

**Biểu đồ giá**

**Thông tin cổ phiếu vào ngày 07/10/2010**

Giá CP (đồng)	69,500
Số lượng niêm yết hiện tại	14,000,000
Số lượng CP đang lưu hành	14,000,000
Giá cao nhất trong 52 tuần	83,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	64,000
Thay đổi giá trong 3 tháng	-6.1%
Thay đổi giá trong 6 tháng	na
Thay đổi giá trong 12 tháng	na
Khối lượng CP giao dịch tự do	53.1%
Giá trị giao dịch (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày GD gần nhất)	689
GT vốn hóa t.t (triệu đồng)	973,000
GT vốn hóa t.t (triệu USD)	49.9
Số lượng được phép sở hữu	6,860,000
Số lượng còn được phép mua	5,456,130
% sở hữu nước ngoài	10.03%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Nguồn: SPM

**Chỉ tiêu**

Đơn vị: triệu đồng	2008	2009
Tổng tài sản	427,039	478,392
Nguồn vốn CSH	190,328	242,543
Doanh thu	212,361	254,694
Lợi nhuận trước thuế	59,116	64,184
Lợi nhuận sau thuế	54,315	62,388

Chỉ số	2008	2009
<b>Khả năng thanh khoản</b>		
Hệ số thanh toán hiện thời	0.53	0.67
Hệ số thanh toán nhanh	0.39	0.55
<b>Khả năng sinh lời</b>		
Lợi nhuận biên gộp	41.10%	38.55%
Lợi nhuận biên sau thuế	25.58%	24.50%
ROE	31.82%	28.83%
ROA	16.81%	13.78%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>		
Vòng quay khoản phải thu	3.23	2.67
Vòng quay hàng tồn kho	4.64	5.58
Vòng quay tổng tài sản	0.66	0.56
Vòng quay vốn CSH	1.24	1.18

Nguồn: SPM

**Chuyên viên phân tích - Võ Thị Ngọc Hân**  
 (84 8) 3 8233299  
 han.vtn@hsc.com.vn

**Mô hình dự báo lợi nhuận**

Đơn vị tính: triệu đồng	FY2008	y/y%	FY2009	y/y%	FY2010F	y/y%
Doanh thu thuần	212,361	8.1%	254,694	19.9%	337,253	32.4%
Lợi nhuận trước thuế	59,116	-6.9%	64,184	8.6%	150,450	134.4%
Lợi nhuận sau thuế	54,315	-6.1%	62,388	14.9%	131,373	110.6%
Tỷ suất LN trước thuế	27.8%		25.2%		44.6%	
Tỷ suất LN sau thuế	25.6%		24.5%		39.0%	
EPS (đồng)	5,431		6,239		10,011	
BVPS (đồng)	18,416		23,648		46,561	
ROAE	31.82%		28.83%		29.18%	
PE	12.80		11.14		6.94	
PB	3.77		2.94		1.49	

Đơn vị tính: triệu đồng	FY2011F	y/y%	FY2012F	y/y%	FY2013F	y/y%
Doanh thu thuần	390,359	15.7%	447,776	14.7%	508,583	13.6%
Lợi nhuận trước thuế	231,722	54.0%	238,256	2.8%	246,029	3.3%
Lợi nhuận sau thuế	195,181	48.6%	197,307	1.1%	204,300	3.5%
Tỷ suất LN trước thuế	59.4%		53.2%		48.4%	
Tỷ suất LN sau thuế	50.0%		44.1%		40.2%	
EPS (đồng)	13,941		14,093		14,593	
BVPS (đồng)	55,860		66,025		79,117	
ROAE	26.45%		21.94%		19.06%	
PE	4.99		4.93		4.76	
PB	1.24		1.05		0.88	

Nguồn: SPM, HSC dự báo

**CTCP S.P.M (SPM-HOSE) – Nhận định sau ĐHCĐTN; Triển vọng cho năm 2010 và 2011 - Tăng trưởng nhanh và vượt kế hoạch đề ra, tuy nhiên, công ty đang mở rộng ra khỏi hoạt động kinh doanh chính của mình.**

- SPM là một công ty được có tốc độ phát triển nhanh với thế mạnh là các sản phẩm đặc trị, vitamin và khả năng tiếp cận công nghệ mới. Nhiều khả năng công ty sẽ vượt kế hoạch kinh doanh đề ra cho năm 2010, trong đó, lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh bất thường chiếm khoảng 1/3 trong tổng lợi nhuận.
- Việc bán đất đem lại 45 tỷ đồng lợi nhuận cho công ty trong năm nay. Trong khi đó, lợi nhuận từ một liên doanh khai thác đá và từ việc bán đất cho SJS sẽ được đưa sang năm sau. Công ty sẽ xây dựng một nhà máy sản xuất thuốc tại Myanmar nhằm cung cấp sản phẩm tại thị trường này. Bên cạnh đó, công ty còn có nhiều dự án không thuộc mảng kinh doanh chính.
- Tăng trưởng trung hạn với tỷ suất lợi nhuận được cải thiện của công ty có vẻ đã được đảm bảo chắc chắn; tuy nhiên, việc công ty mở rộng hoạt động kinh doanh ở nhiều lĩnh vực cùng một lúc cần được lưu ý.
- Cổ phiếu SPM khá rẻ với P/E dự phóng chỉ đạt 6.9 lần (cổ phiếu của công ty không bị pha loãng trong năm nay). Có thể nói SPM là một công ty được phẩm tăng trưởng năng động với những ngành kinh doanh ngoài ngành kinh doanh chính đáng chú ý.

