

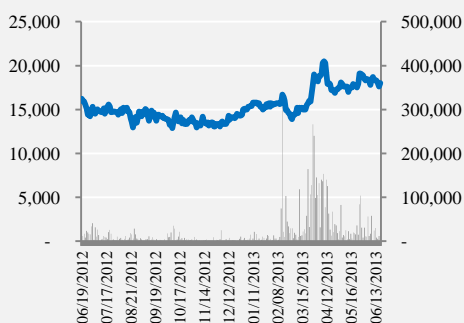
PAC [HSX] **NĂM GIỮ**
Giá mục tiêu* **21.200**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (19/06/2013)	VNĐ	18.000
Chênh lệch **	%	17,9%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	479
Số cp lưu hành	Triệu cp	26,6
Số cp được chuyển nhượng tự do	Triệu cp	3,2
Giá trị công ty	Tỷ đồng	703
Diễn biến (30 ngày)	%	2,86%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	28.867
Lĩnh vực	Hàng Tiêu Dùng	

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH



Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	2,86%	14,65%	23,40%
Vs VN- index	1,82%	11,92%	1,55%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3 914 6888

leduykhanh@baoviet.com.vn

Với triển vọng khá tích cực trong thời gian tới, LNST 2013 dự báo tăng 14% so với năm trước cùng với cổ tức tiền mặt luôn ổn định ở mức cao (15%-20%/mệnh giá) qua các năm, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PAC với **giá mục tiêu** đến cuối năm 2013 là **21.200 đ/cp** theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và P/E. Giá mục tiêu cao hơn 17,9% so với giá hiện tại (19/6/2013), P/E forward tương ứng là 7,84 lần. Kể từ cuối Q113, tình hình đang theo hướng khá thuận lợi cho PAC về nhiều mặt như giá nguyên liệu đầu vào giảm, sản lượng tiêu thụ tăng và lãi suất giảm. Sản phẩm ắc quy xe gắn máy và ô tô của PAC đang dần khẳng định được chất lượng và nhận được sự tin cậy cao từ khách hàng. Bên cạnh đó, PAC cũng đang bắt kịp trình độ công nghệ trong ngành nhờ các hợp đồng chuyển giao công nghệ, từ đó nâng cao chất lượng sản phẩm và tăng cường khả năng cạnh tranh. Đây chính là yếu tố tích cực nhất mà chúng tôi nhận thấy về triển vọng của PAC trong năm nay.

KQKD HỢP NHẤT Q113

Trong kỳ, PAC có sự cải thiện về doanh thu thuần và chi phí tài chính, tuy nhiên chi phí nguyên vật liệu sản xuất tăng và chi phí bán hàng tăng là nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận trong Q113 của PAC sụt giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt 10,7 tỷ (-14,7% yoy), tương đương EPS 401 đ/cp. Sau ba tháng đầu năm, PAC đã hoàn thành lần lượt 19,4% kế hoạch doanh thu thuần và 16,7% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của năm 2013.

DỰ BÁO KQKD Q213:

Doanh thu ước đạt 487 tỷ đồng, tăng 1,85% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế đạt 24,7 tỷ đồng, tăng 6,4 tỷ đồng, tương đương mức tăng 35% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí bán hàng.

TRIỂN VỌNG 2013

Với doanh thu được cải thiện nhờ tình hình tiêu thụ khả quan, các chi phí được kiểm soát tốt, chúng tôi dự báo LNTT năm 2013 của PAC đạt 97,4 tỷ đồng tăng 14,7% so với năm 2012, LNST đạt 73,1 tỷ đồng, tăng 14% so với năm 2012. EPS năm 2013 đạt 2.707 đồng/cp.

