

MUA

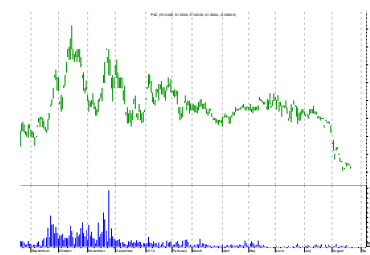
Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

Đặng Thị Kim Thoa
thoa.dang@kimeng.com.vn
 (844) 2221 2208 – ext. 164

Giá 51.500
Mục tiêu 66.600
VN Index 454,8

Biểu đồ giá



% thay đổi	1T	3T	6T
Giá PAC	(20,8)	(25,9)	(25,9)
So với Index	(11,8)	(18,0)	(17,5)

Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	PAC
Vốn hóa TT (tỷ VND)	
Cao nhất 52 tuần(VND)	120.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50.500
Số lượng CP (triệu)	
GTGD bq 3T (tỷ VND)	358,6
Tỷ lệ giao dịch tự do (%)	
Cổ đông lớn (%)	
TCTy hóa chất VN	46,8
KITM	7,1
VN Holding	4,5

Chỉ số cơ bản

ROE (%)	31,3
Nợ ròng/VCSH (%)	TM ròng
NTA (VND)	19.094
Khả năng trả lãi vay (x)	26,6

Pinaco

Không ngừng vươn xa

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về Pinaco (PAC) với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **66.600 đồng/cổ phiếu** dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF).

Pinaco - Công ty sản xuất Pin, Ấc quy hàng đầu Việt Nam

Với thương hiệu uy tín trên 25 năm và năng lực sản xuất lớn nhất hiện nay, Pinaco là công ty pin và ắc quy hàng đầu Việt Nam, nắm giữ hơn 50% thị phần. Sản phẩm Pinaco được sử dụng rộng rãi trong nhiều lĩnh vực từ dân dụng đến công nghiệp. Đặc biệt, do đặc tính sản phẩm cũng như rào cản gia nhập ngành sẽ giúp Pinaco có nhiều lợi thế để duy trì vị thế dẫn đầu của mình trên thị trường.

Không ngừng vươn xa

Pinaco xây dựng được hệ thống phân phối sâu rộng, bao trùm khắp các vùng miền trên cả nước, với 211 đại lý và nhà phân phối cùng trên 20.900 điểm bán hàng. Sản phẩm Pin và Ấc quy của Pinaco được tiêu thụ rộng khắp các tỉnh thành trong nước với 50% thị phần. Ngoài ra, Pinaco còn mở rộng thị trường tiêu thụ sang một số nước trên thế giới, trong đó các thị trường chính gồm: Campuchia, Trung Đông, Brunei, Hong Kong, Nigeria, Algeria, Ai Cập, Arap Saudi, Yemen, Myanmar...

Tài chính lành mạnh

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của Pinaco luôn ở mức thấp, nhỏ hơn 100%. Theo đó, chỉ số thanh toán hiện hành của công ty rất cao, và không ngừng được cải thiện từ 1,45 lần của năm 2006 lên 2,2 lần của năm 2009. Khả năng đáp ứng nghĩa vụ trả nợ tốt của Pinaco còn được thể hiện thông qua hệ số thanh toán nhanh là 0,6 lần trong năm 2006 và 1,4 lần trong năm 2009. Hơn nữa, vòng quay khoản phải thu của Pinaco duy trì ổn định trong vòng 75 ngày trong suốt những năm 2006 đến 2009.

Dự phóng

Doanh thu sáu tháng của Pinaco đạt được 798,1 tỷ đồng, tăng gần 21,0% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế sáu tháng là 61,9 tỷ đồng, giảm hơn 56,2% so với cùng kỳ năm 2009, chủ yếu do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng. Do sự tăng giá chỉ trong năm 2010 so với 2009, chúng tôi dự báo chi phí đầu vào của Pinaco cũng sẽ tăng nhẹ khoảng 4,0%. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của Pinaco trong năm 2010 đạt khoảng 1.461,4 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 109,4 tỷ đồng.

