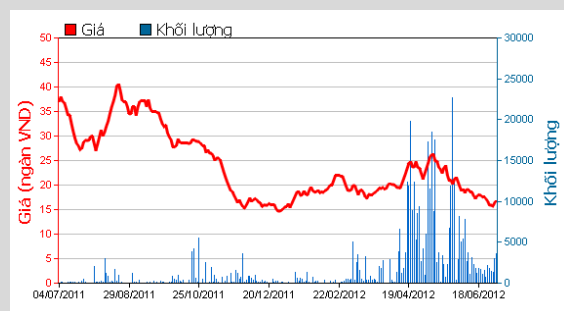


**MCK: PAC (HSX)****CÔNG TY CỔ PHẦN PIN ACQUY MIỀN NAM****MUA** **TRUNG HẠN****ĐỊNH GIÁ** **20.700****Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên****Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344****Chỉ tiêu cơ bản**

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| Giá (ngày 13/7/12) (VND)      | 16.700     |
| Giá cao nhất (52 tuần) (VND)  | 35.200     |
| Giá thấp nhất (52 tuần) (VND) | 13.800     |
| Số CP đang lưu hành           | 26.628.933 |
| KLGBQ/phần (10 phần gần nhất) | 19.720     |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND)   | 445        |
| Trailing P/E (x)              | 5,5        |
| Forward P/E (x)               | 5,0        |
| P/BV (BV 31/12/11) (x)        | 0,8        |

**Đồ thị giá 52 tuần**

Nguồn: HSX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

| Đv: Tỷ đồng | 2010    | 2011    | KH12    | 2012E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| DT          | 1.665,8 | 1.978,9 | 2.050,0 | 1.848,5 |
| LNTT        | 149,0   | 111,9   | 115,0   | 120,8   |
| LNST        | 130,2   | 96,9    | N/A     | 90,6    |
| VĐL         | 225,5   | 269,9   |         | 269,9   |
| VCSH        | 480,7   | 549,7   |         | 593,1   |
| TTS         | 1.103,4 | 1.187,1 |         | 1.135,3 |
| ROE (%)     | 26,4%   | 17,4%   |         | 15,3%   |
| ROA (%)     | 11,8%   | 8,2%    |         | 8,0%    |
| EPS (VND)   | 3,975   | 0       |         | 3,356   |
| GTSS (VND)  | 21.318  | 20.367  |         | 21.977  |
| Cổ tức      | 15%     | 22%     | 15%     | 15%     |

Nguồn: BCTC PAC, RongViet Securities tổng hợp

**HÀNG TIÊU DÙNG – SẢN PHẨM ĐIỆN HÓA**

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu PAC tại thời điểm này xoay quanh mức 20.700 đồng (tương đương mức vốn hóa 551 tỷ đồng) cao hơn ~24% so với giá tham chiếu ngày 16/7/2012. Người viết khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN**. Khuyến nghị này dựa trên những luận điểm đầu tư như sau:

**PAC là doanh nghiệp có thương hiệu mạnh, dẫn đầu thị trường ắc quy tại Việt Nam.** Hiện PAC đang chiếm khoảng 45% thị phần ắc quy nói chung. Trong đó, mảng thị trường thay thế, ắc quy xe tải chiếm khoảng 60 – 70% thị phần, xe hơi khoảng 40%, xe máy khoảng 30%, và ắc quy dân dụng khoảng 30%. Riêng mảng thị trường OEM chiếm khoảng 80%. Hai thương hiệu nước ngoài là Globe (Đài Loan) và GS (Nhật Bản) chiếm thị phần lần lượt khoảng 10% và 20%. Thị phần còn lại nắm giữ bởi các doanh nghiệp khác trong nước khác như Tia Sáng, Vĩnh Phú, Pin Hà Nội và các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.

**Năng lực sản xuất dồi dào và có khả năng gia tăng sản lượng tốt khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi.** Từ giữa năm 2011, PAC đã đưa nhà máy Nhơn Trạch vào hoạt động, công suất giai đoạn 1 là 0,6 triệu KWH/năm, đã nâng tổng công suất thiết kế của PAC lên 1,8 triệu KWH/năm. Hiện PAC chỉ hoạt động với hiệu suất khoảng 77%, tuy nhiên khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi, khả năng tăng sản lượng của PAC còn rất lớn.

So với các doanh nghiệp cùng ngành, quy mô sản xuất của PAC vượt trội hơn hẳn với công suất ắc quy là 1,8 triệu KWH/năm, lớn hơn nhiều so với quy mô của Tia Sáng (340 KWH/năm), Vĩnh Phú (150KWH/năm).

**Giá chi giảm là một điểm sáng cho kết quả hoạt động kinh doanh năm nay.** Kết quả kinh doanh của PAC phụ thuộc lớn vào biến động giá nguyên liệu chì. Sau khoảng thời gian tăng giá liên tục trong năm 2011, từ Q4/2011 giá chì đã giảm mạnh và tiếp tục xu hướng đi ngang trong 6T2012. Giá chì bình quân năm 2012 dự báo vào khoảng 2.000 USD/kg, giảm 17% so với mức bình quân 2.400 USD/kg năm 2011. Giá nguyên liệu giảm, giá bán không đổi là điều kiện giúp PAC tăng chiết khấu thương mại cho các đại lý và thực hiện nhiều hơn chính sách khuyến mãi nhằm cải thiện sản lượng tiêu thụ trong năm 2012.

**Hoạt động xuất khẩu tăng mạnh phần nào bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng tiêu thụ trong nước.** Kinh tế khó khăn đã ảnh hưởng đến khả năng tài chính, sức mua của các đại lý và người tiêu dùng, khiến sản lượng tiêu thụ trong nước của PAC từ giữa năm 2011 đến nay có dấu hiệu chững lại. Tuy nhiên, 6 tháng đầu năm hoạt động xuất khẩu của PAC tương đối tốt, tăng khoảng 30%, chiếm khoảng 23% cơ cấu doanh thu so với tỷ lệ 15% năm 2011.