Chỉ tiêu	ĐVT	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	tỷ đồng	1.666	1.979	1.870	1.905
EBIT	tỷ đồng	166	139	107	106
EBITDA	tỷ đồng	190	175	164	164
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	130	97	64	73
EPS	đồng	5.775	3.589	2.377	2.707
Tăng trưởng EPS	%	-20%	-38%	-34%	13,9%
P/E	x	3,1	5,0	7,6	6,6
Cổ tức/thị giá	%	10,7%	2,1%	14,5%	11,1%
P/B	x	0,8	0,9	0,9	0,9

(Nguồn: PAC, BVSC dự báo)

KẾT QUẢ KINH DOANH HỢP NHẤT Q1/2013

Quý 1/2013 PAC đạt 362,3 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 5,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, doanh thu nội địa tăng 29,2 tỷ so với cùng kỳ, tương đương với mức tăng 11,2% và bù đắp cho mức sụt giảm 11,4% (9,3 tỷ đồng) từ mảng xuất khẩu. Doanh thu nội địa tăng chủ yếu nhờ đóng góp từ tăng trưởng sản lượng bán ra của ắc quy miễn bảo dưỡng (CMF) dành cho xe hơi (+ 15% yoy) và mặt hàng này đang đáp ứng tốt nhu cầu thị trường. Loại ắc quy CMF đã được PAC sản xuất từ cách đây vài năm, tuy nhiên chất lượng các năm trước không đảm bảo nên sản lượng tiêu thụ còn khá khiêm tốn. Hiện nay, nhờ hợp đồng chuyển giao công nghệ từ đối tác Nhật Bản, chất lượng CMF đã được nâng cao đáng kể và do đó gia tăng đơn đặt hàng. Theo chúng tôi đây là tín hiệu hết sức tích cực đối với PAC. Trong khi đó, như đã đề cập ở trên, doanh thu xuất khẩu đã giảm 11,4% so với cùng kỳ do PAC không chủ trương cạnh tranh về giá.

(ĐVT: tỷ đồng)	Q112	Q113	yoy (%)	yoy (tỷ đồng)
Doanh thu	342	362	5,8%	19,95
Nội địa	261	290	11,2%	29,21
Xuất khẩu	81	72	-11,4%	(9,26)

Lợi nhuận gộp biên giảm 1,6% yoy xuống còn 18,06% do giá chi tăng. Nguyên liệu chì (chiếm đến 70% giá vốn hàng bán) đã tăng mạnh trong quý 1, cùng với mức phí trả cho các đơn vị phân phối cũng tăng từ 110 USD/tấn lên 160 USD/tấn thì ước tính giá chi đưa vào sản xuất trong Q1/2013 của PAC là 2.410 USD/tấn (đã bao gồm phí cho đơn vị phân phối), cao hơn 11,7% so với giá chi đầu vào Q1/2012 ở mức 2.330 USD/tấn.

Hoạt động tài chính được cải thiện. Việc tắt toán toàn bộ các khoản vay dài hạn, lãi suất vay ngắn hạn giảm và tỷ giá ổn định đã giúp chi phí tài chính đã giảm khoảng 5,1 tỷ đồng trong khi doanh thu tài chính cũng tăng 1,3 tỷ đồng nhờ khoản tiền gửi tiết kiệm. Hoạt động tài chính trong kỳ giúp PAC giảm được 6,4 tỷ đồng chi phí so với cùng kỳ.

Chi phí bán hàng tăng 21,4% so với Q112 (7,2 tỷ đồng) do tăng các chương trình khuyến mãi để thúc đẩy doanh số. Tuy nhiên, mặc dù tăng so với cùng kỳ nhưng tỷ lệ chi phí bán hàng/DTT của Q113 chỉ ở mức 11,3%, đang trên đà giảm so với ba quý trước đó. Chi phí quản lý doanh nghiệp ổn định, giảm nhẹ 1,8% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận sau thuế đạt 10,7 tỷ, giảm 14,6% yoy. Mặc dù có sự cải thiện về doanh thu thuần và chi phí tài chính, tuy nhiên chi phí nguyên vật liệu sản xuất tăng và chi phí bán hàng tăng là nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận trong Q113 của PAC sụt giảm so với cùng kỳ. EPS đang ở mức 401 đ/cp.

Như vậy, sau ba tháng đầu năm, PAC đã hoàn thành lần lượt 19,4% kế hoạch doanh thu thuần và 16,7% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của năm 2013.