(Triệu đồng)	2008	2009	FY2010 (HSC Dự báo)	% thay đổi	FY2011 (HSC Dự báo)	% thay đổi
Doanh thu	218,440	266,980	344,382	29%	397,312	15%
Doanh thu thuần	212,361	254,694	337,253	32%	390,359	16%
Giá vốn hàng bán	125,084	156,521	202,942	30%	230,198	13%
Lợi nhuận gộp	87,277	98,173	134,312	37%	160,161	19%
Doanh thu tài chính	615	540	5,739	964%	9,836	71%
Chi phí tài chính	7,215	16,299	14,020	-14%	10,769	-23%
Thu nhập tài chính thuần	(6,600)	(15,760)	(8,281)	-47%	-933	-89%
Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp	21,030	18,625	35,412	90%	54,650	54%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	59,647	63,788	90,619	42%	104,578	15%
Thu nhập khác	1,301	780	125,705	16025%	183,335	46%
Chi phí khác	1,831	384	65,874	17074%	56,191	-15%
Lợi nhuận trước thuế	59,116	64,184	150,450	134%	231,722	54%
Lợi nhuận sau thuế	54,315	62,388	131,373	111%	195,181	49%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.1%	38.5%	39.8%	3%	41.0%	3%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	27.8%	25.2%	44.6%	77%	59.4%	33%
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	25.6%	24.5%	39.0%	59%	50.0%	28%

Nguồn: SPM, dự tính của HSC

Chúng tôi đã tham dự ĐHCĐTN của SPM tuần trước và sau đây là một số bình luận của chúng tôi sau buổi họp ĐHCĐ này.

**Triển vọng năm 2010**

- Trong ĐHCĐTN của SPM tổ chức gần đây, công ty đã giữ nguyên các mục tiêu kế hoạch kinh doanh cho năm 2010 như đã được đặt ra trước đây trong buổi roadshow; trong đó kế hoạch doanh thu năm 2010 là 345 tỷ đồng, tăng 29%; lợi nhuận thuần là 130 tỷ đồng, tăng mạnh 108%. Trong đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính dự kiến đạt 85 tỷ đồng (tăng 36.2%) và lợi nhuận thuần từ hoạt động đầu tư (bằng không trong năm 2009) dự kiến đạt khoảng 45 tỷ đồng.
- Nói chung, dựa trên tất cả giả định, đối với hoạt động kinh doanh chính, HSC giữ nguyên dự báo doanh thu là 344 tỷ đồng (tăng 29%) và lợi nhuận thuần là 86.4 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần từ các hoạt động kinh doanh bất thường từ 39.5 tỷ đồng trước đây lên 45 tỷ đồng. HSC giả định tỷ trọng chi phí bán hàng trong doanh thu sẽ tăng lên 7% từ mức 4% trong năm 2009; tỷ trọng chi phí quản lý trong doanh thu không đổi so với năm 2009 là 3.5%. Chúng tôi dự báo doanh thu từ hoạt động tài chính và chi phí tài chính sẽ lần lượt vào khoảng 14 tỷ đồng và 8.3 tỷ đồng. Theo đó, HSC dự báo lợi nhuận trước thuế sẽ đạt 150.5 tỷ đồng (tăng 134%); lợi nhuận thuần đạt khoảng 131.4 tỷ đồng (tăng 111%); tỷ suất lợi nhuận thuần

đạt 39%, tăng mạnh so với mức 24.5% trong năm 2009.

- SPM hiện tại có vốn điều lệ là 140 tỷ đồng, số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 14 triệu đơn vị; dựa trên mức giá ngày hôm nay là 69,500đ/cp; công ty có mức vốn hóa là 973 tỷ đồng, tương đương 49.9 triệu USD. SPM không có kế hoạch phát hành thêm cổ phiếu trong những tháng còn lại của năm nay, do đó EPS của công ty sẽ không bị pha loãng trong năm nay. Chúng tôi dự báo EPS dự phóng năm 2010 là 10,011đ/cp, tăng 60%; P/E dự phóng đạt 6.9 lần. Với mức P/E nói trên, cổ phiếu SPM hiện tại khá rẻ.

**Hoạt động kinh doanh chính**

- Trong năm 2010, SPM dự kiến đưa ra các sản phẩm mới chủ yếu là các loại thuốc đặc trị và các loại dược phẩm có nguồn gốc từ thiên nhiên với tỷ suất lợi nhuận gộp là 60%. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2010 của SPM, doanh thu từ các sản phẩm mới này dự báo đạt khoảng 19 tỷ đồng; từ hoạt động gia công khoảng 38 tỷ đồng và còn lại 288 tỷ đồng sẽ từ các sản phẩm hiện tại của công ty.
- Bên cạnh đó, công ty sẽ tiếp tục cơ cấu lại danh mục sản phẩm nhằm nâng cao tỷ suất lợi nhuận và cơ cấu danh mục sản phẩm được cải thiện nhờ tốc độ tăng trưởng nhanh của các sản phẩm đặc trị có tỷ suất lợi nhuận cao (chủ yếu là thuốc đặc

trị: tim mạch, thần kinh). SPM sẽ cố gắng giữ cân bằng giữa mảng sản phẩm thuốc OTC và mảng sản phẩm thuốc kê toa nhằm kiểm soát các khoản phải thu. Trong 8 tháng đầu năm nay, SPM đã sản xuất thành công các sản phẩm thuốc bằng công nghệ phóng thích chậm như Mypara E (paracetamol 650).

