

**KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2011**
**17/05/2012**

## CTCP PinẮc quy Miền Nam (PAC)

### Nỗ lực cho một năm 2012 nhiều thách thức

**Nhu cầu tiêu thụ trong nước yếu đã kéo lợi nhuận sau thuế (LNST) giảm mạnh.** Trong quý 1/2012, lợi nhuận ròng đã giảm đáng kể, chỉ đạt 12.5 tỷ đồng (-52% y-o-y, -36% q-o-q), do bởi doanh thu sụt giảm mạnh chỉ đạt 342 tỷ đồng (-40% y-o-y, -28% q-o-q), chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ trong nước yếu như chúng tôi đã dự đoán trong báo cáo gần đây. Chúng tôi cũng thấy rằng, trong quý 1/2011, khách hàng đã tăng lượng dự trữ rất lớn cho mùa khô dự phòng mất điện, nên tạo sự đột biến trên doanh thu. Tình hình hiện nay trái ngược với quý 1/2011, doanh thu giảm khi thời tiết mát mẻ với nguồn cung cấp điện ổn định.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 16%.** PAC đã công bố lợi nhuận gộp đạt 67 tỷ đồng (-50% y-o-y) và LNST đạt 12 tỷ đồng (-52% y-o-y). Sự gia tăng của giá vốn hàng bán đã kéo lợi nhuận gộp quý 1/2012 giảm mạnh. Với chi phí khấu hao tăng nhanh hơn khối lượng sản xuất, tỷ trọng giá vốn hàng bán đã tăng thêm 5% y-o-y trên cơ cấu doanh thu (chiếm 80% tỷ trọng); tỷ suất lợi nhuận gộp cũng giảm 16% từ mức 23.5% quý 1/2011 xuống còn 19.7% trong quý 1/2012. Ngoài ra, lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện cũng theo đà giảm mạnh 92% y-o-y đã góp phần đưa chi phí tài chính giảm xuống 76% y-o-y từ 42 tỷ xuống còn 10 tỷ. Chi phí quản lý giảm 57% y-o-y đạt 7 tỷ đồng trong khi chi phí bán hàng chỉ giảm 34% y-o-y đạt 33 tỷ đồng. Điều này đã khiến tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm 7% đạt 4.8%, trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng quý 1/2012 chạm mức 3.7% so với mức 4.6% trong quý 1/2011.

**Bảng cân đối kế toán tăng nhiệt.** Chúng tôi nhận thấy tiền mặt của PAC đã giảm 30% sau khi tất toán một số khoản nợ của công ty nhằm tiết giảm chi phí lãi vay. Theo đó, nợ phải trả của công ty cũng giảm, đạt 710 tỷ đồng (-17% q-o-q).

**Một năm khá thách thức.** Kết thúc quý 1/2012, PAC đã hoàn thành 17% mục tiêu doanh thu và 15% mục tiêu lợi nhuận. Công ty đã dự đoán tình hình tiêu thụ pin sẽ tiếp tục gặp nhiều khó khăn trong những tháng còn lại khi đứng trước nhu cầu tiêu thụ trong nước quá yếu như hiện nay. Nhu cầu tiêu thụ pin có khả năng sẽ vẫn ở mức thấp bởi khách hàng có thể thắt chặt ngân sách của họ cho nhu cầu ắc quy thay thế, phân khúc ắc quy thay thế chiếm 73% tổng doanh thu PAC.

**Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP.** Chúng tôi điều chỉnh dự phóng lợi nhuận gộp năm 2012 giảm 2.7% trên quan điểm PAC sẽ phải đối mặt với những thách thức trong năm 2012. Do vậy, chúng tôi giảm mục giá mục tiêu từ 27,300 đồng xuống còn 26,100 đồng/CP. Duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu PAC.

Thông tin tài chính		Kết thúc 31/12			
(tỷ đồng)	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
Doanh thu	1,305	1,666	1,979	2,009	2,147
LN ròng	148	130	94	78	104
Tỷ lệ tăng trưởng	138%	-12%	-28%	-17%	33%
EPS (VND)	7,195	5,775	3,483	2,897	3,845
DPS (VND)	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
Tỷ suất cổ tức	4%	4%	6%	4%	4%
ROA	24%	16%	10%	7%	9%
ROE	48%	32%	20%	14%	17%
P/E (x)	1.4	4.0	3.9	6.9	5.2
P/BV (x)	1.8	1.2	0.8	0.9	0.8