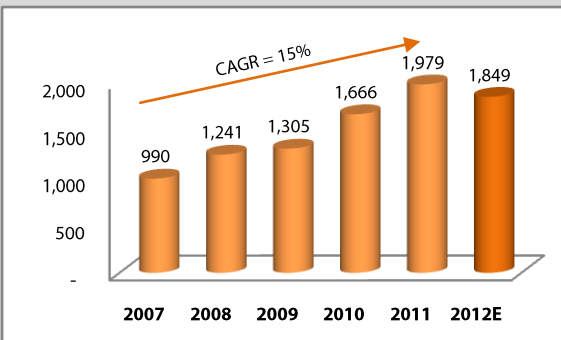
Mặc dù, tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động xuất khẩu thấp, chỉ khoảng 6-7%, tuy nhiên đây là một hướng đi hiệu quả giúp PAC đạt được chỉ tiêu về sản lượng, giảm khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm trong điều kiện sức tiêu thụ trong nước sụt giảm.

**Triển vọng 2012**

Doanh thu ước đạt khoảng 1.849 tỷ đồng, giảm 6,6% so với năm trước. Mặc dù tiêu thụ trong nước chững lại, song 6T2012 hoạt động xuất khẩu tăng mạnh và giá pin tăng 5% phần nào giúp doanh thu PAC không giảm mạnh.

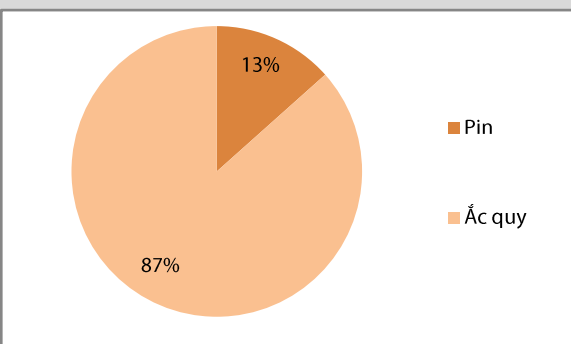
Tỷ suất lợi nhuận gộp giữ ở mức 21%, chỉ tương đương năm 2011 mặc dù giá chì giảm. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT không có nhiều thay đổi, song dự báo chi phí tài chính giảm hơn 40% nhờ lỗ tỷ giá giảm. Thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng từ năm 2012 của PAC là 25%. Theo đó, LNST ước tính đạt 90,6 tỷ đồng, giảm 6,5%. EPS tương ứng đạt 3.356 đồng/cp, P/E forward 5,0x.

**Doanh thu giai đoạn 2007-2012 (tỷ đồng)**



Nguồn: PAC, RongViet Securities tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2011**



Nguồn: PAC, RongViet Securities tổng hợp

## PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

### Dự phóng doanh thu

PAC là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu thị trường đối với các sản phẩm điện hóa tại Việt Nam. Hoạt động kinh doanh của công ty tương đối ổn định với tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR khoảng 15% giai đoạn 2007-2011.

Doanh thu công ty chủ yếu đến từ 2 nhóm sản phẩm chính là pin và ắc quy, trong đó ắc quy là sản phẩm chủ lực chiếm khoảng 86,6% cơ cấu doanh thu năm 2011. Đối với nhóm sản phẩm ắc quy, xuất khẩu chiếm ~12%, ắc quy phục vụ các phương tiện vận tải (ắc quy xe hơi, ắc quy xe máy) chiếm khoảng 58% cho cả hai thị trường thay thế và OEM, và ắc quy dân dụng (thắp sáng) chiếm khoảng 17%.

**Năm 2011**, PAC đạt 1.979 tỷ đồng doanh thu, tăng 18,8% so với năm 2010, chủ yếu nhờ vào việc tăng giá. Đối với sản lượng tiêu thụ, tuy có sự khởi đầu ấn tượng trong Q1/2011 khi sản lượng tiêu thụ đạt khoảng 500 nghìn KWH, tăng ~ 30% so với cùng kỳ, song 3 quý cuối năm sản lượng tiêu thụ có xu hướng giảm dần. Nguyên nhân là do: (1) Sức tiêu thụ giảm xuống do tình hình kinh tế khó khăn, lãi suất vay cao ảnh hưởng đến khả năng tài chính, mua hàng của các đại lý; (2) Mùa nóng năm 2011 không quá gay gắt và kéo dài như các năm trước; (3) PAC có 2 đợt tăng giá (~22%) vào đầu năm do giá chì tăng cao phần nào ảnh hưởng đến khả năng tiêu thụ sản phẩm.

**6T2012**, PAC cho biết tình hình tiêu thụ trong nước vẫn gặp nhiều khó khăn, sức mua còn hạn chế, doanh thu ước đạt 820 tỷ đồng, giảm 21,4% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, hoạt động xuất khẩu tương đối tốt trong 6 tháng đầu năm, chiếm khoảng 23% cơ cấu doanh thu so với tỷ lệ 15% năm 2011.

Theo thông tin cập nhật từ PAC, sản lượng tiêu thụ 6T2012 ước đạt 35% kế hoạch, tương đương vào khoảng 490 nghìn KWH, giảm ~39%. Việc sụt giảm mạnh này có thể giải thích do sức mua vẫn chưa được cải thiện. Bên cạnh việc Q1/2011 sản lượng tiêu thụ tăng đột biến và PAC phải chia sẻ 1 phần doanh số của Q1/2012 cho Q4/2011 nhằm đạt chỉ tiêu kế hoạch năm 2011.

Về giá bán, từ đầu tháng 5/2012 PAC đã thực hiện việc tăng giá 5% đối với sản phẩm pin và giữ nguyên giá bán đối với sản phẩm ắc quy.

**Triển vọng cho cả năm 2012**, doanh thu ước tính giảm nhẹ 6,6% so với năm 2011, đạt khoảng 1.849 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ ắc quy ước đạt 1,26 triệu KWH, giảm 10%. Mặc dù tiêu thụ ắc quy trong nước sụt giảm đáng kể song nhờ việc đẩy mạnh xuất khẩu nên phần nào bù đắp được sự sụt giảm này. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ pin ước tăng 10% và giá bán tăng 5% là nhân tố tích cực đóng góp vào doanh số PAC. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ 2 quý cuối năm dự báo sẽ được cải thiện hơn nhờ áp dụng chính sách bán hàng linh hoạt và tăng chiết khấu cho các đại lý. Trong tình hình giá chì đầu vào giảm mạnh hơn so với cùng kỳ và PAC không giảm giá bán ắc quy thì việc PAC thực hiện các chính sách tăng chiết khấu, đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi nhằm kích cầu tiêu dùng là việc làm cần thiết nhằm đạt được tăng trưởng doanh thu.