Kết thúc năm TC 31/12	2007	2008	2009	2010E	2011F
Doanh thu (tỷ VND)	989,8	1241,2	1304,8	1461,4	1636,7
LN trước thuế (tỷ VND)	81,5	165,1	271,7	248,4	278,2
LN ròng (tỷ VND)	44,9	77,8	147,8	109,4	144,8
EPS (VND)	2.719	3.933	8.328	5.348	5.830
Tăng trưởng EPS (%)	107,9	44,6	111,8	(35,8)	9,0
PER (x)	18,9	13,1	6,2	9,6	8,8
EV/EBITDA (x)	6,2	6,4	3,9	4,3	3,3
Yield (%)	-	2,9	5,8	2,9	2,9

Tiêu điểm đầu tư

Công ty sản xuất Pin, Ấc quy hàng đầu Việt Nam

Gần 25 năm sau ngày thành lập, Pinaco đã xây dựng những thương hiệu được người tiêu dùng tin dùng như: Pin Con Ó, Pin Đồng Nai... Sản phẩm của công ty được đánh giá là hàng Việt Nam chất lượng cao trong 11 năm liền. Ngoài ra, Pinaco quản lý chất lượng sản phẩm theo ISO 9001:2000. Sản phẩm của Pinaco được chia thành các loại chính: Ấc quy kín, Ấc quy Ôtô, Ấc quy xe gắn máy, Ấc quy dân dụng, Pin Zinc-Cacbon.

Pinaco xây dựng được hệ thống phân phối sâu rộng, bao trùm khắp các vùng miền trên cả nước, với 211 đại lý và nhà phân phối cùng trên 20.900 điểm bán hàng. Sản phẩm Pin và Ấc quy của Pinaco được tiêu thụ rộng khắp các tỉnh thành trong nước với 50% thị phần. Ngoài ra, Pinaco còn mở rộng thị trường tiêu thụ sang một số nước trên thế giới, trong đó các thị trường chính gồm: Campuchia, Trung Đông, Brunei, Hong Kong, Nigeria, Algeria, Ai Cập, Arap Saudi, Yemen, Myanmar...

Năng lực sản xuất lớn nhất hiện nay

Pinaco đang vận hành 3 nhà máy, trong đó 1 nhà máy sản xuất Pin với công suất là 280 triệu viên và 2 nhà máy sản xuất Ấc quy với công suất năm 2009 là 1,2 triệu kwh.

Hình 1: Công suất nhà máy sản xuất Pin

TT	Chủng loại	Công suất (viên/năm)
1	Pin R20	100,000,000
2	Pin R14	10,000,000
3	Pin R6	150,000,000
4	Pin R03	20,000,000
Tổng cộng		280,000,000

Nguồn: Pinaco, Kimeng

Công suất của hai nhà máy Ấc quy hiện tại là 1.200.000 kwh. Trong năm 2010, để đáp ứng nhu cầu ngày càng cao, Pinaco tiếp tục nâng cấp 10% công suất của hai nhà máy sản xuất Ấc quy trong khi chờ đưa nhà máy mới đi vào hoạt động. Dự kiến, nhà máy Nhơn Trạch (giai đoạn 1) có công suất là 600.000 kwh và sẽ được chạy thử vào quý 4 năm nay. Được biết dự án nhà máy Nhơn Trạch được chia thành ba giai đoạn với tổng công suất là 2,0 triệu kwh.

Hình 2: Năng lực sản xuất của hai nhà máy Ấc quy qua các năm

Năm	Công suất (Kwh)
1990	48.000
2000	400.000
2008	1.000.000
2009	1.200.000
2010E	1.900.000

Nguồn: Pinaco, Kimeng

Nhìn chung, quy mô của các công ty sản xuất Ấc quy trong nước như Tia Sáng và Vĩnh Phú nhỏ hơn hẳn so với Pinaco, trong đó năng lực sản xuất của Tia sáng là 325.000 kwh và của Vĩnh Phú chỉ vào khoảng 72.000kwh. Ngoài ra, nhà máy sản xuất của hai công ty này đặt tại miền bắc trong khi Pinaco đặt tại miền Nam. Đây là một lợi thế cho Pinaco để chiếm lĩnh thị trường miền Nam.