- Gần đây, SPM đã ký một hợp đồng với 1 đối tác Hoa Kỳ mua 5 bằng phát minh thuốc được sản xuất theo công nghệ ngậm dưới lưỡi trong thời hạn 15 năm kể từ năm 2010. SPM sẽ trả tiền sử dụng bản quyền làm 2 giai đoạn; theo đó, trong giai đoạn 1, SPM sẽ trả 60,000 USD cho việc sử dụng 1 bản quyền (tương đương 300,000 cho 6 bản quyền) bằng tiền mặt trong giai đoạn 1. Trong giai đoạn 2, SPM sẽ trả 3% doanh thu/năm từ việc kinh doanh các sản phẩm sản xuất từ các bản quyền nói trên trong 15 năm. Những sản phẩm mới này sẽ giảm các tác dụng phụ đồng thời kéo dài các đặc tính của thuốc nhờ quy trình công nghệ ngậm dưới lưỡi. Nói một cách đơn giản, toàn bộ các hoạt chất sẽ được hấp thụ bào dưới lưỡi trong vòng từ 15-30 giây và từ đó tạo ra được hiệu quả nhanh hơn. SPM dự kiến sản phẩm đầu tiên sẽ được đưa ra thị trường vào Q2/2011 và những sản phẩm này sẽ được xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ. Do đó, từ năm 2011 trở đi, công ty sẽ có nguồn doanh thu và lợi nhuận mới.
- Trong năm nay, SPM đã áp dụng chính sách giá bán linh hoạt, đồng thời mở rộng hệ thống phân phối cũng như đầu tư vào việc phát triển thương hiệu thông qua các chương trình marketing như chương trình dùng thử sản phẩm, PR, quảng cáo nhằm nâng cao thị phần. Tỷ trọng chi phí bán hàng trong doanh thu vì thế tăng từ 4% lên 7% khi công ty tiến hành các hoạt động trên. Công ty nói rằng thị phần của mình đang tăng nhưng không đưa ra con số cụ thể. Bên cạnh việc mở rộng hoạt động bán hàng tại các thị trường hiện tại như Hoa Kỳ, Malaysia, Myanmar, SPM hiện cũng đang thâm nhập vào một số thị trường mới trên thế giới như Châu Phi. Gần đây, SPM đã được phép xuất khẩu lô hàng gồm 6 sản phẩm đầu tiên vào thị trường Nigeria.
- Hai nhà phân phối: CTCP Đại Nam và Vimedimex bên cạnh Cty Đô Thành (cho tới nay là nhà phân phối duy nhất của SPM) đã trở thành nhà phân phối

mới của công ty. Cty Đô Thành thuộc quyền sở hữu của Chủ tịch HĐQT của SPM và thông qua việc đa dạng hóa các nhà phân phối, công ty sẽ giảm rủi ro xung đột lợi ích tiềm ẩn, đồng thời nâng cao chỗ đứng của công ty trong lòng người tiêu dùng.

- Chúng tôi cũng được biết nhà máy cũ của công ty sẽ được trang bị mới với tổng vốn đầu tư khoảng 50 tỷ đồng. Trong năm sau, nhà máy này sẽ trở lại hoạt động với các dây chuyền sản xuất mới và sẽ sản xuất các dòng sản phẩm mới (dịch truyền và kháng sinh dạng chích).
- Trong buổi họp ĐHCĐTN, SPM cũng dự tính doanh thu và lợi nhuận thuần 8 tháng đầu năm lần lượt đạt 224 tỷ đồng và 58 tỷ đồng, hoàn thành 68% kế hoạch đề ra đối với hoạt động kinh doanh chính. SPM sẽ vượt kế hoạch kinh doanh đề ra cho năm nay do Q4 là mùa cao điểm trong hoạt động kinh doanh của công ty.

**Hoạt động kinh doanh bất thường**

**Dự án xây dựng bệnh viện**

- Như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước về SPM, công ty có kế hoạch đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh sang mảng y tế và xây dựng một số bệnh viện tại các thành phố lớn của Việt Nam từ năm 2010-2015. SPM sẽ thành lập 1 CTCP để đầu tư xây dựng bệnh viện với tổng vốn đầu tư là 550 tỷ đồng. Trong đó, SPM sẽ giữ 51% cổ phần, tương đương 280.5 tỷ đồng. SPM dự kiến sẽ sử dụng 84 tỷ đồng thặng dư vốn chủ sở hữu và 196.5 tỷ đồng đi vay với lãi suất đặc biệt thấp để tài trợ cho các dự án. Trong giai đoạn 1, công ty sẽ xây 2 bệnh viện chuyên khoa tại TP HCM và TP Việt Trì (được coi là thủ đô của vùng Tây Bắc Việt Nam).

**Dự án khai thác mỏ**

- Trong buổi ĐHCĐ thường niên vừa qua, SPM đã công bố với cổ đông rằng những thành phẩm đầu tiên của mỏ đá trắng tại Yên Bái đã được xuất xưởng trong tháng 10 này thay vì tháng 7 như đã công bố tại buổi Giới thiệu cổ phiếu trước khi niêm yết. Mặc dù có chậm trễ trong quá trình khai thác, tuy nhiên, chúng ta cũng đón nhận một tin tức tốt từ

**Dự án bệnh viện**

Vị trí	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Đóng góp của SPM	% tham gia của SPM	Quy mô (giường)	Giai đoạn 1 (giường)	Thời gian xây dựng	Năm ghi nhận doanh thu
Việt Trì	250	127.5	51%	300	150	Q1 - FY2011	Q2 - FY2012
Tp.HCM	300	153	51%	500	150	Q2 - FY2011	na
Tổng cộng vốn đầu tư	550	280.5					

Nguồn: SPM

**Khai thác mỏ**

Mỏ đá trắng	Dự báo cũ (ghi nhận trong năm 2010)	Dự báo mới (ghi nhận trong năm 2011)
Sản lượng (m <sup>3</sup> )	5,000	24,000
Giá bán (\$/m <sup>3</sup> )	1,000	1,400
Chi phí khác thác + thuế (\$/m <sup>3</sup> )	500	875
Doanh thu của cả dự án (tỷ đồng)	97	655
LNST của cả dự án (tỷ đồng)	47.5	225.5
LNST thuộc về SPM (tỷ đồng)	9.50	45.11

Nguồn: SPM

phía công ty. Giá thị trường của đá nguyên khối (ốp lát) đã lên đến 1,400 USD, tăng 40% so với giá hồi đầu tháng 7 là 1,000 USD.