**Từ năm 2013-2016**, việc năng lực sản xuất đã được mở rộng tăng 40%, hoạt động xuất khẩu được đẩy mạnh cũng như dự báo phục hồi của nền kinh tế là các yếu tố chủ đạo thúc đẩy tăng trưởng dài hạn của công ty.

| Dự phóng doanh thu theo sản phẩm |              |              |              |              |              |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (Đvt: tỷ đồng)                   | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         |
| Pin                              | 306          | 353          | 408          | 472          | 545          |
| Ắc quy                           | 1.542        | 1.701        | 1.911        | 2.147        | 2.458        |
| <b>Tổng doanh thu</b>            | <b>1.849</b> | <b>2.054</b> | <b>2.319</b> | <b>2.618</b> | <b>3.002</b> |

**Khả năng sinh lời**

| Đvt: %     | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E |
|------------|------|------|------|-------|
| LN Gộp/DT  | 28,8 | 22,2 | 21,0 | 21,0  |
| LN HĐKD/DT | 20,8 | 15,5 | 8,7  | 8,6   |
| LNST/DT    | 11,3 | 7,8  | 4,9  | 4,9   |
| ROE        | 35,5 | 26,4 | 17,4 | 15,3  |
| ROA        | 22,1 | 11,8 | 8,2  | 8,0   |

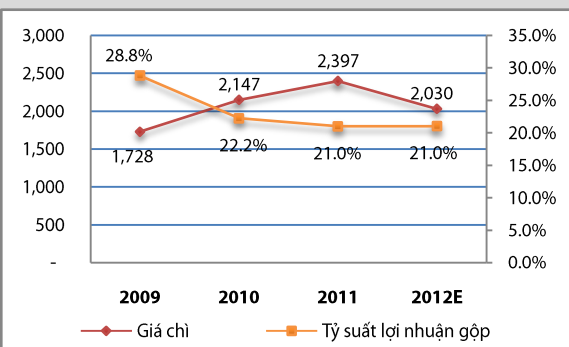
Nguồn: BCTC PAC, RongViet Securities tổng hợp

**Khả năng sinh lời các doanh nghiệp trong ngành**

| Năm 2011  | PAC  | TSB  | HABACO |
|-----------|------|------|--------|
| LN Gộp/DT | 21,0 | 18,5 | 16,0   |
| LNST/DT   | 4,9  | 0,4  | 4,4    |
| ROE       | 17,4 | 1,4  | 10,9   |
| ROA       | 8,2  | 0,4  | 8,0    |

Nguồn: BCTC PAC, TSB, HABACO, RongViet Securities tổng hợp

**Tương quan giữa giá chỉ bình quân và tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2009-2012E**



Nguồn: BCTC PAC, Bloomberg, RongViet Securities tổng hợp

**Dự phóng khả năng sinh lời**

Chì là nguyên liệu sản xuất chính có ảnh hưởng lớn đến chi phí sản xuất của PAC do chiếm tỷ lệ khá cao, ~70%. Trong 3 năm gần đây, do khó khăn chung của nền kinh tế khiến sức mua giảm bên cạnh giá chì biến động theo xu hướng tăng nên hiệu quả hoạt động kinh doanh của PAC có xu hướng giảm dần. Theo đó, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời như tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận biên, lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) giảm dần qua từng năm. Tuy nhiên, so với doanh nghiệp cùng ngành điện hóa, tỷ suất sinh lời của PAC tương đối hấp dẫn hơn.

9T2011, giá chì tăng khoảng 30% ở mức ~2.800 USD/tấn, tuy nhiên phần lớn đã được chuyển cho người tiêu dùng thông qua việc tăng giá bán nên tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ giảm nhẹ, đạt khoảng 21% năm 2011.

Từ Q4/2011 đến nay, mặc dù giá chì thế giới đã giảm mạnh dao động ở mức 2.000 – 2.100 USD/tấn và dự báo sẽ duy trì mức này trong thời gian tới, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012 ước tính chưa được cải thiện nhiều, đạt khoảng 21,0%. Nguyên nhân là do:

- (1) Nhà máy Nhơn Trạch bắt đầu đi vào hoạt động từ Q2/2011 bên cạnh sản lượng sản xuất giảm đã làm tăng chi phí khấu hao trên mỗi đơn vị sản phẩm, tác động làm giảm lợi nhuận biên của PAC.
- (2) Chi phí nhân công trực tiếp trên mỗi đơn vị sản phẩm tăng. Theo thuyết minh báo cáo tài chính Q1/2012, năm nay quỹ lương của công ty được trích theo tỷ lệ 8,5% doanh thu, thay vì 7,5% năm 2011. Ngoài ra, việc sản lượng sản xuất giảm cũng tác động làm tăng chi phí nhân công trên mỗi đơn vị sản phẩm.
- (3) Cơ cấu doanh thu thay đổi theo hướng tăng tỷ trọng hoạt động xuất khẩu và giảm tỷ trọng tiêu thụ trong nước. Mặc dù xuất khẩu là một hướng đi giúp PAC đạt được mục tiêu sản lượng và giảm chi phí khấu hao/sản phẩm khi tiêu thụ trong nước sụt giảm đáng kể. Tuy nhiên, xuất khẩu là hoạt động có tỷ suất lợi nhuận thấp chỉ khoảng 6-7% đã tác động làm giảm lợi nhuận gộp chung.

Trong những năm tiếp theo, giá chì dự báo sẽ có xu hướng tăng trở lại do khả năng phục hồi của nền kinh tế và các ngành công nghiệp, ảnh hưởng giảm đến lợi nhuận biên. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2013-2016 dự báo xoay quanh mức 20%.