So với sản phẩm của các công ty nước ngoài như GS (của Nhật), Globe (Đài Loan), chất lượng sản phẩm của Pinaco tương đương chất lượng của các hàng nhập ngoại. Tuy nhiên, Pinaco đã đưa ra được một mức giá cạnh tranh nên sản phẩm của Pinaco vẫn là một lựa chọn của người tiêu dùng trong nước.

Sản phẩm của Pinaco được sử dụng rộng rãi trong nhiều lĩnh vực

Pin vàẮc quy được xem là sản phẩm thiết yếu trong cuộc sống hằng ngày của người dân. Nhu cầu về các sản phẩm Pin R6, R03 (AAA) ngày càng cao, mức tiêu thụ tăng mạnh, đặc biệt tại các đô thị vì nó gắn liền với việc sử dụng các thiết bị gia đình hàng ngày (máy tính bỏ túi, máy ảnh, remote điều khiển thiết bị điện tử, máy nghe nhạc, đồ chơi trẻ em...). Trong khi đó, các loạiẮc quy kín vàẮc quy Hybrid lại là sản phẩm không thể thiếu cho việc vận hành các phương tiện vận tải (xe hơi, xe máy, tàu...). Pinaco đã chia sản phẩmẮc quy phục vụ cho các loại phương tiện vận tải thành hai mảng khác nhau: mảng thị trường thay thế và mảng thị trường OEM.

Mảng thị trường thay thế thường là dòng sản phẩm được người sử dụng các phương tiện vận tải dùng để thay thế cho các bìnhẮc quy đã bị hỏng hoặc hết vòng đời sử dụng (thông thường là 2 năm). Do đó, doanh thu mảng hoạt động này của Pinaco duy trì ổn định và ngày càng tăng thêm nếu tình hình tiêu thụ các loại phương tiện vận tải (ô tô, mô tô ...) tăng lên.

Mảng thị trường OEM được hiểu là dòng sản phẩmẮc quy mà Pinaco cung cấp trực tiếp cho các hãng chế tạo ô tô, mô tô như là một thiết bị ban đầu trong sản xuất sản phẩm của các công ty này. Vì vậy, sự biến động của số lượng ô tô, xe máy bán ra trong nước sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu mảng OEM của Pinaco.

Ngoài ra, còn có những loại sản phẩmẮc quy gắn liền với nhu cầu tiêu thụ cá nhân cũng như phục vụ cho sự tăng trưởng của nền kinh tế nói chung, nền công nghiệp và viễn thông nói riêng như:Ắc quy chì – thiết bị cung cấp nguồn máy tính (UPS),Ắc quy trạm,Ắc quy viễn thông....

Triển vọng ngành

Chúng tôi tin rằng triển vọng ngành sẽ tươi sáng hơn nữa nhờ các yếu tố thuận lợi sau đây:

