

**Ngành Dược phẩm**

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 4, 2015

Khuyến nghị

Giá kỳ vọng (VND)

Giá thị trường (08/4/2015) **23.900**

Lợi nhuận kỳ vọng

# Công ty cổ phần S.P.M

Mã giao dịch: SPM

Reuters: SPM.HM

Bloomberg: SPM VN

## Tái cơ cấu danh mục sản phẩm kỳ vọng mang lại tăng trưởng LNST 2015 30% đạt 52 tỷ đồng

### □ Kết quả kinh doanh năm 2014 – tăng trưởng doanh thu thuần 26,43%

**Doanh thu thuần đạt 557 tỷ đồng, tăng 26,43% so với năm 2013.** Dòng sản phẩm Vitamin và khoáng chất nổi bật là nhãn hàng VyVita là dòng sản phẩm mang lại doanh thu lớn nhất cho SPM. Tuy nhiên tỷ trọng sản phẩm này đang có xu hướng giảm dần với tỷ trọng đóng góp vào doanh thu lên đến 41,7% năm 2012 chỉ còn 28,26% năm 2013.

**Doanh thu đến từ 2 mảng chính: hàng tự sản xuất (52%) và hàng phân phối (47%).** Trong đó biên hàng phân phối chỉ 10% nhưng mang lại thị trường cho các sản phẩm của SPM sau này.

**Nguồn vốn lưu động eo hẹp do danh mục khách hàng tập trung và thời gian trả nợ lên đến 6 tháng.** 70% hàng hóa đầu ra của SPM được mua lại bởi cổ đông lớn là Công ty TNHH Đô Thành với thời gian trả tiền lên đến 6 tháng. Doanh nghiệp có chia sẻ nguyên nhân do công ty Đô Thành chủ yếu cung cấp cho kênh bệnh viện (ETC) nên thời gian trả tiền lâu hơn so với bán ra kênh nhà thuốc (OTC).

**Lợi nhuận sau thuế đạt 132,5 tỷ đồng tăng 103% so với năm 2013.** Lợi nhuận tăng đột biến do năm 2013, SPM thanh lý khoản đầu tư vào Công ty cổ phần kỹ thuật Hữu Nghị, lỗ 12,25 tỷ đồng

### □ Triển vọng 2015 – Tăng trưởng lợi nhuận nhờ tái cấu trúc danh mục sản phẩm

**Năm 2015, SPM có nhiều kế hoạch tái cấu trúc đối với danh mục sản phẩm hiện tại.** Theo chia sẻ từ doanh nghiệp SPM sẽ giảm bớt mặt hàng phân phối thay vào đó là gia tăng các sản phẩm mới như sản phẩm Ung thư, sản phẩm làm đẹp (collagen) và các sản phẩm thuộc dòng tiêu hóa, tiểu đường.

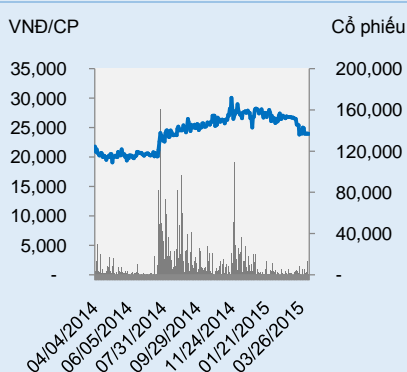
**Sản phẩm ung thư (Oncostat) được kỳ vọng là sản phẩm mang lại doanh thu lớn trong năm 2015.** Sản phẩm ung thư này có giá bán khoảng 2 triệu đồng/1 hộp 60 viên phân phối chủ yếu qua kênh bệnh viện (ETC) và mang lại biên lợi nhuận gộp khoảng 30% cho SPM. Năm 2014, sản phẩm này đã được SPM tiến hành tung ra tiêu thụ trên thị trường với doanh thu 9 tháng 2014 đạt 20 tỷ.