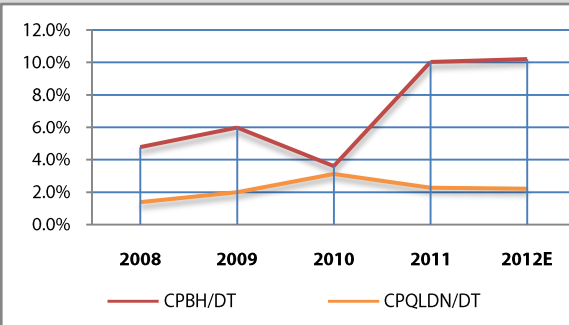
| Dự phóng lợi nhuận gộp    |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Đvt: tỷ đồng              | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
| Doanh thu thuần           | 1.849 | 2.054 | 2.319 | 2.618 | 3.002 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | 21,0% | 20,5% | 20,5% | 20,0% | 20,0% |
| Lợi nhuận gộp             | 388   | 421   | 475   | 524   | 600   |

**Dự phóng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp**

**Chi phí bán hàng** – So với các đối thủ trong cùng lĩnh vực, PAC là doanh nghiệp có hệ thống phân phối sâu rộng, bao trùm các vùng miền trên cả nước, với 170 đại lý và hơn 20.000 điểm bán lẻ. Sản phẩm thường được bán trực tiếp cho các đại lý cấp 1 hoặc cho các tổ chức là đơn vị lắp ráp, vận tải. Các đại lý của PAC mua hàng theo phương thức mua đứt bán đoạn và hưởng các chiết khấu thương mại dựa trên doanh số bán hàng. Ngoài ra, các đại lý cũng được hưởng các hình thức khuyến mãi thanh toán nhằm khuyến khích việc thanh toán nhanh.

Chính sách bán hàng của PAC khá linh hoạt phụ thuộc vào tình hình hoạt động kinh doanh từng giai đoạn. Từ Q3/2011 đến nay, do tình hình tiêu thụ vẫn gặp nhiều khó khăn bởi ảnh hưởng chung của nền kinh tế bên cạnh việc giá nguyên liệu chì giảm nên PAC thay vì giảm giá bán ắt quy đã tăng chiết khấu cho các đại lý và thực hiện nhiều hơn các chương trình khuyến mãi cho người tiêu dùng.

**CPBH/DT và CPQLDN/DT giai đoạn 2006-2011**



Nguồn: BCTC PAC, RongViet Securities tổng hợp

### Cấu trúc tài chính

| Đvt: %                  | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E |
|-------------------------|------|------|------|-------|
| <b>Cấu trúc tài sản</b> |      |      |      |       |
| Tiền/TTS                | 32,4 | 17,9 | 4,3  | 5,2   |
| Phải thu/TTS            | 17,0 | 6,2  | 12,0 | 13,0  |
| HTK/TTS                 | 26,1 | 45,4 | 45,8 | 45,0  |
| TSCĐ/TTS                | 14,0 | 12,9 | 26,4 | 26,3  |
| <b>Cấu trúc vốn</b>     |      |      |      |       |
| Nợ ngắn hạn/TTS         | 34,4 | 51,1 | 52,0 | 46,9  |
| Tổng nợ/TTS             | 37,9 | 55,3 | 53,2 | 47,8  |
| Vay ngắn hạn/TTS        | 18,6 | 31,7 | 30,5 | 22,0  |
| Vay dài hạn/TTS         | 3,4  | 4,1  | 0,8  | 0,4   |

Nguồn: BCTC PAC, RongViet Securities tổng hợp

Năm 2011 và Q1/2012 tỷ lệ CPBH/DT tăng mạnh đột biến ~10%, ngoài do việc tăng chiết khấu cho các đại lý, còn do PAC thay đổi trong cách hạch toán một số chi phí nhằm phù hợp với chuẩn mực kế toán như chi phí tiền lương cho bộ phận bán hàng, chi phí bảo hành, chiết khấu thương mại... Ước tính cho cả năm 2012, khả năng tỷ lệ CPBH/DT vẫn giữ ở mức cao đạt khoảng 10,2%.

**Chi phí quản lý doanh nghiệp** – Tỷ lệ CPQLDN/DT của PAC tương đối ổn định, dao động quanh mức 2-3% giai đoạn 2007-2011. Năm 2012, dự báo tỷ lệ này ở mức 2,2%.

### Dự phóng doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Lợi nhuận từ hoạt động tài chính của PAC thường âm do chi phí tài chính chủ yếu là lỗ chênh lệch tỷ giá và chi phí lãi vay lớn hơn nhiều so với doanh thu tài chính. Đối với nhu cầu vay tài trợ vốn lưu động, PAC thường vay USD do phần lớn nguyên liệu chi công ty phải nhập từ nước ngoài. Do đó, với thông tin lãi suất vay VNĐ hạ nhiệt từ đầu tháng 6 thì khả năng PAC sẽ không được hưởng lợi nhiều. Tuy nhiên, trong năm 2012 theo dự báo của các chuyên gia kinh tế tỷ giá USD/VNĐ chỉ tăng 3% so với mức tăng 9,3% năm 2011. Vì vậy mức lỗ tỷ giá PAC năm nay dự kiến sẽ thấp hơn nhiều so với năm trước. Theo đó, chi phí tài chính ước năm nay ước tính vào khoảng 48,5 tỷ đồng, giảm hơn 40% so với năm 2011.

### Thuế thu nhập doanh nghiệp

Năm 2011 là năm cuối cùng PAC được hưởng mức thuế ưu đãi giảm 50%. Từ năm 2012, mức thuế thu nhập doanh nghiệp áp dụng đối với PAC là 25% thay vì 12,5% như trước đây.

### Dự phóng lợi nhuận

Theo các thông tin dự phóng ở trên, lợi nhuận sau thuế năm 2012 đạt khoảng 90,6 tỷ đồng, giảm 6,5% so với năm 2011, tương ứng với mức EPS 2012 vào khoảng 3.356 đồng/cp.

| <b>Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh</b> |       |       |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Đvt: tỷ đồng                                 | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
| Doanh thu thuần                              | 1.849 | 2.054 | 2.319 | 2.618 | 3.002 |
| Lợi nhuận trước thuế                         | 121   | 125   | 142   | 150   | 176   |
| Lợi nhuận sau thuế                           | 91    | 94    | 106   | 112   | 132   |
| EPS (đồng/cp)                                | 3.356 | 3.468 | 3.938 | 4.156 | 4.894 |

### Dự phóng bảng cân đối kế toán

**Tài sản cố định** - PAC đang ở giai đoạn phát triển về năng lực sản xuất nên nhà xưởng, máy móc đều được đầu tư thêm mỗi năm. Đặc biệt trong năm 2011, nguyên giá TSCĐ tăng mạnh ~1,7 lần do nhà máy Nhơn Trạch đã hoàn thành. Từ Q2/2011 PAC đã đưa nhà máy Nhơn Trạch vào hoạt động với công suất thiết kế giai đoạn 1 là 0,6 triệu KWH. Tuy nhiên, hiện tại nhà máy Nhơn Trạch chỉ hoạt động với 50% công suất do nhu cầu tiêu thụ có dấu hiệu chững lại. Do đó, khả năng trong thời gian tới, PAC sẽ chưa triển khai nâng công suất theo lộ trình của các giai đoạn tiếp theo.