- Cũng trong buổi giới thiệu cổ phiếu trước niêm yết, công ty đưa ra kế hoạch khai thác 5,000 m<sup>3</sup> đá với giá bán là 1,000 USD trong năm này. Tuy nhiên, do sự chậm trễ trong quá trình triển khai để khai thác, thì khoản lợi nhuận từ dự án mỏ đá trắng sẽ được ghi nhận vào năm sau, năm 2011. Do đó, khoản lợi nhuận sau thuế 9.5 tỷ mà HSC ước tính từ dự án đá trắng trong bài giới thiệu về SPM trước niêm yết sẽ không ghi nhận trong năm 2010.
- Trong năm 2011, HSC dự báo sản lượng của dự án này sẽ đạt được là 24,000m<sup>3</sup>/năm với mức giá bán là 1,400 USD. Do đó, chúng tôi cũng dự báo thêm là lợi nhuận sau thuế từ dự án này mà SPM nhận được sẽ là 45 tỷ đồng.
- Bên cạnh khai thác đá nguyên khối (đá ốp lát), thì SPM cũng đang lên kế hoạch cho việc khai thác đá bột từ mỏ đá trắng này. Theo công ty, loại đá bột này sẽ được dùng trong ngành công nghiệp nhựa và đặc biệt là dùng để sản xuất bao bì tự phân hủy. Hiện nay, nguyên liệu này được dùng khá phổ biến tại thị trường Mỹ và các nước Châu Âu bởi nó góp phần bảo vệ môi trường. Nhà máy đá bột sẽ bắt đầu xây dựng cuối năm nay với tổng mức đầu tư cho dự án là 59 tỷ đồng (tương đương 3 triệu USD) và công suất thiết kế của nhà máy lên đến 600,000 tấn/năm (Giá thị trường của đá bột hiện nay là 90 USD/tấn). SPM hy vọng rằng những sản phẩm đầu tiên sẽ được đưa ra thị trường từ Q2 năm 2011.

**Dự án Bất Động Sản**

- Trong Quý 2 năm 2010, SPM đã đóng góp 65 tỷ đồng (tương ứng với mức vốn góp trên tổng vốn đầu tư là 20%) để mua một mảnh đất với diện tích là 21.7 ha ở đường Nguyễn Duy Trinh, Phường Phú Hữu, Quận 9, HCM. Chúng tôi được biết là công ty đã bán phần vốn góp này cho công ty bảo hiểm AAA

mới đây. Lợi nhuận sau thuế mà công ty nhận được từ việc chuyển nhượng là 45 tỷ đồng, và công ty sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận này vào cuối năm nay.

- Gặp một số trở ngại sau khi Nghị định 69 được ban hành, quá trình chuyển giao đất tại dự án Long Trường cho Sudico gặp một số khó khăn. Do đó, việc ghi nhận lợi nhuận từ dự án này sẽ bị trì hoãn sang Q2 năm 2011 thay vì ghi nhận vào cuối năm này như đã công bố.

**Một số dự án khác đang được triển khai**

**Xây dựng nhà máy Dược phẩm tại Myanmar**

- ĐHCĐ vừa qua đã chấp thuận cho SPM thành lập Công ty Cổ phần Ánh Sao Việt (ASV Pharma). SPM sẽ đóng góp 30% vốn điều lệ vào công ty này, tương ứng với mức đóng góp là 30 tỷ đồng. ASV Pharma sẽ xây dựng một nhà máy Dược phẩm (gồm nhà máy non-beta lactam và nhà máy beta lactam) tại Myanmar. Tất cả các sản phẩm được sản xuất từ nhà máy sẽ được bán tại thị trường Myanmar.
- Trong năm 2009, dân số của Myanmar là 59.12 triệu dân, tổng chi tiêu dùng thuốc trong năm 2009 là 900 triệu USD, tương ứng với mức chi tiêu thuốc bình quân đầu người của Myanmar là 15 USD/người. Và điều đặc biệt quan trọng, thuốc nội chỉ cung cấp được 5% tổng chi tiêu thuốc của cả nước Myanmar, tính đến thời điểm này, Myanmar cũng chưa có nhiều nhà máy sản xuất Dược phẩm đạt chuẩn GMP. Bên cạnh đó, Myanmar cũng đang bị Mỹ và Châu Âu cấm vận từ những năm 1990, do đó, thị trường Myanmar được đánh giá là rất tiềm năng cho SPM xâm nhập.
- Công ty sẽ tiến hành khởi công xây dựng nhà máy vào ngày 24 tháng 10 năm 2010 và công ty hy vọng nhà máy sẽ bắt đầu vận hành vào Q2 năm sau. Ngoài ra chúng tôi được biết, hiện nay, đã có 2 công ty Dược của Myanmar cam kết với bao tiêu toàn bộ sản phẩm của 49 sản phẩm khác nhau của SPM.

Dự án	Thông báo tại Road Show (18/05/2010)		Thông báo tại ĐHCĐ (30/09/2010)	
	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	Thời gian ghi nhận	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	Thời gian ghi nhận
Mỏ đá trắng	9.5	Q4-FY2010	na	FY2011
Long Trường	30	Q4-FY2010	30	Q2-FY2011
Phú Hữu	na	na	45	Q4-FY2010
Tổng cộng	39.5	FY2010	45	FY2010

Nguồn: SPM, tính toán của HSC

- Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa có được kế hoạch chi tiết về doanh thu cũng như lợi nhuận của nhà máy này từ phía công ty. Do vậy, trong mô hình dự báo thu nhập, chúng tôi không bao gồm dự án này. Và chúng tôi cũng muốn ghi chú rằng, thông thường, tiến độ xây dựng nhà máy sẽ có thể bị trì hoãn so với thời gian dự kiến.