Nguồn: PAC, SBS dự phóng

#### TRUNG LẬP

Giá hiện hành	23,200 đồng
Giá mục tiêu	26,100 đồng
Giá mục tiêu cũ	27,300 đồng

#### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	PAC
SLCP đang lưu hành (triệu)	26.629
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	639,610
Giá thấp cao nhất 52 tuần	14.5 42.9
KLGD TB trung 3 tháng	36,543
Hệ số Beta	0.76
Sở hữu nước ngoài (%)	35.07%
Nguồn: SBS, Bloomberg	

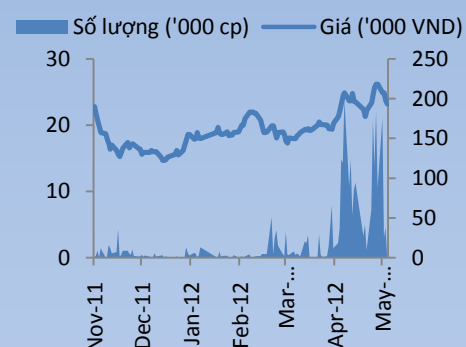
#### Cổ đông lớn

Tập đoàn hóa chất VN	51.07%
Franklin	11.05%
Templeton	10.00%
KITMC	8.08%

Source: SBS, Bloomberg

#### Biến động giá cổ phiếu (%)

Month	Tương đối (%)	Tuyệt đối (VND)
1T	4.04	900
3T	10.48	2,200
6T	17.17	3,400
12T	(43.18)	(17,600)


 Võ Bạch Ngọc Anh Thư  
 thu.vbna@sbsc.com.vn

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH NỔI BẬT TRONG QUÝ 1/2012

Bảng 1: Kết quả kinh doanh của PAC (tỷ đồng)	1Q12	1Q11	y-o-y%	4Q11	q-o-q%
Doanh thu thuần	342	574	-40%	478	-28%
Giá vốn hàng bán (COGS)	275	439	-37%	376	-27%
Lợi nhuận gộp	67	135	-50%	102	-34%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	19.7%	23.5%	-16%	21.3%	-8%
Chi phí bán hàng	34	51	-34%	56	-40%
Tỷ lệ trên doanh thu	9.8%	8.9%	11%	11.7%	-16%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	7	18	-58%	6	31%
Tỷ lệ trên doanh thu	2.2%	3.1%	-29%	1.2%	84%
Doanh thu hoạt động tài chính	(10)	(36)	-74%	(14)	-33%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	17	30	-45%	26	-36%
Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	4.8%	5.2%	-7%	5.4%	-11%
Thu nhập khác	0.1	0.3	-60%	(0.2)	-153%
Thu nhập trước thuế	17	30	-45%	26	-35%
Thuế TNDN hiện hành	4	4	6%	5	-12%
Thuế suất (%)	25.0%	13.1%	91%	18.5%	35%
Lợi nhuận ròng	13	26	-52%	20	-36%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	3.7%	4.6%	-20%	4.1%	-11%
EPS (VND)	464	973	-52%	725	-36%

Nguồn: SBS dự phóng

Trong quý 1/2012, kết quả kinh doanh của PAC nhìn chung không khả quan, với doanh thu thuần chỉ đạt 342 tỷ đồng (giảm 40% y-o-y) và lợi nhuận ròng đạt 12.5 tỷ đồng (giảm 52% y-o-y). Kết quả doanh thu không như kỳ vọng chủ yếu do mức tiêu thụ trong nước sụt giảm đáng kể, chúng tôi đã nêu bật điều này trong báo cáo gần đây của chúng tôi. Chúng tôi cũng ghi nhận rằng, trong quý 1/2011, khách hàng đã tăng lượng dự trữ rất lớn cho mùa khô dự phòng mất điện, nên tạo sự đột biến trên doanh thu. Tình hình hiện nay hoàn toàn trái ngược với quý 1/2011, doanh thu quý 1/2012 giảm khi thời tiết mát mẻ với nguồn cung cấp điện ổn định. Lợi nhuận gộp của công ty giảm 50% y-o-y đạt 67 tỷ đồng trong khi LNST thấp hơn 52% y-o-y đạt 12 tỷ đồng. Sự gia tăng của giá vốn hàng bán đã kéo lợi nhuận gộp quý 1/2012 giảm mạnh. Với chi phí khấu hao tăng nhanh hơn khối lượng sản xuất, tỷ trọng giá vốn hàng bán đã tăng thêm 5% y-o-y trên cơ cấu doanh thu (chiếm 80% tỷ trọng); tỷ suất lợi nhuận gộp cũng giảm 16% từ mức 23.5% quý 1/2011 xuống còn 19.7% trong quý 1/2012. Ngoài ra, lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện cũng theo đà giảm mạnh 92% y-o-y đã góp phần đưa chi phí tài chính giảm xuống 76% y-o-y từ 42 tỷ xuống còn 10 tỷ. Chi phí quản lý giảm 57% y-o-y đạt 7 tỷ đồng trong khi chi phí bán hàng giảm 34% y-o-y đạt 33 tỷ đồng. Điều này đã khiến tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh giảm 7% đạt 4.8%, trong khi tỷ suất lợi nhuận ròng quý 1/2012 chậm mức 3.7% so với mức 4.6% trong quý 1/2011