**Hàng tồn kho** - Trong những năm gần đây do giá nguyên liệu biến động mạnh theo xu hướng tăng do đó hàng tồn kho chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu tài sản của PAC. 7T2011 giá chỉ tăng mạnh dao động ở mức 2.600-2.800 USD/kg đã khiến giá trị hàng tồn kho tăng mạnh, chiếm gần 45,8% tổng tài sản công ty. Tuy nhiên, từ Q4/2011 giá chỉ đã giảm mạnh và tiếp tục xu hướng đi ngang trong 2 quý đầu năm 2012.

Giá chỉ bình quân năm 2012 dự báo vào khoảng 2.100 USD/kg, giảm ~20% so với năm 2011. Nguyên nhân giá giảm là do: (1) Nhu cầu chì giảm do tác động tiêu cực từ suy thoái kinh tế thế giới. (2) Tâm lý đầu cơ không còn như năm trước do lo ngại về việc giảm nhu cầu. Do vậy, dự báo giá trị hàng tồn kho năm nay sẽ giảm

hơn so với năm trước, chiếm khoảng 45% tổng tài sản PAC.

**Cấu trúc vốn** - Xét về cấu trúc vốn, tỷ lệ sử dụng nợ vay của PAC nhìn chung vừa phải, chiếm khoảng 30% tổng tài sản năm 2011, chủ yếu sử dụng để tài trợ vốn lưu động và thực hiện xây dựng nhà máy mới.

Dự báo trong năm 2012, do nhà máy mới Nhơn Trạch đã hoàn thành bên cạnh việc giá nguyên liệu chì giảm mạnh nên nhu cầu vay nợ của PAC sẽ giảm. Tỷ lệ nợ vay/TTS ước tính vào khoảng 22,0%.

#### **ĐỊNH GIÁ**

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu PAC. Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2012 – 2016 là 18,3% và từ 2016 trở đi là 14,4%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 3,1%. Kết quả cho ra giá trị cổ phiếu PAC là **20.700 đồng/cp**.

| Dự phóng dòng tiền                         | 2012         | 2013         | 2014         | 2015         | 2016         |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Lợi nhuận sau thuế                         | 90,6         | 93,6         | 106,3        | 112,2        | 132,1        |
| + Khấu hao                                 | 39,7         | 47,8         | 57,6         | 63,6         | 71,0         |
| + Chi phí lãi vay ròng sau thuế            | 11,3         | 10,2         | 9,7          | 8,5          | 7,1          |
| Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động      | 141,5        | 151,6        | 173,7        | 184,2        | 210,2        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 56,2         | -43,0        | -34,4        | -40,0        | -76,7        |
| Chi phí đầu tư thuần                       | -6,8         | -5,4         | -4,4         | -12,4        | -18,4        |
| <b>DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY (FCFF)</b> | <b>190,9</b> | <b>103,3</b> | <b>134,8</b> | <b>131,8</b> | <b>115,1</b> |



**CTCP Pin Ac quy Miền Nam**

321 Trần Hưng Đạo – Q1 – TP.HCM

ĐT: (84 – 8) 39 203 062

Fax: (84 – 8) 39 203 060

Website: www.pinacp.com

|                     |          |
|---------------------|----------|
| <b>Thành lập:</b>   | Năm 1976 |
| <b>Cổ phần hóa:</b> | Năm 2004 |
| <b>Niêm yết:</b>    | Năm 2006 |

**Quản trị - Điều hành**

- Trịnh Anh Tuấn, CT. HĐQT
- Trần Văn Thanh, TV. HĐQT, TGĐ
- Phan Kiều Diễm, TV.HĐQT
- Ngô Đình Luyện, TV. HĐQT
- Cao Trọng Miên, TV. HĐQT

**TỔNG QUAN CÔNG TY**

PAC được thành lập từ năm 1976, cổ phần hóa năm 2004 và niêm yết trên HSX vào năm 2006. Sau nhiều lần tăng vốn, hiện PAC đang hoạt động với VDL 269,9 tỷ đồng. Các cổ đông lớn gồm có: Tập đoàn hóa chất Việt Nam 51,33%; FTIF 9,87%, KITMC 7,97%, Vietnam Holding Limited 5,28%, PCA International Fund 3,18%.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh****Sản phẩm chính**

PAC là doanh nghiệp lớn hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất pin và ắc quy chì - axit. Sản phẩm của công ty được chia làm 2 nhóm chính:

- (1) **Ắc quy** là sản phẩm chủ đạo đóng góp chính vào doanh thu với các dòng sản phẩm là ắc quy xe hơi, ắc quy xe tải, ắc quy xe gắn máy và ắc quy dân dụng (thắp sáng) với các nhãn hiệu Đồng Nai, JP, Pinaco.

Trong đó, ắc quy phục vụ cho các phương tiện vận tải được chia cụ thể hơn thành 2 mảng theo thị trường tiêu thụ là mảng thị trường thay thế và mảng thị trường OEM (cung cấp trực tiếp cho các hãng chế tạo ô tô, mô tô).

- (2) **Pin** là sản phẩm truyền thống của PAC với các thương hiệu Con Ó, Super, X Power, đóng góp khoảng 15% cơ cấu doanh thu.

Sản phẩm của PAC chủ yếu tiêu thụ ở thị trường nội địa với tỉ trọng doanh thu khoảng 85%, xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 15% trong cơ cấu doanh thu, chủ yếu sang các nước Trung Đông và Campuchia.