#### Các hoạt động đầu tư khác

- Thêm vào đó, tại ĐHCĐ, SPM cũng đã thông báo đến các cổ đông một số dự án mà công ty đang tham gia và triển khai với tổng mức đóng góp là 31 tỷ đồng. Trong đó, công ty tham gia đóng góp 49% tổng vốn điều lệ (tương đương 11 tỷ đồng) vào CTCP Kỹ Thuật Hữu Nghị. Và với 20 tỷ đồng vốn đầu tư, SPM cũng đang nắm giữ 12.73% vốn điều lệ của CTCP Hải Hà Land. Theo thông tin công bố từ phía công ty, những dự án này cũng sẽ lần lượt đóng góp lợi nhuận từ 2012 trở đi.

#### Triển vọng năm 2011

- Dựa trên những giả định trên, HSC dự báo doanh thu cho năm 2011 sẽ đạt được là 397.3 tỷ đồng (tăng 15% so với năm 2010) và chúng tôi cũng hy vọng là tỷ suất lợi nhuận sau thuế của SPM trong năm sau là 50%, so với tỷ suất lợi nhuận sau thuế dự báo cho năm 2010 là 39%. Hoạt động kinh doanh chính cũng sẽ được mở rộng ra trong khi đó thu nhập từ các hoạt động khác sẽ bị trì hoãn ghi nhận trong năm 2010 sang năm sau bao gồm khai thác mỏ và dự án kết hợp với SJS.
- Chúng tôi đánh giá cao sự năng động và những nỗ lực của ban lãnh đạo công ty trong việc cải thiện chất lượng sản phẩm, gia tăng tỷ suất lợi nhuận và việc xây dựng nhà máy ở Myanmar. Tuy thế, chúng tôi có đôi chút lo ngại về sự phát triển đa ngành nghề sang lĩnh vực đầu tư khác bên cạnh việc sản xuất kinh doanh chính của công ty, mặc dù chúng tôi thừa nhận rằng dự án này sẽ mang lại một nguồn thu nhập tốt cho SPM trong tương lai. Định giá cổ phiếu khá rẻ và theo quan điểm của chúng tôi, với một danh mục đầu tư dài hạn có độ rủi ro trên mức bình quân của ngành thì SPM là công ty phù hợp để đánh cược.

# SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

## BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ năm, ngày 07 tháng 10 năm 2010

Báo cáo KQHĐKD năm (Đơn vị tính: triệu đồng)	2007	y/y%	2008	y/y%	2009	y/y%
Doanh thu thuần	196,432	38.46%	212,361	8.11%	254,694	19.93%
Giá vốn hàng bán	100,219	41.27%	125,084	24.81%	156,521	25.13%
Lợi nhuận gộp	96,214	35.66%	87,277	-9.29%	98,173	12.48%
Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính	(2,768)	-34.83%	(6,600)	138.44%	(15,760)	138.78%
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	24,880	0.00%	21,030	-15.47%	18,625	-11.44%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	68,565	64.05%	59,647	-13.01%	63,788	6.94%
Lợi nhuận từ các hoạt động khác	120	-111.30%	(531)	-540.71%	396	-174.63%
Lợi nhuận trước thuế	63,510	55.93%	59,116	-6.92%	64,184	8.57%
Lợi nhuận sau thuế	57,846	42.03%	54,315	-6.11%	62,388	14.86%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	57,846	42.03%	54,315	-6.11%	62,388	14.86%

Nguồn: SPM, HSC

### Lịch sử hình thành và phát triển

**1988:** Tiền thân của Công ty S.P.M là Công ty Dược phẩm Đô Thành. Công ty Dược phẩm Đô Thành hoạt động với tư cách là một nhà phân phối dược phẩm trực thuộc Tendipharco;  
**1995:** Công ty TNHH Dược phẩm Đô Thành (Saigon Pharma) chính thức thành lập;  
**2001:** Công ty TNHH S.P.M chính thức ra đời Nhà máy S.P.M được xây dựng hoàn tất tại Khu công nghiệp Tân Tạo, Thành phố Hồ Chí Minh;  
**2007:** Ngày 12/02/2007, Công ty chuyển đổi hình thức từ Công ty TNHH S.P.M thành Công ty Cổ Phần S.P.M. tăng vốn điều lệ lên 100 tỷ đồng;  
**2010:** Công ty đã tăng vốn điều lệ lên 140 tỷ đồng thông qua chào bán riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu cho các đối tác lớn. Niêm yết trên Hose

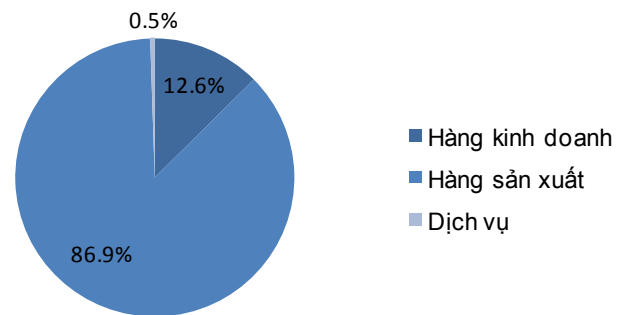
### Ngành nghề kinh doanh

Sản xuất và mua bán dược phẩm, mỹ phẩm, thực phẩm chức năng.  
 Dịch vụ cho thuê mặt bằng, văn phòng, cho thuê kho bãi. Kinh doanh nhà. Bán buôn máy móc, thiết bị Y tế.  
 Khai thác quặng sắt, quặng kim loại, đá, cát, sỏi, đất sét.