DỰ BÁO KQKD Q2/2013

Doanh thu thuần Q213 ước đạt 487 tỷ đồng, tăng 1,85% so với cùng kỳ.

Nếu không tính doanh thu ac quy hàng OEM cho Honda khoảng 21 tỷ đồng thì doanh thu của PAC trong quý 2 khoảng 466 tỷ đồng, giảm khoảng 2,5% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính là trong quý này PAC không đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi. Tuy nhiên, nếu so với quý trước thì doanh thu PAC (không bao gồm hàng OEM Honda) tăng đến 28,6% chủ yếu nhờ đóng góp từ tăng trưởng sản lượng của ắc quy miễn bảo dưỡng (CMF) dành cho xe hơi, chúng tôi cho rằng yếu tố này khá tích cực như đã đề cập ở phần trên.

Lợi nhuận gộp biên 20,35% giảm nhẹ so với cùng kỳ (20,92%), tuy nhiên tăng đáng kể so với quý trước (18,06%). Từ mức giá đỉnh trong vòng 1 năm là 2.448 USD/tấn vào ngày 05/2/2013, chì đã liên tục giảm giá và kể từ tháng 4 đến nay có xu hướng giữ quanh mốc 2.000 USD/tấn. Do đó, trong quý này PAC sẽ hưởng lợi đáng kể nhờ giá chì giảm và mở rộng biên lợi nhuận gộp.

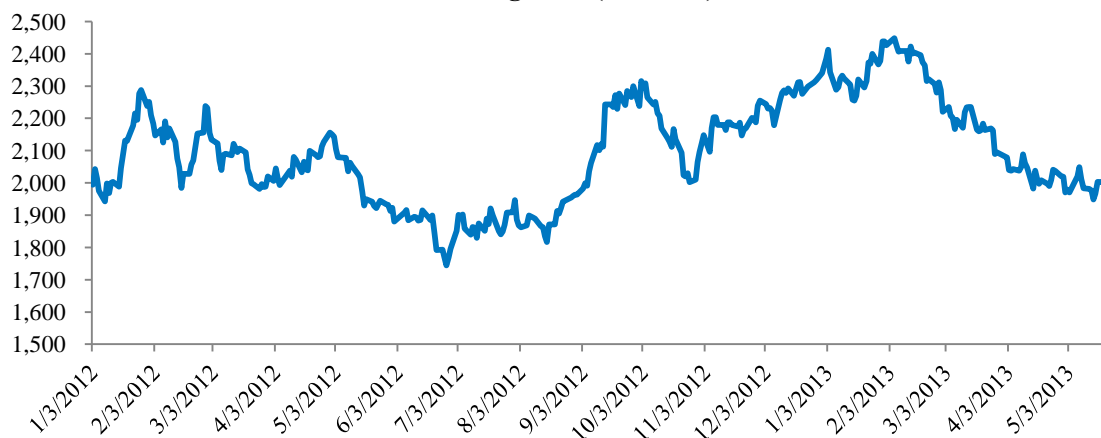
Lợi nhuận trước thuế đạt 24,7 tỷ đồng, tăng 6,4 tỷ đồng (+ 35% yoy) chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí bán hàng. Với chủ trương tiết giảm chi phí bán hàng thì trong quý này PAC vẫn áp dụng các chương trình khuyến mãi, quảng cáo tuy nhiên chi phí sẽ thấp hơn các năm trước, dự báo giảm 6,4 tỷ đồng, tương đương mức giảm 9,26% yoy. Chúng tôi dự báo đây chính là yếu tố chính giúp cải thiện lợi nhuận của PAC so với cùng kỳ.