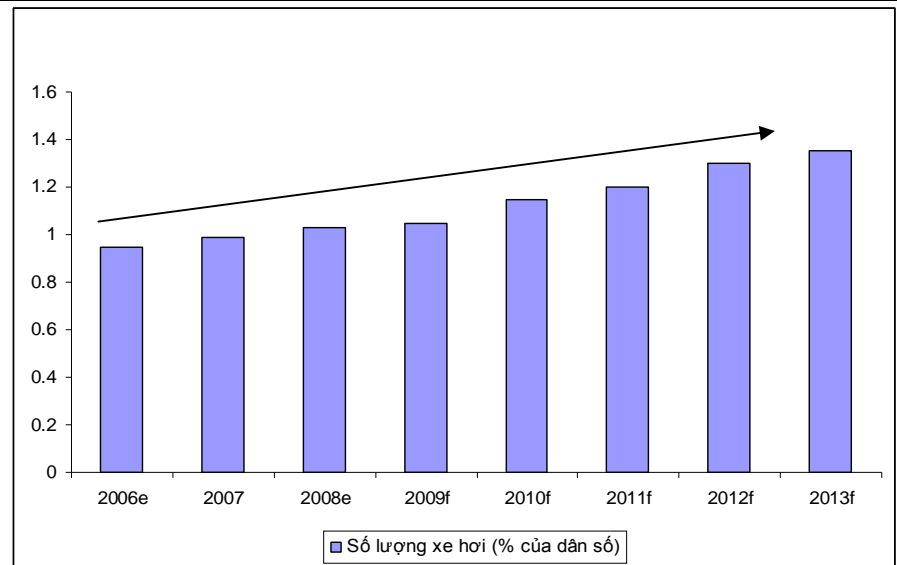
Nhu cầu về các thiết bị điện tử ngày càng cao: Việt Nam có hơn 86 triệu dân và là nước có kết cấu dân số trẻ với 60% dân số dưới 35 tuổi. Đây là nhóm tuổi có sức tiêu thụ về các thiết bị điện tử cao hơn hẳn các nhóm tuổi khác. Theo báo cáo quý 2/2010 về hàng điện tử gia dụng Việt Nam của "companiesandmarkets.com", quý 4/2009 hàng điện tử bán chạy nhất do các công ty đua nhau khuyến mãi và giảm giá, với nhiều mặt hàng giảm giá tới 50%. Trang mạng này cũng dự báo thị trường hàng điện tử gia dụng Việt Nam sẽ tăng khoảng 11%/năm từ nay cho đến hết năm 2014 với doanh thu đạt khoảng 4,3 tỷ USD vào năm 2010 và 6,6 tỷ USD vào năm 2014. Vì thế, nhu cầu về cả hai dòng sản phẩm gồm Pin vàẮc quy cũng gia tăng do cả Pin vàẮc quy là sản phẩm phụ trợ cần thiết cho ô tô, xe máy và đặc biệt cho các thiết bị điện tử thông dụng. Được biết, nhu cầu các loạiẮc quy ô tô vàẮc quy dân dụng đang tăng trưởng rất mạnh, dự báo tăng 50% trong năm 2011.

Viễn thông phát triển: Người Việt Nam có thu nhập bình quân đầu người thuộc loại thấp trên thế giới nhưng rất mạnh tay trong khoảng chi tiêu cho các mặt hàng điện tử và các thiết bị viễn thông. Trong năm 2009, điện thoại di động chiếm khoảng 39% trong chi tiêu vào hàng điện tử dân dụng tại Việt Nam. Dự báo số người sử dụng điện thoại di động sẽ tăng 256% trong năm năm tới nên doanh thu điện thoại loại này có thể tăng với tốc độ 11%/năm, lên đến 2,3 tỷ USD vào cuối năm 2014. Với tốc độ phát triển nhanh như vậy, nhu cầuẮc quy cho các trạm phát sóng là rất lớn. Do đó, chúng tôi tin rằng miếng bánh thị phần cho sản phẩmẮc quy trạm còn rất lớn. Đây là cơ hội tuyệt vời cho một công ty sản xuấtẮc quy hàng đầu Việt Nam là Pinaco khai thác và chiếm lĩnh thị trường.