### Sản phẩm, dịch vụ và thị trường

**Sản phẩm chủ lực:** Doanh thu của công ty (tính đến cuối năm 2009) chủ yếu đạt được từ việc kinh doanh các mặt hàng do chính công ty sản xuất (86.67%). Thế mạnh về sản phẩm của công ty CP S.P.M là các sản phẩm cung cấp Vitamin và khoáng chất, dòng sản phẩm đặc trị thần kinh, tim mạch. Ngoài ra công ty còn tham gia sản xuất các dòng sản phẩm chiết xuất từ thiên nhiên.  
**Thị trường:** CTCP S.P.M là một trong những doanh nghiệp lớn trong ngành Dược có hệ thống phân phối sâu và rộng khắp lãnh thổ Việt Nam thông qua công ty phân phối chuyên biệt Đô Thành. Từ Q2 năm 2010, SPM đã có thêm 2 nhà phân phối mới đó là Đại Nam và Vimedimex. Mặc dù thị phần hiện nay của công ty chỉ chiếm 1% tổng doanh thu hàng sản xuất của các doanh nghiệp dược trong nước, tuy nhiên, thị phần của dòng sản phẩm bổ trợ, cung cấp Vitamin với thương hiệu hàng đầu cả nước: Myvita chiếm 21% thị phần trong nước.

### Cơ cấu doanh thu 6 tháng đầu năm 2010



Nguồn: SPM

### Chiến lược phát triển

Xây dựng mới nhà máy sản xuất dược phẩm với sản lượng lên đến 2.3 tỷ viên/năm với tổng giá trị đầu tư là 10 tỷ USD, đạt tiêu chuẩn tầm cỡ quốc tế.  
 Đẩy mạnh nghiên cứu các sản phẩm phù hợp với thị trường, các sản phẩm đặc trị với lợi nhuận cao gồm: tim mạch, tiêu hóa, thần kinh và các sản phẩm có nguồn gốc từ thiên nhiên. Giữ vững và mở rộng thị phần ổn định tăng trưởng ở mức 15% tổng doanh thu hàng sản xuất trong nước, đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu.

Cơ cấu sở hữu vào 7/10/2010	Số lượng cổ phiếu	%
Trong nước	12,596,130	89.97%
Nước ngoài	1,403,870	10.03%

Thông tin liên hệ	
Trụ sở	Lô 51, Đường số 2, KCN Tân Tạo, Quận Tân Bình, Tp. HCM
Điện thoại	84 (8) 3862-3747
Fax	84 (8) 3862 3748
Website	www.spm.com.vn
Vốn điều lệ (21/05/2010)	140,000,000,000 đồng

**SWOT**

**Điểm mạnh**

- **Sự năng động của Ban lãnh đạo công ty:** Chúng tôi đánh giá sự năng động và những nỗ lực của Ban lãnh đạo công ty trong việc cải thiện chất lượng sản phẩm trong những năm qua để sản phẩm của SPM có được những thành công như ngày hôm nay.

- **Thương hiệu sản phẩm:** SPM có thế mạnh trong những sản phẩm có chất lượng cao và tập trung vào các dòng sản phẩm đặc trị như thuốc chuyên điều trị tim mạch, tiêu hóa, thần kinh và các sản phẩm bổ trợ cung cấp Vitamin và khoáng chất như Myvita. Hiện nay, SPM vẫn đang dẫn đầu thị trường viên sủi với dòng sản phẩm Myvita, nổi tiếng trong hơn 5 năm vừa qua với thị phần cho dòng sản phẩm này là 21.8%.

- **Chính sách giá bán:** Giá sản phẩm đặc trị cũng như sản phẩm Myvita (cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm ngoại nhập) của SPM chỉ bằng 60% giá của các sản phẩm ngoại nhập trong khi đó chất lượng tương đương nhau.

- **Sản phẩm lợi nhuận cao:** SPM đang tiếp tục tập trung sản xuất những sản phẩm có giá trị lợi nhuận cao bao gồm thuốc đặc trị và cả dòng sản phẩm từ thiên nhiên mà SPM chính thức đưa vào thị trường từ những năm gần đây.

**Điểm yếu**

- **Thị phần:** Trong năm 2009, thị phần của SPM chỉ ở mức thấp, chiếm khoảng 1% tổng giá trị sản lượng thuốc tiêu thụ trong nước.

- **Hệ phối phân phối:** Mặc dù nhà phân phối độc quyền của SPM (Đô Thành) có một hệ thống rộng khắp cả nước, tuy nhiên kênh phân phối riêng của SPM thì rất yếu so với các công ty Dược nội địa khác.

- **Khoản phải thu cao:** SPM đã bị chiếm dụng vốn khá nhiều trong thời gian qua, và vòng quay trung bình của công nợ lên đến 120 ngày, trong khi đó đối với các khoản phải thu từ bệnh viện, công nợ có khi lên đến 9 tháng.

**Cơ hội**

- **Thị trường tiềm năng trong tương lai:** Thị trường dược Việt Nam có thể đạt được mức tăng trưởng cao trong thời kỳ 2010-2014 với mức tăng trưởng bình quân 18.4%.

Thị trường thuốc đặc trị mà SPM nhắm tới là một thị trường có mức tăng trưởng cao cùng với sức cầu lớn mà vẫn còn bị bỏ ngỏ bởi các công ty trong nước sẽ hứa hẹn mang lại lợi nhuận cho SPM.

- **Những thị trường xuất khẩu mới:** Từ năm 2010 trở đi, SPM sẽ tiến hành gia nhập vào các nước trong khu vực Đông Nam Á - Thái Bình Dương, bên cạnh những thị trường có sẵn tại Mỹ, Malaysia và Myanmar.