TRIỂN VỌNG 2013

Với nhiều diễn biến mới có tác động tích cực tới PAC, chúng tôi đưa ra một số điều chỉnh về dự báo so với báo cáo phân tích cập nhật PAC đã phát hành trong tháng 3 năm 2013, cụ thể như sau:

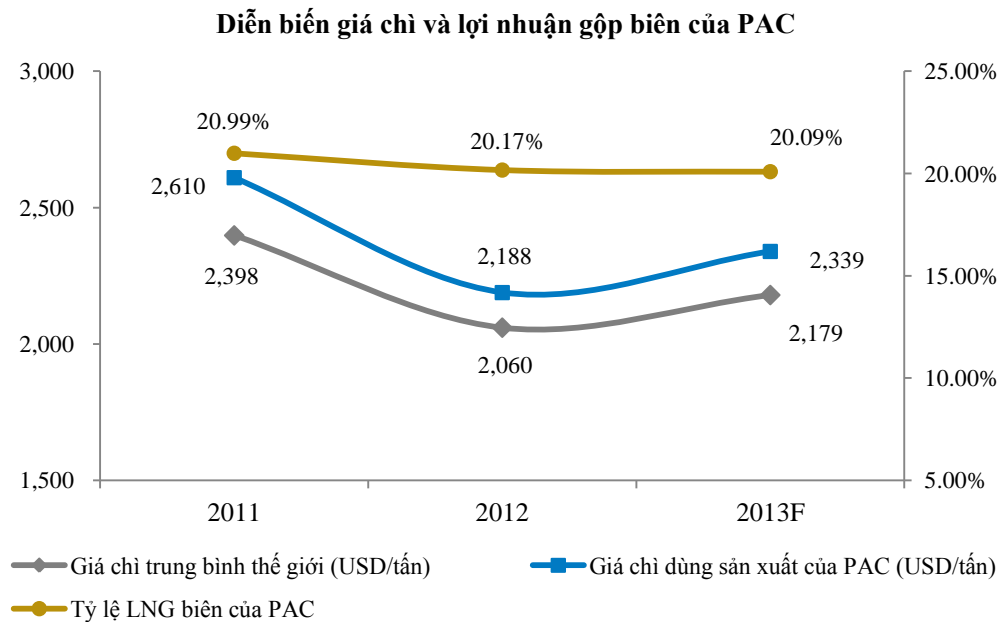
Diễn biến giá chì thuận lợi, tuy nhiên giá chì sản xuất thực tế dự báo tăng nhẹ. Sau thời gian tăng đột biến trong 2 tháng đầu năm 2013 do lo ngại về thiếu hụt nguồn cung thì giá chì bắt đầu giảm trở lại kể từ đầu tháng 3 sau biến cố đảo Sip và tiếp tục giảm cho đến nay khi nền kinh tế thế giới vẫn chưa hồi phục đáng kể. Trong tình hình nhu cầu tiêu thụ chì thế giới không tăng nhiều, chúng tôi dự báo giá chì sẽ tăng nhẹ trở lại và ổn định quanh mức 2.200 USD trong hai quý cuối của năm 2013. Bên cạnh đó, mức phí trả cho các đơn vị phân phối tăng từ 110 USD/tấn lên 160 USD/tấn như chúng tôi đã đề cập ở phần trên. Tính trung bình cả năm, giá chì đưa vào sản xuất của PAC dự báo khoảng 2.339 USD/tấn, cao hơn 6,89% so với giá chì đầu vào năm trước ở mức 2.188 USD/tấn.

Diễn biến giá chì (USD/tấn)



(Nguồn: LME)

Với giá chỉ đầu vào tăng nhẹ cùng với biên lợi nhuận từ cung cấp hàng OEM cho Honda có biên lợi nhuận khá thấp (khoảng 10%), chúng tôi dự báo **lợi nhuận gộp biên của PAC trong năm 2013 là 20,09%, giảm nhẹ so với mức 20,17% của năm 2012.**



(Nguồn: PAC, LME, BVSC dự báo)

Doanh thu 2013 tăng trưởng tốt chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ ắc quy nội địa tăng.

i. *Doanh thu nội địa (không bao gồm hàng OEM cung cấp cho Honda) ước tăng 5,6% so với năm 2012.* Trong đó, đóng góp chủ yếu vẫn đến từ ắc quy dùng cho xe gắn máy và xe hơi, đặc biệt là dòng ắc quy miễn bảo dưỡng, còn lại mảng ắc quy dân dụng sẽ không tăng mạnh. Mảng ắc quy dân dụng chiếm khoảng 17% doanh thu của PAC trong năm 2012 (tương đương 305,4 tỷ đồng). Mặc dù năm nay tình trạng thiếu điện được dự báo sẽ tiếp diễn, nhưng với tình hình mạng lưới điện quốc gia được cải thiện và Chính phủ ưu tiên cung cấp điện dân dụng, đặc biệt là vùng nông thôn, thì nhu cầu tiêu thụ ắc quy dân dụng cũng sẽ không tăng mạnh như mọi năm.