Lượng ô tô và xe máy đăng ký không ngừng tăng lên: Hiện TP. HCM có 4,1 triệu xe gắn máy và bình quân mỗi năm TP. HCM có thêm 300.000-350.000 chiếc được đăng ký mới. Tương tự Hà Nội có 3,5 triệu xe gắn máy đang lưu thông và dự báo tiếp tục tăng 10-12%/năm. Theo thống kê, Việt Nam là nước xếp hàng thứ ba về số lượng xe máy lưu thông trên đường, chỉ sau Trung Quốc và Indonesia. Chúng tôi tin rằng việc tăng số lượng xe gắn máy sẽ tiếp tục diễn ra trên khắp tỉnh thành cả nước trong thời gian tới, chủ yếu do việc gia tăng của cầu ở vùng nông thôn. Hơn nữa, các loại xe tay ga hiện đang rất thịnh hành tại Việt Nam, dần thay thế cho các loại xe số truyền thống. Vì vậy, các công ty sản xuất Ác quy có thể chuyển dần phát triển các loại sản phẩm Ác quy kín và Ác quy hybrid để đa dạng hóa sản phẩm, trước mắt đáp ứng các nhu cầu thay thế Ác quy của xe gắn máy cao cấp như Spacy, Attila...

Về thị trường xe ô tô, số lượng xe ô tô của Việt Nam còn khá khiêm tốn so các nước trên thế giới do phương tiện đi lại chính của người dân là xe gắn máy. Hiện nay cả nước có khoảng 1.606.546 ô tô đã được đăng ký. Cùng với những cải thiện trong hệ thống giao thông và thu nhập của người dân, số lượng xe ô tô đăng ký sẽ không ngừng tăng lên hàng ngày. Vì vậy, có thể tin tưởng vào tiềm năng phát triển hơn nữa về doanh thu của “Ác quy kín” trong tương lai không xa.

Hình 3: Số lượng ô tô đăng ký



Nguồn: BMI, Kimeng

Tích trữ nguồn nguyên liệu – triển vọng tương lai: Các nước đang tích cực nghiên cứu để tìm ra nguồn điện năng mới vừa phục vụ cho sản xuất và tiêu dùng vừa phải thân thiện với môi trường như: các nguồn điện từ mặt trời, sức gió, khí gas... Một ví dụ về sản phẩm này đang được các nước nghiên cứu mang tên: “Biến năng lượng gió thành hydro”. Dự án này ghép nối tuabin gió với các bộ điện phân, đưa dòng điện phát ra từ năng lượng gió qua nước để tách chất lỏng này thành hydro và oxy. Các nhà nghiên cứu có kế hoạch tích trữ hydro và sử dụng khí này để phát điện nhờ động cơ đốt trong hoặc Pin nhiên liệu. Các dự án này được đưa vào sản xuất sẽ mang lại cho ngành Pin một bước phát triển mới, đặc biệt là Việt Nam.

Việt Nam đang chịu sự ảnh hưởng mạnh mẽ của sự nóng lên của khí hậu toàn cầu. Theo đó, Việt Nam đang gánh chịu việc thiếu điện nghiêm trọng trong mùa hè do thiếu nước để sản xuất điện. Hơn nữa, tốc độ tăng trưởng GDP của Việt Nam thuộc hàng cao trên thế giới với trung bình 7,0%/năm nhưng nguồn điện sản xuất trong nước chưa đáp ứng kịp sự tăng trưởng đó. Vì thế, chính phủ sẽ hướng các

hộ gia đình, thấp sáng công cộng chuyển dịch sang khai thác các nguồn điện từ năng lượng mặt trời, điện sinh học, điện từ sức gió, khí gas... để ưu tiên cho sản xuất công nghiệp, khi đó giải pháp tích trữ năng lượng sẽ có cả một thị trường rộng lớn.

Cầu đang vượt cung: Tổng hợp các thông tin nghiên cứu thị trường thì dung lượng tiêu thụ Ấc quy của Việt Nam năm 2008 khoảng 1.750.000 KWh trong khi đó, năng lực sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam hiện nay ước đạt khoảng 1.250.000 KWh. Như vậy, cuối năm 2007 đến đầu năm 2008, chúng ta thiếu khoảng 525.000 KWh. Sản lượng thiếu này sẽ tăng lên theo đà tăng trưởng của thị trường ô tô và xe máy, đến năm 2015 thị trường sẽ thiếu khoảng hơn 1.000.000 Kwh. Với tốc độ tăng trưởng như trên, mức cầu về dung lượng Ấc quy sẽ vượt mức 2.100.000KWh vào năm 2010 và 3.300.000Kwh vào năm 2015.