**Năng lực sản xuất**

PAC là doanh nghiệp có năng lực sản xuất dẫn đầu ngành pin ắc quy tại Việt Nam. Đối với sản phẩm ắc quy, năng lực sản xuất hiện nay đạt 1,8 triệu KWH/năm nhờ từ đầu năm 2011, nhà máy Nhơn Trạch đi vào hoạt động, với công suất thiết kế giai đoạn 1 là 0,6 triệu KWH. Sản phẩm ắc quy của PAC có chất lượng tốt, đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế (DIN 43539 của Đức và JIS D5301 – D5302 của Nhật).

Đối với sản phẩm pin, năng lực sản xuất hiện tại tính chung cho tất cả các dòng sản phẩm pin là 600 triệu viên/năm.

**Nguyên vật liệu**

Nguyên liệu chính để sản xuất ắc quy và pin là chì và chủ yếu được nhập từ nước ngoài. Do đó, PAC chịu ảnh hưởng lớn từ biến động của giá chì thế giới cũng như biến động tỉ giá.

Đa số các nhà cung ứng nguyên vật liệu cho PAC là đối tác truyền thống, uy tín đã có mối quan hệ làm ăn lâu dài. Chính vì vậy PAC luôn đảm bảo và chủ động được về nguồn nguyên liệu đầu vào phục vụ cho sản xuất.

**Hệ thống phân phối**

Hệ thống phân phối của PAC ngày càng được mở rộng ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam với hơn 170 đại lý cấp 1 (trong đó, 124 đại lý phân phối sản phẩm ắc quy và 45 đại lý phân phối pin) và hơn 20.000 điểm bán lẻ, đồng thời cũng không ngừng phát triển xuất khẩu ra nước ngoài.

**Vị thế công ty**

Với hơn 35 năm hoạt động, PAC là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm pin và ắc quy. Hiện PAC đang chiếm khoảng 45% thị phần ắc quy nói chung. Trong đó, mảng thị trường thay thế, ắc quy xe tải chiếm khoảng 60 – 70% thị phần, xe hơi khoảng 40%, xe máy khoảng 30%, và ắc quy dân dụng khoảng 30%. Riêng mảng thị trường OEM chiếm khoảng 80%.

PAC là nhà cung cấp duy nhất sản phẩm Pin RO3 và R6 cho các công ty nổi tiếng có nhà máy ở Việt Nam như Samsung, Daewoo, Hanel, Belco, Tiến Đạt. Đối với sản

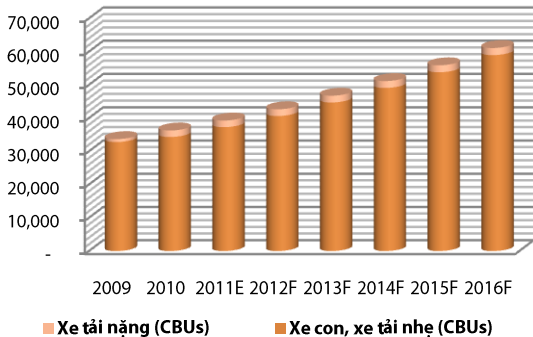
phẩm ắc quy, PAC cũng là nhà cung cấp cho phần lớn các hãng ô tô, xe máy nổi tiếng thế giới như Ford, Daewoo, Suzuki, Huynhdai, Mercedes Benz.

Mặc dù vẫn giữ được vị trí đầu ngành, nhưng PAC đang phải đối mặt với sự cạnh tranh không chỉ đến từ các công ty trong nước như Tia Sáng, Vĩnh Phú mà còn từ các công ty nước ngoài như Globe (Đài Loan), GS (Nhật Bản)...

**Tiềm năng tăng trưởng**

Nâng lực sản xuất dôi dào khi nhà máy mới Nhơn Trạch đi vào hoạt động sẽ giúp PAC có điều kiện gia tăng sản lượng sản xuất khi nền kinh tế có dấu hiệu phục hồi. Ngoài ra, thị trường ắc quy vẫn có nhiều tiềm năng phát triển trong tương lai khi nhu cầu sử dụng các thiết bị điện tử ngày càng cao và thị trường tiêu thụ xe ô tô Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu phát triển.

**Sản lượng ô tô sản xuất tại Việt Nam, 2009 - 2016**



Nguồn: Vietnam Autos Report, BMI  
Rongviet Securities tổng hợp

## SƠ LƯỢC NGÀNH PIN - ẮC QUY

**Các sản phẩm điện hóa (pin, ắc quy) có nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai.** Việt Nam là nước có cơ cấu dân số trẻ với hơn 60% dân số dưới 35 tuổi, nhóm tuổi có nhu cầu sử dụng rất cao đối với các thiết bị điện tử có sử dụng pin như máy tính bỏ túi, máy ảnh, remote điều khiển thiết bị điện tử, đồ chơi trẻ em... Theo Hiệp Hội Doanh Nghiệp Điện Tử Việt Nam thì tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành hằng năm là khá cao, khoảng 20%-30%.

Đối với sản phẩm ắc quy, nhu cầu sử dụng lắp mới và thay thế cho các phương tiện vận tải còn rất lớn. Thị trường tiêu thụ xe ô tô ở Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu phát triển và còn có nhiều tiềm năng tăng trưởng do: (1) Tỷ lệ sở hữu ô tô ở Việt Nam còn rất thấp và thu nhập bình quân đầu người đang có xu hướng tăng; (2) Nhu cầu vận tải gia tăng cùng với tăng trưởng kinh tế; (3) Lộ trình giảm thuế nhập khẩu xe làm giá ô tô rẻ hơn. (4) Hệ thống cơ sở hạ tầng được cải thiện. Ngoài ra, số lượng xe gắn máy tiếp tục tăng. Hiện nay, Việt Nam có khoảng 35 triệu chiếc xe máy đang lưu hành. Theo dự báo thì tốc độ tăng trưởng trong thời gian tới ở mức 10%-12% nhờ việc gia tăng nhu cầu ở các vùng nông thôn và dân số tiếp tục tăng.