- **Những nguồn thu nhập mới trong tương lai:** Từ năm 2010, SPM sẽ có thêm những nguồn thu nhập mới rất tiềm năng từ dự án bệnh viện, việc khai thác mỏ đá Trắng, việc chuyển nhượng đất cho Sudico, dự án hợp tác xây dựng BĐS với Sudico.

**Thách thức**

- **Giá nguyên vật liệu:** Sự bất ổn định về nguyên liệu đầu vào cho nguồn nguyên liệu của ngành công nghiệp dược Việt nam sẽ vẫn có thể kéo dài.

- **Cạnh tranh khốc liệt:** Từ năm 2009 trở đi, các công ty nước ngoài sẽ được nhập khẩu trực tiếp thuốc vào thị trường Việt Nam sẽ làm gia tăng mức độ cạnh tranh trong ngành.

- **Rủi ro trong hoạt động đầu tư khác:** SPM không phải là những chuyên gia trong các hoạt động khác này, do vậy chúng tôi có một chút lo ngại về những nguồn thu nhập bất thường này trong tương lai, mặc dù, chúng tôi biết rằng đây là những nguồn thu nhập rất cao.

	Tên & Chức danh	Trình độ chuyên môn
<b>Hội đồng quản trị</b>	<b>Đào Hữu Hoàng - Chủ tịch HĐQT</b>	<b>Đại Học Y Khoa</b>
	Đỗ Thị Mai - Thành viên HĐQT	Đại Học Y Khoa và Đại Học Tài Chính
	Nguyễn Thế Kỳ - Thành viên HĐQT	Dược sĩ
	Đào Hữu Khôi - Thành viên HĐQT	Cử nhân
	Huỳnh Phú Hải - Thành viên HĐQT	Thạc sĩ QTKD
<b>Ban Kiểm soát</b>	<b>Lê Thị Anh Đào - Trưởng Ban Kiểm soát</b>	<b>Thạc sĩ QTKD</b>
	Bùi Thế Dũng - Thành viên Ban Kiểm soát	Cử nhân Kế Toán, CPA Việt Nam, Thẩm định viên về giá
	Ôn Ngọc Lan - Thành viên Ban Kiểm soát	Cử nhân kinh tế
<b>Ban Giám đốc</b>	<b>Nguyễn Thế Kỳ – Tổng Giám đốc</b>	<b>Dược sĩ</b>
	Văn Tất Chiến – Phó Giám đốc	Bác sỹ Y Khoa
	Huỳnh Phú Hải - Phó Giám đốc	Thạc sĩ QTKD

*Nguồn: SPM*



# CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

## BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ năm, ngày 07 tháng 10 năm 2010

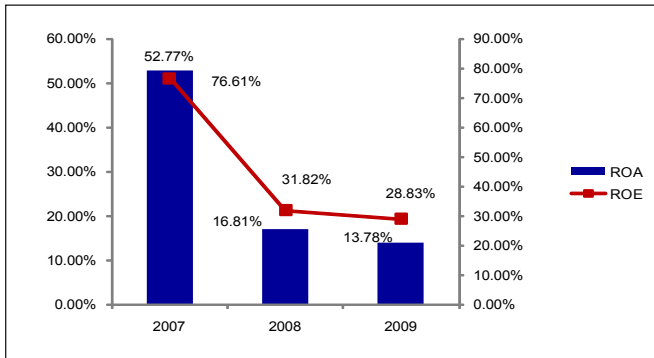
Đơn vị: triệu đồng

Bảng cân đối kế toán năm	2007	2008	2009
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	99,698	103,040	158,232
Tiền & các khoản đương tiền	7,241	2,037	3,184
Đầu tư ngắn hạn	-	-	380
Các khoản phải thu	64,740	68,001	124,411
Hàng tồn kho	27,160	26,729	29,395
Tài sản ngắn hạn khác	556	6,274	863
<b>Tài sản dài hạn</b>	119,560	323,999	320,159
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	105,415	309,896	308,482
Bất động sản đầu tư	-	-	-
Đầu tư dài hạn	13,870	13,870	11,525
Tài sản dài hạn khác	275	232	152
Lợi thế thương mại	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	219,257	427,039	478,392
<b>Nợ phải trả</b>	68,244	236,711	235,848
Nợ ngắn hạn	66,204	194,666	235,681
Nợ dài hạn	2,040	42,046	168
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	151,014	190,328	242,543
Vốn chủ sở hữu	151,014	190,328	242,543
Nguồn vốn khác & Quỹ	-	-	-
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	219,257	427,039	478,392
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>	2007	2008	2009
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	-	108,166	22,990
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-	(210,950)	(8,699)
Lưu chuyển tiền từ HĐTC	-	97,580	(13,144)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-	(5,205)	1,147
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	-	7,241	2,037
Ảnh hưởng của thay đổi tỷ giá hối đoái quy đổi ngoại tệ	-	-	-
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	-	2,037	3,184
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>	2007	2008	2009
Tốc độ tăng trưởng doanh thu	38.46%	8.11%	19.93%
Tốc độ tăng trưởng LN trước thuế	55.93%	-6.92%	8.57%
Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	42.03%	-6.11%	14.86%
<b>Kế hoạch kinh doanh năm 2010</b>			
Doanh thu (triệu đồng)			345,000
Tăng trưởng so với năm 2009 (%)			29.00%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)			130,000
Tăng trưởng so với năm 2009 (%)			108.00%