Khả năng gia nhập ngành rất thấp: Pin và Ấc Quy thuộc ngành điện hóa. Vì vậy việc đầu tư sản xuất đòi hỏi một nguồn vốn đầu tư lớn, khép kín; công nghệ và thiết bị chuyên ngành, chuyên môn sâu và có nhiều kinh nghiệm thực tế, bởi thế, khả năng gia nhập ngành cho các công ty trong nước là rất thấp.

Triển vọng lợi nhuận

Là nhà phân phối cho các công ty điện tử và lắp ráp sản xuất ô tô nổi tiếng

Pinaco đã xây dựng được thương hiệu đáng tin cậy với chất lượng sản phẩm tốt. Do đó, Pinaco đã trở thành nhà cung cấp Ấc quy cho các hãng lắp ráp xe ô tô sản xuất trong nước như: Ford, Hyundai, Suzuki, Mercedes, Trường Hải, Chiến Thắng... Ngoài ra, Pinaco cũng là nhà cung cấp duy nhất sản phẩm về Pin như Pin R03 cho các công ty điện tử nổi tiếng trên thế giới hiện có nhà máy ở Việt Nam như: Samsung Vina, DaeWoo, Hanel, Belco, ...

Hệ thống phân phối sâu rộng

Pinaco xây dựng được hệ thống phân phối sâu rộng, bao trùm khắp các vùng miền trên cả nước, với 211 đại lý và nhà phân phối cùng trên 20.900 điểm bán hàng. Riêng trong năm 2009, Pinaco đã phát triển thêm 6 đại lý và tiếp cận thêm 5.000 điểm bán khác. Trong khi đó, các công ty trong nước khác có quy mô nhỏ lẻ nên chỉ chú trọng phát triển bán hàng tại những vùng lân cận. Đây là lợi thế cạnh tranh của Pinaco so với các công ty khác khi thực hiện chiến lược kinh doanh tại thị trường trong nước.

Thị trường tiêu thụ rộng lớn

Sản phẩm Pin và Ấc quy của Pinaco được tiêu thụ rộng khắp các tỉnh thành trong nước với 50% thị phần, trong đó thị trường miền trung đóng góp 15% của doanh thu, thị trường miền Bắc là 25% doanh thu và dẫn đầu là thị trường miền Nam với 60% của doanh thu. Ngoài ra, Pinaco còn mở rộng thị trường tiêu thụ sang một số nước trên thế giới, trong đó các thị trường chính gồm: Campuchia, Trung Đông, Brunei, Hong Kong, Nigeria, Algeria, Ai Cập, Arap Saudi, Yemen, Myanmar...

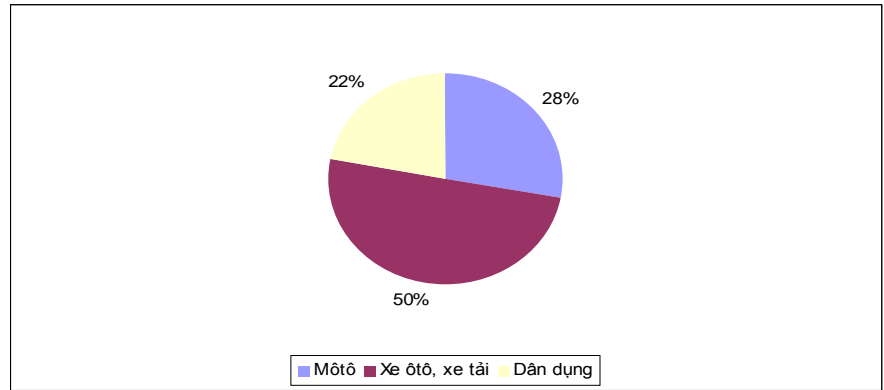
Pin sẽ đóng góp nguồn thu ổn định cho Pinaco