Ngoài ra, ắc quy sử dụng cho các trạm thu phát sóng của viễn thông cũng là một thị trường có nhiều tiềm năng khai thác trong tương lai. Theo tổng cục thống kê thì tổng số thuê bao di động đến cuối tháng 1 năm 2012 đã là 118,5 triệu thuê bao. Riêng trong tháng 1/2012 thì số thuê bao phát triển mới là 830 ngàn thuê bao, tăng 18,1% so với cùng kỳ. Tốc độ tăng trưởng của ngành được dự báo khoảng 11% trong 5 năm tới.

**Rào cản gia nhập ngành cao khiến số lượng các công ty trong ngành không nhiều.** Để gia nhập ngành sản xuất các sản phẩm điện hóa như pin, ắc quy đòi hỏi một nguồn vốn đầu tư ban đầu lớn, công nghệ quy trình khép kín, cùng với chuyên môn sâu và kinh nghiệm thực tế. Do vậy ngành khá tập trung, số lượng các doanh nghiệp tương đối ổn định và ít xuất hiện các đối thủ cạnh tranh mới.

**PAC hiện là doanh nghiệp sản xuất pin - ắc quy dẫn đầu thị trường Việt Nam cả về năng lực sản xuất và thị phần.** Hiện tại đối với các doanh nghiệp trong nước thì năng lực sản xuất của PAC là cao nhất với công suất ắc quy là 1.800.000 KWH/năm, quy mô của các công ty sản xuất ắc quy khác trong nước như Tia Sáng và Vĩnh Phú nhỏ hơn rất nhiều, năng lực sản xuất của Tia Sáng chỉ là 340.000 KWH/năm, và của Vĩnh Phú chỉ vào khoảng 150.000 KWH/năm. Đối với nhóm sản phẩm pin, công suất của PAC là 600 triệu viên/năm, công suất của CTCP Pin Hà Nội là 250 triệu viên/năm.

| Công ty    | Ắc Quy (KWH/năm) | Pin (triệu viên/năm) |
|------------|------------------|----------------------|
| Pinaco     | 1,800,000        | 600                  |
| Tia Sáng   | 340,000          | Không sản xuất       |
| Vĩnh Phú   | 150,000          | Không sản xuất       |
| Pin Hà Nội | Không sản xuất   | 250                  |

Về thị phần, PAC hiện chiếm khoảng 45% thị phần, hai thương hiệu nước ngoài là Globe (Đài Loan) và GS (Nhật Bản) chiếm lần lượt khoảng 10% và 20%. Thị phần còn lại nắm giữ bởi các doanh nghiệp khác trong nước khác như Tia Sáng, Vĩnh Phú, Pin Hà Nội và các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.



**PHỤ LỤC**

Đvt: tỷ đồng

| KQ HĐKD                     | 2009A        | 2010A        | 2011         | 2012E        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần             | 1.304,8      | 1.665,8      | 1.978,9      | 1.848,5      |
| Giá vốn                     | 929,1        | 1.295,9      | 1.563,5      | 1.460,3      |
| <b>Lãi gộp</b>              | <b>375,7</b> | <b>369,9</b> | <b>415,4</b> | <b>388,2</b> |
| Chi phí bán hàng            | 77,9         | 60,0         | 198,2        | 188,6        |
| Chi phí quản lý             | 26,0         | 51,8         | 44,8         | 40,7         |
| <b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>    | <b>271,7</b> | <b>258,1</b> | <b>172,3</b> | <b>159,0</b> |
| Lợi nhuận từ HĐTC           | (94,5)       | (110,8)      | (60,6)       | (38,4)       |
| Lợi nhuận khác              | 0,3          | 1,8          | 0,2          | 0,2          |
| <b>EBIT</b>                 | <b>182,4</b> | <b>166,1</b> | <b>139,5</b> | <b>139,8</b> |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>177,5</b> | <b>149,0</b> | <b>111,9</b> | <b>120,8</b> |
| Thuế TNDN                   | 29,7         | 18,8         | 15,0         | 30,2         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số    | -            | -            | (0,0)        | -            |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>   | <b>147,8</b> | <b>130,2</b> | <b>96,9</b>  | <b>90,6</b>  |

Đvt: %

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH           | 2009A | 2010A | 2011  | 2012E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tăng trưởng</b>         |       |       |       |       |
| Doanh thu                  | 5,1   | 27,7  | 18,8  | -6,6  |
| Lợi nhuận HĐKD             | 64,6  | -5,0  | -33,2 | -7,7  |
| EBIT                       | 88,6  | -8,9  | -16,1 | 0,3   |
| Lợi nhuận trước thuế       | 95,9  | -16,0 | -24,9 | 8,0   |
| Lợi nhuận sau thuế         | 137,9 | -11,9 | -25,6 | -6,5  |
| Tổng tài sản               | -12,2 | 64,7  | 7,6   | -4,4  |
| Vốn chủ sở hữu             | -35,2 | 18,6  | 12,8  | 6,6   |
| Tốc độ tăng trưởng nội tại | 35,5  | 26,4  | 17,4  | 7,1   |
| <b>Khả năng sinh lợi</b>   |       |       |       |       |
| LN gộp / Doanh thu         | 28,8  | 22,2  | 21,0  | 21,0  |
| LN HĐKD / Doanh thu        | 20,8  | 15,5  | 8,7   | 8,6   |
| EBIT/ Doanh thu            | 14,0  | 10,0  | 7,0   | 7,6   |
| LNST/ Doanh thu            | 13,6  | 8,9   | 5,7   | 6,5   |
| LNST/ Doanh thu            | 11,3  | 7,8   | 4,9   | 4,9   |
| ROA                        | 22,1  | 11,8  | 8,2   | 8,0   |
| ROIC or RONA               | 33,6  | 24,2  | 17,0  | 15,0  |
| ROE                        | 35,5  | 26,4  | 17,4  | 15,3  |

|                           |      |      |      |      |
|---------------------------|------|------|------|------|
| <b>Hiệu quả hoạt động</b> |      |      |      |      |
| Vòng quay khoản phải thu  | 11,4 | 24,3 | 13,9 | 12,5 |
| Vòng quay hàng tồn kho    | 5,3  | 2,6  | 2,9  | 2,9  |
| Vòng quay khoản phải trả  | 8,8  | 6,0  | 6,1  | 5,2  |
| Vòng quay TSCĐ            | 13,9 | 11,7 | 6,3  | 6,2  |
| Vòng quay Tổng tài sản    | 1,9  | 1,5  | 1,7  | 1,6  |

|                            |     |     |     |     |
|----------------------------|-----|-----|-----|-----|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |     |     |     |     |
| Hiện hành                  | 2,2 | 1,4 | 1,2 | 1,4 |
| Nhanh                      | 1,4 | 5,4 | 4,5 | 3,8 |
| Tiền mặt                   | 0,9 | 0,3 | 0,1 | 0,1 |

|                           |      |       |       |      |
|---------------------------|------|-------|-------|------|
| <b>Cấu trúc tài chính</b> |      |       |       |      |
| Tổng nợ/ Vốn CSH          | 61,1 | 123,7 | 113,5 | 91,4 |
| Tổng nợ / Tổng tài sản    | 37,9 | 55,3  | 53,2  | 47,8 |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH    | 30,0 | 70,8  | 65,1  | 42,1 |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH      | 5,5  | 9,1   | 1,7   | 0,8  |

