000     | 2,000     |

Nguồn: Thông tin doanh nghiệp, ASC

## Công ty CP Chứng khoán Châu Á

Địa chỉ: Tầng 5A, Tòa nhà Master,  
41-43 Trần Cao Vân, P6, Q.3, TP.HCM  
ĐT: 848-38 258 106  
Fax: 848 - 38 248 655  
Website: [asias.com.vn](http://asias.com.vn)

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này là một sản phẩm của Công ty Cổ phần Chứng khoán Châu Á (ASC) nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư và nhà đầu tư cá nhân của ASC. Các thông tin trong báo cáo được tập hợp từ những nguồn thông tin đã công bố ra công chúng và được ASC cho là đáng tin cậy. Ngoài các thông tin của chính công ty, chúng tôi không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này.

Báo cáo này không vì mục đích chào mua hay bán bất kỳ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích ASC. Quyết định của Nhà đầu tư nên dựa vào những tư vấn độc lập và phù hợp với tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư của mình.

Bản quyền báo cáo này thuộc về ASC, không ai được phép sao chép, tái sản xuất và phát hành vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của ASC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

Khuyến nghị của chúng tôi dựa vào sự thay đổi như sau của giá trong vòng 12 tháng:

+15% :MUA

-15% :BÁN

-15% tới +15%: GIỮ