Sản phẩm Pin của Pinaco chỉ chiếm khoảng 10% - 15% doanh thu với công suất 280 triệu/viên. Pinaco sản xuất đủ các chủng loại Pin với nhiều nhãn hiệu được người tiêu dùng tin dùng như: Pinaco, Pin Con Ó, Pin Con Thỏ... Mặc dù nhà máy sản xuất Pin đã hoạt động tối đa công suất, nhưng Pinaco vẫn chưa có kế hoạch mở rộng sản xuất các loại sản phẩm về Pin. Lý do là sản phẩm Pin trên thị trường hiện nay, gồm nhiều chủng loại kể cả nhãn hiệu nước ngoài như: Toshiba, Engineer, Duracell,... đủ đáp ứng nhu cầu tiêu dùng của người dân. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ đóng góp cho Pinaco nguồn thu khoảng 200 tỷ đồng mỗi năm.

Mảng thị trường thay thế giữ vai trò chủ đạo cho sự tăng trưởng

Sản phẩm Ấc quy cho mảng thị trường thay thế vẫn là động lực chính giúp Pinaco tăng trưởng trong dài hạn. Với việc đưa nhà máy Nhơn Trạch đi vào hoạt động trong quý 4 năm 2010, tổng công suất của các nhà máy Ấc quy sẽ tăng thêm 600.000kwh nhằm đáp ứng hơn nữa nhu cầu ngày càng tăng của người dân. Từ đó, dự báo Pinaco sẽ đạt được mức tăng trưởng doanh thu trung bình 12%/năm trong thời gian tới. Trong hơn bốn tháng đầu năm 2010, Pinaco đạt mức tăng trưởng doanh thu Ấc quy cho xe ô tô là 40% và mô tô là 3%.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu của các loại Ấc quy



Nguồn: dữ liệu công ty, Kimeng

Mặc dù Pinaco chiếm trên 80% thị phần về mảng OEM - thị trường cung cấp cho các hãng lắp ráp xe ô tô sản xuất trong nước nhưng doanh thu từ mảng này chỉ đóng góp 3,7% tổng doanh thu của Pinaco. Trong khi đó, mảng thị trường thay thế chỉ chiếm 50% thị phần trong nước nhưng đóng góp 69,4% tổng doanh thu. Trong năm qua, sản phẩm Ấc quy phục vụ cho mảng thị trường thay thế liên tục tăng trưởng đều trong các quý với mức tiêu thụ trung bình tăng 22%. Điều này cho thấy mảng thị trường thay thế là phân khúc thị trường chủ đạo, giúp giữ vững sự tăng trưởng cho Pinaco.

Chi phí khấu hao được dự báo tăng

Trong năm 2007, Pinaco đã hoàn thành việc khấu hao nhà máy sản xuất Pin và 2 nhà máy sản xuất Ấc quy nên chi phí khấu hao của Pinaco luôn ở mức thấp. Tuy nhiên, sau khi đưa nhà máy Ấc quy Nhơn Trạch giai đoạn 1 vào hoạt động cuối năm 2010, Pinaco sẽ phải thực hiện khấu hao thiết bị của nhà máy, do vậy chi phí khấu hao được dự báo sẽ tăng trung bình 52 tỷ đồng/năm.

Tài chính lành mạnh

Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của Pinaco luôn ở mức thấp, nhỏ hơn 100%. Theo đó, chỉ số thanh toán hiện hành của công ty rất cao, và không ngừng được cải thiện từ 1,45 lần của năm 2006 lên 2,2 lần của năm 2009. Khả năng đáp ứng nghĩa vụ trả nợ tốt của Pinaco còn được thể hiện thông qua hệ số thanh toán nhanh là 0,6 lần trong năm 2006 và 1,4 lần trong năm 2009. Hơn nữa, vòng quay khoản phải thu của Pinaco duy trì ổn định trong vòng 75 ngày trong suốt những năm 2006 đến 2009.