**Nguồn vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh phụ thuộc nhiều vào vốn vay tác động đến tăng trưởng của SPM.** SPM chịu ảnh hưởng nhiều từ những quyết định đầu tư ngoài ngành trong quá khứ và vẫn chưa thể thoái vốn tính đến thời điểm này đối với phần góp vốn 35 tỷ đồng vào hai dự án mỏ đá tại Hà Tĩnh và Yên Bái hay dự án Bất Động Sản tại Long Trường. Với số vốn bị đóng băng tại các dự án ngoài ngành, SPM có khá ít vốn cho các dự án đầu tư cho hoạt động kinh doanh của họ và điều này ảnh hưởng nhiều đến các kế hoạch tăng trưởng của SPM. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, hiện tại hai dự án mỏ đá này đã được một đối tác nước ngoài đầu tư vào khai thác và dự kiến trong năm 2016 SPM sẽ có doanh

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	19.100-30.100 VNĐ
Vốn hóa	329 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	13.770.000 cp
KLGD bình quân 10 ngày	3.012 cp
% sở hữu nước ngoài	6,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,47

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
SPM	9,6%	-10,5%	-14,3%	-5,9%
VN-Index	-7,6%	-6,9%	-0,8%	-10,8%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Hoàng Thanh Nga**

(84 8) 3914 6888 ext: 150

nguyenhoangthanhnga@baoviet.com.vn

thu từ mỏ đá này. Tuy nhiên, SPM vẫn giữ nguyên quan điểm thoái vốn ngoài ngành tập trung vào các hoạt động sản xuất kinh doanh chính.

**Với kế hoạch tái cấu trúc danh mục sản phẩm, cải thiện lợi nhuận biên dự kiến mang lại tăng trưởng lợi nhuận 30% đạt 52 tỷ đồng năm 2015, EPS dự kiến đạt 3.790 và P/E forward là 6,3x thấp hơn nhiều so với P/E trung bình ngành là 10,9x.**

**Khuyến nghị đầu tư.** Với kế hoạch tái cấu trúc danh mục sản phẩm, giảm tỷ trọng hàng phân phối cũng như các thông tin khả quan về các khoản đầu tư ngoài ngành và việc SPM đang giao dịch ở giá chưa bằng ½ giá trị sổ sách, P/E forward hấp dẫn chỉ ở mức 6,3x, chúng tôi nhận định lạc quan với cơ hội đầu tư vào SPM.

Tuy nhiên, chúng tôi đặc biệt lưu ý nhà đầu tư các vấn đề sau đây:

- ✓ Quan ngại về phân bổ lợi nhuận khi danh mục khách hàng quá tập trung với việc cổ đông lớn công ty TNHH Đô Thành là khách hàng lớn nhất của SPM (70% sản phẩm tự sản xuất).
- ✓ Dòng tiền dành cho hoạt động kinh doanh của SPM hiện tại phụ thuộc nhiều vào các khoản vay ngắn hạn.
- ✓ Dự án đầu tư bất động sản Long Trường - Khu đô thị SUDICO đầu tư cùng với công ty SJS (Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Sông Đà – SJS) gặp nhiều khúc mắc trong thỏa thuận giữa hai bên.
- ✓ Thanh khoản của cổ phiếu SPM thấp.

**Báo cáo thăm doanh nghiệp**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	6,9%
Sở hữu khác	93,1%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

Đào Hữu Hoàng	38,97%
Đặng Ngọc Hồ	9,4%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	350	322	430	441	558
Giá vốn	231	224	335	357	424
Lợi nhuận gộp	119	98	95	84	134
Doanh thu tài chính	69	29	42	15	6
Chi phí tài chính	14	24	23	30	25
Lợi nhuận sau thuế	131	60	65	18	36

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2010	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	7	9	11	6	1
Các khoản phải thu ngắn hạn	297	235	418	519	569
Hàng tồn kho	26	44	42	38	53
Tài sản cố định hữu hình	424	412	399	384	380
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	105	182	118	71	71
<b>Tổng tài sản</b>	<b>985</b>	<b>1.043</b>	<b>1.116</b>	<b>1.118</b>	<b>1.159</b>
Nợ ngắn hạn	90	148	150	157	173
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	602	590	655	659	694
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>985</b>	<b>1.043</b>	<b>1.116</b>	<b>1.118</b>	<b>1.159</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	37,3%	-7,9%	33,5%	2,6%	26,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	110,3%	-54,6%	8,6%	-73,0%	104,0%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	33,9%	30,4%	22,0%	19,1%	24,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	37,5%	18,5%	15,1%	4,0%	6,4%
ROA (%)	17,9%	5,9%	6,0%	1,6%	3,1%
ROE (%)	31,1%	10,0%	10,4%	2,7%	5,3%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,39	0,43	0,41	0,41	0,40
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,63	0,77	0,70	0,70	0,67
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	9.371	4.258	4.624	1.250	2.550
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	43.016	42.175	46.799	47.050	49.576

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

### Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999