Đvt: tỷ đồng

| BẢNG CĐKT                         | 2009A        | 2010A          | 2011           | 2012E          |
|-----------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| Tiền                              | 55,6         | 197,2          | 51,5           | 59,5           |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn         | 161,5        | -              | -              | -              |
| Các khoản phải thu                | 114,0        | 68,6           | 142,1          | 147,9          |
| Tồn kho                           | 174,6        | 501,0          | 543,5          | 511,1          |
| Tài sản ngắn hạn khác             | 0,9          | 31,0           | 16,7           | 15,1           |
| <b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b> | <b>506,6</b> | <b>797,8</b>   | <b>753,8</b>   | <b>733,5</b>   |
| Tài sản cố định hữu hình          | 92,4         | 112,9          | 284,7          | 270,3          |
| Nguyên giá                        | 250,4        | 293,0          | 494,1          | 517,6          |
| Khấu hao                          | (158,0)      | (180,1)        | (209,4)        | (247,3)        |
| Tài sản cố định vô hình           | 1,1          | 29,7           | 29,0           | 28,0           |
| Nguyên giá                        | 18,6         | 49,3           | 49,5           | 49,5           |
| Khấu hao                          | (17,5)       | (19,6)         | (20,5)         | (21,5)         |
| Xây dựng cơ bản dở dang           | 43,9         | 160,8          | 116,2          | 100,0          |
| Bất động sản đầu tư               | -            | -              | -              | -              |
| Đầu tư tài chính dài hạn          | 0,3          | 0,3            | 0,3            | 0,3            |
| Tài sản dài hạn khác              | 25,6         | 2,0            | 3,0            | 3,2            |
| <b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>     | <b>163,3</b> | <b>305,7</b>   | <b>433,3</b>   | <b>401,8</b>   |
| <b>TỔNG TÀI SẢN</b>               | <b>669,9</b> | <b>1,103,4</b> | <b>1,187,1</b> | <b>1,135,3</b> |

|                                     |              |                |                |                |
|-------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>  | <b>230,1</b> | <b>564,3</b>   | <b>617,1</b>   | <b>532,6</b>   |
| Tiền hàng phải trả và ứng trước     | 22,9         | 99,8           | 128,4          | 131,4          |
| Khoản phải trả ngắn hạn khác        | 82,3         | 115,1          | 126,7          | 151,6          |
| Vay và nợ ngắn hạn                  | 124,9        | 349,4          | 362,0          | 249,6          |
| <b>Các khoản phải trong dài hạn</b> | <b>24,0</b>  | <b>45,9</b>    | <b>13,9</b>    | <b>9,7</b>     |
| Vay và nợ dài hạn                   | 22,9         | 45,1           | 9,4            | 4,7            |
| Khoản phải trả dài hạn khác         | 1,0          | 0,8            | 4,5            | 5,0            |
| <b>Tổng nợ</b>                      | <b>254,1</b> | <b>610,2</b>   | <b>631,0</b>   | <b>542,2</b>   |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>               | <b>404,8</b> | <b>480,7</b>   | <b>549,7</b>   | <b>593,1</b>   |
| Vốn đầu tư của CSH                  | 205,4        | 225,5          | 269,9          | 269,9          |
| Thặng dư vốn                        | 62,3         | 62,3           | 62,3           | 62,3           |
| Cổ phiếu ngân quỹ                   | (14,4)       | (14,4)         | (14,4)         | (14,4)         |
| Lợi nhuận giữ lại                   | 100,9        | 127,6          | 129,5          | 150,7          |
| Quỹ đầu tư và phát triển            | 34,3         | 58,7           | 77,2           | 95,6           |
| Quỹ dự phòng tài chính              | 15,5         | 21,0           | 25,2           | 29,0           |
| Khác                                | 0,9          | -              | -              | -              |
| <b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>   | <b>11,0</b>  | <b>12,5</b>    | <b>6,5</b>     | <b>-</b>       |
| <b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>         | <b>415,8</b> | <b>493,2</b>   | <b>556,2</b>   | <b>593,1</b>   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -            | -              | (0,0)          | -              |
| <b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>               | <b>669,9</b> | <b>1,103,4</b> | <b>1,187,1</b> | <b>1,135,3</b> |

|                                |              |              |             |              |
|--------------------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| <b>CHỈ SỐ CƠ BẢN</b>           | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> |
| SLCPDLH cuối năm (triệu cp)    | 20,5         | 22,6         | 27,0        | 27,0         |
| Giá thị trường cuối năm(VND)   | 48.500       | 40.400       | 14.300      | 20.700       |
| Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND) | 9.702        | 6.078        | 4.972       | 3.356        |
| Giá trị sổ sách (VND)          | 19.715       | 21.318       | 20.367      | 21.977       |
| Cổ tức (tiền mặt) VND          | 2.000        | 1.500        | 2.200       | 1.500        |
| P/E (x)                        | 5,0          | 6,6          | 2,9         | 6,2          |
| P/B (x)                        | 2,5          | 1,9          | 0,7         | 0,9          |
| Dividend Yield (%)             | 4,1          | 3,7          | 15,4        | 7,2          |

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

| Ngày phát hành | Loại báo cáo | Khuyến nghị | Giá tại ngày phát hành | Giá định giá |
|----------------|--------------|-------------|------------------------|--------------|
|----------------|--------------|-------------|------------------------|--------------|

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**