ii. *Doanh thu xuất khẩu giảm 11,4% tương đương với mức giảm trong Q113* do PAC chủ trương không cạnh tranh về giá bán, nên sản lượng xuất khẩu giảm.

iii. *Doanh thu ắc quy xe máy OEM cung cấp cho Honda khoảng 63 tỷ đồng trong năm 2013.* PAC bắt đầu cung cấp cho Honda từ tháng 4, mỗi tháng doanh thu khoảng 7 tỷ đồng (lợi nhuận gộp biên cho hợp đồng cung cấp này khoảng 10%), do đó đóng góp doanh thu cho cả năm 2013 khoảng 63 tỷ đồng.

Với giá chỉ có xu hướng giảm, PAC cũng sẽ **không tăng giá bán trong năm 2013**. Do đó, doanh thu tăng thêm chủ yếu đến từ tăng sản lượng tiêu thụ. **Dự báo doanh thu năm 2013 của PAC là 1.905 tỷ đồng, tăng 1,9% so với năm 2012. Tuy nhiên, nếu không tính doanh thu từ hàng quảng cáo trong năm 2012 thì doanh thu năm 2013 dự báo tăng 5,8%.**

Chi phí bán hàng dự báo giảm nhẹ trong năm 2013. Ban lãnh đạo PAC có chủ trương cắt giảm các chương trình khuyến mãi nhằm tiết giảm chi phí bán hàng so với năm trước. Ước tính, chi phí này sẽ giảm 4,8 tỷ đồng (-0,5% yoy), dẫn đến tỷ lệ CPBH/DTT trong năm 2013 dự báo giảm xuống còn 12,56%.

Chi phí tài chính dự báo cũng sẽ giảm khoảng 7 tỷ đồng nhờ đã tắt toán các khoản vay dài hạn, lãi vay thấp hơn năm trước. Mặc dù tỷ giá USD/VND có thể tăng khoảng 3% trong năm nay, nhưng nguồn USD thu về từ xuất khẩu của PAC tương đương với khoản tiền vay bằng USD nên chi phí chênh lệch tỷ giá không đáng kể.

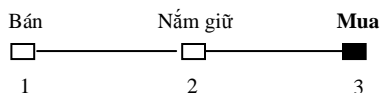
LNTT năm 2013 dự báo đạt 97,4 tỷ đồng, tăng 14,7% so với năm 2012. Với doanh thu được cải thiện nhờ tình hình tiêu thụ khả quan, các chi phí được kiểm soát tốt như phân tích ở trên, chúng tôi dự báo LNTT năm 2013 của PAC đạt 97,4 tỷ đồng (+14,7% yoy), LNST đạt 73,1 tỷ đồng (+14% yoy), tương đương EPS 2.707 đồng/cp.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Kể từ cuối Q113, tình hình đang theo hướng khá thuận lợi cho PAC về nhiều mặt như giá nguyên liệu đầu vào giảm, sản lượng tiêu thụ tăng và lãi suất giảm. Sản phẩm ắc quy xe gắn máy và ô tô của PAC đang dần khẳng định được chất lượng và nhận được sự tin cậy cao từ khách hàng. Bên cạnh đó, PAC cũng đang bắt kịp trình độ công nghệ trong ngành nhờ các hợp đồng chuyển giao công nghệ, từ đó nâng cao chất lượng sản phẩm và tăng cường khả năng cạnh tranh. Đây chính là yếu tố tích cực nhất mà chúng tôi nhận thấy về triển vọng của PAC trong năm nay. Với triển vọng khá tích cực trong thời gian tới, LNST 2013 dự báo tăng 14% so với năm trước cùng với cổ tức tiền mặt luôn ổn định ở mức cao (15%-20%/mệnh giá) qua các năm, chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PAC với giá mục tiêu đến cuối năm 2013 là 21.200 đ/cp theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và P/E. Giá mục tiêu cao hơn 17,9% so với giá hiện tại (19/6/2013), P/E forward tương ứng là 7,84 lần.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	T3/2013	15.200	Nắm Giữ
Báo cáo cập nhật	T6/2013	21.200	Mua