Bảng 2: Bảng cân đối kế toán (VNDbn)	4Q11	1Q12	q-o-q%
Tài sản ngắn hạn	753	665	-11.7%
Tiền và các khoản tương đương tiền	51	36	-30.8%
Các khoản phải thu	142	112	-21.1%
Hàng tồn kho	544	489	-10.0%
Tài sản dài hạn	432	426	-1.4%
Tài sản cố định hữu hình	285	274	-3.8%
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	116	120	3.6%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1,185	1,091	-8.0%
Nợ phải trả	638	529	-17.2%
Vay và nợ ngắn hạn	363	345	-5.1%
Vay và nợ dài hạn	8	8	3.4%
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	547	562	2.8%

Source: PAC, SBS

Quý 1/2012, tài sản ngắn hạn của PAC đã giảm 12% q-o-q, bởi tiền và các khoản tương đương tiền giảm mạnh 30%, các khoản phải thu giảm 21% và hàng tồn kho giảm 10%. Chúng tôi ghi nhận rằng, tiền và các khoản tương đương tiền giảm mạnh 30% sau khi công ty chi trả một số khoản nợ vay nhằm tiết giảm tối đa chi phí lãi vay.

Trong khi đó, tài sản dài hạn giảm nhẹ (-1.4% q-o-q) trong quý 1/2012. Tài sản cố định hữu hình có biến động giảm (-3.8% q-o-q), phát sinh do khấu hao trong thời gian đó. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang lại tăng so với quý trước 3,6%, chủ yếu là do đầu tư 104 tỷ đồng vào máy móc và thiết bị có giá trị cho Nhà máy pin ắc quy Đồng Nai 2. Mặt khác, tổng nợ phải trả giảm 17% q-o-q đạt 710 tỷ đồng, trong đó nợ ngắn hạn giảm 5% đạt 345 tỷ đồng, nợ dài hạn tăng nhẹ 3% đạt 8 tỷ đồng. Nhìn vào cơ cấu vốn PAC, tổng nợ phải trả chiếm 48% tổng tài sản PAC, mà chủ yếu được tài trợ bởi vốn chủ sở hữu.

<b>Bảng 3: Điều chỉnh dự phóng (tỷ đồng)</b>	<b>FY12-Dự phóng cũ</b>	<b>FY12-Dự phóng mới</b>	<b>% tỷ lệ điều chỉnh</b>
Doanh thu	2,020	2,009	-0.6%
Lợi nhuận gộp	426	414	-2.7%
Lợi nhuận ròng	85	78	-8.5%
EPS (VND)	3,165	2,897	-8.5%

*Nguồn: PAC, SBS*

Kết thúc quý 1/2012, PAC đã hoàn thành 17% mục tiêu doanh thu và 15% mục tiêu lợi nhuận cả năm so với ước tính của chúng tôi. Chúng tôi điều chỉnh giảm 0,6% cho dự phóng doanh thu năm 2012 đạt 2,009 tỷ đồng so với mức 2,020 tỷ đồng được dự phóng trong báo cáo trước. Vì vậy, dự phóng lợi nhuận ròng cũng được chúng tôi điều chỉnh giảm 8.5% từ mức 85 tỷ đồng xuống còn 78 tỷ đồng. Nhìn chung, điều này đã kéo giá mục tiêu 12 tháng giảm 4%, đạt 26,100 đồng cho mỗi cổ phiếu, cao hơn 12% so với giá cổ phiếu hiện nay là 23,200 đồng. Tại mức giá mục tiêu, chúng ta tính toán giá trị hợp lý cho cổ phiếu PAC và do vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP của đối với cổ phiếu này.



BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)				
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Tài sản</b>	<b>1,159.0</b>	<b>1,218.0</b>	<b>1,216.8</b>	<b>1,185.3</b>
Tài sản ngắn hạn	827.0	843.5	826.4	753.0
Tài sản dài hạn	332.0	374.5	390.4	432.3
Tài sản cố định	329.7	372.3	387.9	430.0
Đầu tư dài hạn	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1,159.0</b>	<b>1,212.5</b>	<b>1,216.8</b>	<b>1,185.3</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>643.9</b>	<b>677.3</b>	<b>662.6</b>	<b>631.9</b>
Nợ ngắn hạn	588.8	659.7	650.0	619.5
Nợ dài hạn	55.2	17.6	12.6	12.4
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>515.0</b>	<b>535.2</b>	<b>554.2</b>	<b>553.4</b>
Nguồn vốn	507.0	535.2	549.4	547.1
Vốn điều lệ	225.5	225.5	269.9	269.9
Thặng dư vốn	62.3	62.3	62.3	62.3
LN chưa phân phối	153.8	168.5	134.9	127.6

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)				
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>574.4</b>	<b>469.4</b>	<b>457.0</b>	<b>478.8</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>574.2</b>	<b>469.3</b>	<b>457.0</b>	<b>478.3</b>
COGS	439.4	368.5	379.0	376.4
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>134.9</b>	<b>100.8</b>	<b>77.9</b>	<b>102.0</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	6.5	10.0	3.4	0.4
Chi phí hoạt động tài chính	42.6	9.0	14.5	14.7
<i>Lãi vay phải trả</i>	4.5	6.8	7.8	9.7
Chi phí bán hàng	51.2	53.3	40.4	56.1
Chi phí quản lý DN	17.6	11.4	8.6	5.7
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>29.9</b>	<b>36.9</b>	<b>17.9</b>	<b>25.9</b>
Thu nhập khác	1.1	0.2	2.5	2.6
Chi phí khác	0.8	0.2	2.4	2.8
<b>Tổng LN trước thuế</b>	<b>30.2</b>	<b>36.9</b>	<b>18.0</b>	<b>25.7</b>
Chi phí thuế TNDN hiện hành	4.0	4.6	2.1	4.8
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>26.3</b>	<b>32.3</b>	<b>15.8</b>	<b>19.6</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>26.3</b>	<b>32.3</b>	<b>15.8</b>	<b>19.6</b>

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH				
	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Doanh thu (YoY)	72.2%	1.1%	8.1%	7.4%
Lợi nhuận gộp (YoY)	108%	7%	-29%	0%
Lợi nhuận ròng (YoY)	11%	-15%	-71%	0%
<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>				
Lợi nhuận gộp biên	23.5%	21.5%	17.1%	21.3%
EBIT biên	6.1%	9.3%	5.6%	7.4%
Lợi nhuận ròng biên	4.6%	6.9%	3.5%	4.1%
ROA (4Q)	13.8%	12.1%	8.1%	7.9%
ROE (4Q)	28.9%	26.5%	18.1%	17.6%
<b>Chỉ tiêu quản lý</b>				
Số ngày phải thu	6	10	18	21
Số ngày tồn kho	101	155	146	132
Số ngày phải trả	2	1	0	0
<b>Hệ số thanh toán</b>				
Thanh toán hiện tại	1.4	1.3	1.3	1.2
Thanh toán nhanh	0.6	0.3	0.3	0.3
Thanh toán tiền mặt	0.4	0.1	0.1	0.1
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Vốn chủ	127.0%	126.5%	120.6%	115.5%
Tổng nợ/Tổng tài sản	55.6%	55.9%	54.5%	53.3%
Tổng tài sản/Vốn chủ	228.6%	226.5%	221.5%	216.7%
<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>				
PE	3.2	3.3	4.9	5.1
EPS (VND/CP)	6127	5868	3971	3796



# Khuyến cáo

## Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	09/11/2011	TRUNG LẬP	NA	25,000 đồng
Báo cáo cập nhật	25/04/2012	TRUNG LẬP	27,300 đồng	24,800 đồng

## Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

## Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

## Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam  
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 [www.sbsec.com.vn](http://www.sbsec.com.vn)

### Singapore (DMG)

DMG & Partners  
Securities Pte. Ltd.  
10 Collyer Quay  
#09-08 Ocean Financial Centre  
Singapore 049315  
Tel : + (65) 6533 1818  
Fax : + (65) 6532 6211

### Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC  
56 Preah Norodom Blvd  
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,  
Cambodia  
Tel: +855 23 999 890  
Fax: +855 23 999 891

### Laos

Lanexang Securities Public Company  
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan  
Vientiane Capital  
The Lao P.D.R

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn  
Kiếm Hà Nội Việt Nam  
Tel: +84 (4) 3942 8076  
Fax: +84 (8) 3942 8075  
Email: [hanoi@sbsec.com.vn](mailto:hanoi@sbsec.com.vn)