Các chỉ tiêu liên quan đến định giá	07/10/2010		
	2007	2008	2009
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			14,000,000
Thị giá			69,500
Vốn hóa thị trường (triệu đồng)			973,000
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	10,000,000	10,000,000	10,000,000
Số lượng CP đang lưu hành bình quân	10,000,000	10,000,000	10,000,000
EPS (đồng)	5,785	5,431	6,239
P/E	12.01	12.80	11.14
EV/EBITDA	11.89	16.80	13.38
BVPS (đồng)	14,468	18,416	23,648
P/B	4.80	3.77	2.94
Doanh thu/ 1 cp (đồng)	19,643	21,236	25,469
Giá/doanh thu	3.54	3.27	2.73
DPS (đồng)	-	1,000	1,500
Cổ tức/Giá	0.00%	1.44%	2.16%
Cổ tức/LN sau thuế	0%	0.18	0.24
<b>Hiệu quả hoạt động</b>	2007	2008	2009
Vòng quay các khoản phải thu	6.11	3.23	2.67
Vòng quay hàng tồn kho	7.38	4.64	5.58
Vòng quay các khoản phải trả	9.72	4.74	4.79
Vòng quay tổng tài sản	1.79	0.66	0.56
<b>Khả năng thanh khoản</b>	2007	2008	2009
Hệ số thanh toán hiện hành	1.51	0.53	0.67
Hệ số thanh toán nhanh	1.10	0.39	0.55
Hệ số thanh toán bằng tiền	0.11	0.01	0.02
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>	2007	2008	2009
Lợi nhuận biên gộp	48.98%	41.10%	38.55%
Lợi nhuận biên trước thuế	32.33%	27.84%	25.20%
Lợi nhuận biên sau thuế	29.45%	25.58%	24.50%
ROA	52.77%	16.81%	13.78%
ROE	76.61%	31.82%	28.83%
<b>Phân tích Dupont</b>	2007	2008	2009
Lợi nhuận biên sau thuế	29.45%	25.58%	24.50%
Vòng quay tổng tài sản	1.79	0.66	0.56
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	1.45	1.89	2.09
ROE	76.61%	31.82%	28.83%
<b>Cơ cấu vốn</b>	2007	2008	2009
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.45	1.24	0.97
Nợ/Tổng tài sản	0.31	0.55	0.49

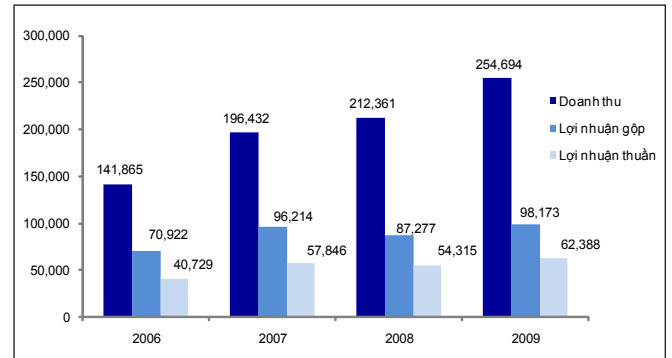
Nguồn - SPM, HSC

**ROA - ROE (%)**



Nguồn - SPM, HSC

**Doanh thu - Lợi nhuận (triệu đồng)**



Nguồn - SPM, HSC

Đơn vị tính: Triệu đồng

Bảng cân đối kế toán quý	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	103,040	-	-	-	158,532	357,970	296,457
Tiền & các khoản đương tiền	2,037	-	-	-	3,368	7,879	1,685
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	142,380	126,000
Các khoản phải thu	68,001	-	-	-	124,484	177,007	130,046
Hàng tồn kho	26,729	-	-	-	29,702	29,500	32,614
Tài sản ngắn hạn khác	6,274	-	-	-	978	1,204	6,112
<b>Tài sản dài hạn</b>	323,999	-	-	-	320,539	461,944	558,773
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	309,896	-	-	-	308,482	430,011	429,557
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	13,870	-	-	-	11,905	25,715	129,217
Tài sản dài hạn khác	232	-	-	-	152	6,218	-
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng tài sản</b>	427,039	-	-	-	479,071	819,913	855,231
<b>Nợ phải trả</b>	227,770	-	-	-	231,122	305,386	317,972
Nợ ngắn hạn	185,724	-	-	-	209,786	305,218	317,812
Nợ dài hạn	42,046	-	-	-	21,336	168	159
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	199,269	-	-	-	247,949	514,528	537,259
Vốn chủ sở hữu	199,269	-	-	-	247,949	514,528	537,259
Nguồn vốn khác & Quỹ	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi ích của cổ đông thiểu số</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng nguồn vốn</b>	427,039	-	-	-	479,071	819,913	855,231

Báo cáo KQ hoạt động kinh doanh quý	Q4 2008	Q1 2009	Q2 2009	Q3 2009	Q4 2009	Q1 2010	Q2 2010
Doanh thu thuần	-	44,607	69,715	-	-	79,185	80,617
Giá vốn hàng bán	-	27,878	41,997	-	-	48,756	51,683
Lợi nhuận gộp	-	16,729	27,718	-	-	30,429	28,934
Thu nhập thuần từ hoạt động tài chính	-	(1,753)	(2,285)	-	-	(5,072)	1,420
Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	-	1,563	6,241	-	-	3,760	6,679
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	-	13,413	19,191	-	-	21,597	23,675
Lợi nhuận từ các hoạt động khác	-	(154)	(120)	-	-	150	(112)
Lợi nhuận trước thuế	-	13,259	19,071	-	-	21,747	23,563
Lợi nhuận sau thuế	-	12,273	17,641	-	-	20,782	23,079
LN sau thuế của cổ đông công ty mẹ	-	12,273	17,641	-	-	20,782	23,079

# Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TP. HỒ CHÍ MINH  
HO CHI MINH CITY SECURITIES CORPORATION

## TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place  
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM  
T : (+84 8) 3 823 3299  
F : (+84 8) 3 823 3301

## CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
T : (+84 4) 3 933 4693  
F : (+84 4) 3 933 4822

E: [infor@hsc.com.vn](mailto:infor@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)