BÁO CÁO KẾT QUẢ HKKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	1.665.808	1.978.851	1.869.743
Lợi nhuận gộp	369.922	415.384	377.121
EBITDA	189.555	174.649	119.869
Khấu hao	23.438	35.198	57.003
EBIT	166.117	139.451	62.866
Lợi nhuận trước thuế	149.041	111.871	84.934
Chi phí thuế	18.805	15.032	20.799
Cổ đông thiểu số	-	(18)	(6)
Lợi nhuận ròng	130.236	96.856	64.141
EPS	5.775	3.589	2.377

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	197.242	51.478	83.685
Khoản phải thu	68.610	142.120	165.663
Hàng tồn kho	500.974	543.502	418.989
Khác	30.956	16.726	16.939
Tài sản ngắn hạn	797.782	753.826	730.276
Tài sản cố định	303.370	429.962	409.527
Đầu tư dài hạn	294	294	294
Khác	1.993	3.014	7.958
Tổng tài sản	1.103.439	1.187.096	1.148.055
Nợ phải trả	622.719	637.439	620.507
Vay ngắn hạn	349.422	361.971	292.690
Khoản phải trả	63.069	127.084	179.417
Khác	151.798	128.013	138.158
Nợ ngắn hạn	576.782	623.547	616.484
Nợ dài hạn	45.087	9.373	-
Nợ khác	850	4.519	4.023
Tổng nợ	622.719	637.439	620.507
Nguồn vốn chủ sở hữu	480.720	549.675	527.571
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	-	(18)	(23)

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số lượng CP	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	13.854.072	52,03 %
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	2.662.920	10,00 %
Vietnam Holding Ltd.	1.324.440	4,97 %

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(194.106)	(57.176)	144.461
Dòng tiền từ HKKD	(83.649)	67.046	316.963
Tiền chi mua sắm, xây dựng	(166.201)	(161.790)	(7.006)
Dòng tiền tự do	82.552	228.836	323.969
Thay đổi trong VCSH	0	0	0
Thay đổi trong nợ	983.781	1.112.631	1.315.210
Cổ tức phải trả	(43.395)	(10.156)	(70.252)
Dòng tiền ròng	142.017	(145.824)	32.207
Tiền mặt đầu kỳ	55.636	197.242	51.478
Tiền mặt cuối kỳ	197.242	51.478	83.685

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	11,4%	8,8%	6,4%
Biên lợi nhuận hoạt động	8,8%	5,6%	4,5%
Biên lợi nhuận ròng	7,8%	4,9%	3,4%
ROAA	14,7%	8,5%	5,5%
ROEA	29,4%	18,8%	11,9%
Tăng trưởng doanh thu	27,7%	18,8%	-5,5%
Tăng trưởng LNST	-16,0%	-24,9%	-24,1%
Tăng trưởng doanh thu /cp	16,3%	-0,7%	-5,5%
Tăng trưởng EPS	-19,7%	-37,9%	-33,8%
Tăng trưởng tổng tài sản	64,7%	7,6%	-3,3%
Tỷ số thanh toán lãi vay	7,73	3,06	(4,85)
Nợ trên tổng tài sản	0,56	0,54	0,54
Nợ trên vốn chủ sở hữu	1,30	1,16	1,18
Doanh thu/tài sản	1,51	1,67	1,63
Capex/Doanh thu	0,01	0,02	0,03
EPS cơ bản (VND)	5.775	3.589	2.377
EBITDA mỗi cp (VND)	6.891	4.428	6.077
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	1.924	376	2.603
Giá trị sổ sách (VND)	21.318	20.368	19.548

CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999