Ngoài ra, Pinaco đang nắm giữ tiền mặt rủng rủ nguồn lực để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất kinh doanh. Tính đến cuối quý 2 năm 2010 PAC đang có 57,6 tỷ đồng tiền mặt.

Mô hình phân tích Dupont bên dưới cho thấy các tác động của vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính không có nhiều thay đổi trong những năm qua, nhưng biến động của lợi nhuận biên ròng đã giúp cải thiện mạnh ROE từ 16,5% trong năm 2007 lên 46,2% trong năm 2009.

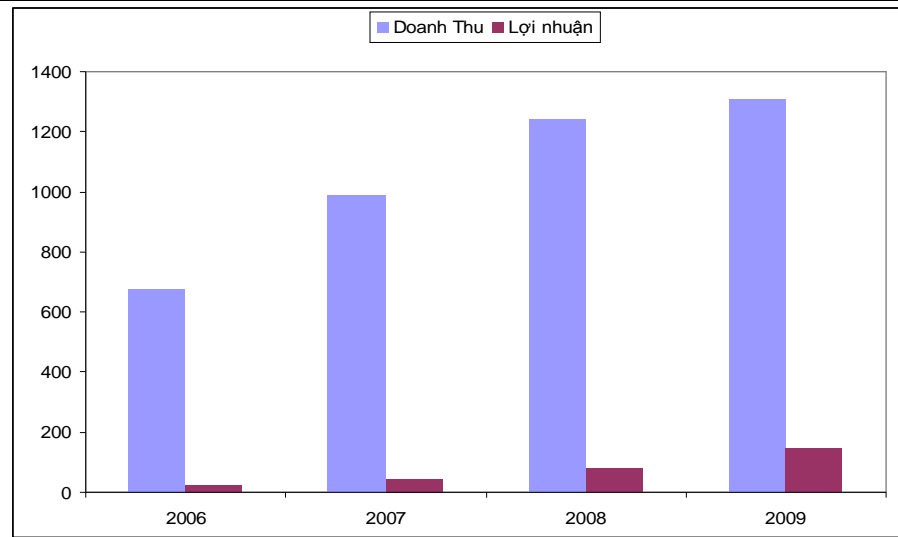
Hình 5: Mô hình phân tích Dupont

Năm	2006	2007	2008	2009
Lợi nhuận ròng biên (%)	3,0	4,5	6,3	11,3
Vòng quay tài sản	2,5	2,8	2,6	2,2
Đòn bẩy tài chính	2,2	1,9	1,7	1,8
ROE (%)	16,4	24,0	27,1	46,2

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kimeng

Giữ vững tăng trưởng dù kinh tế thế giới bất lợi

Năm 2009, số lượng xe hơi bán ra của thế giới sụt giảm nghiêm trọng do người dân phải thắt lưng buộc bụng để đương đầu với những khó khăn trong cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới. Trái ngược với thế giới, thị trường xe hơi của Việt Nam lại sôi động nhờ chính sách giảm thuế trước bạ. Hơn nữa, mảng thị trường thay thế mới chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu. Vì thế, Pinaco vẫn đã đạt được mức tăng trưởng doanh thu nhẹ là 5% so với năm 2008, nhưng lợi nhuận của Pinaco tăng mạnh gần 90,0% do giá chi (nguyên liệu chính) giảm mạnh so với năm 2008. Trong những năm qua, lợi nhuận biên gộp đã được cải thiện đáng kể từ 13,4% trong năm 2006 lên 28,8% trong năm 2009.

Hình 6: Doanh thu và lợi nhuận của PAC qua các năm

Nguồn: dữ liệu công ty, Kimeng

Lợi nhuận những tháng đầu năm 2010 giảm do giá chi tăng

Trong những tháng đầu năm 2010, nước ta rơi vào tình trạng cúp điện luân phiên do thiếu điện trầm trọng. Kéo theo đó, nhu cầu về các sản phẩm có chức năng sạc điện như quạt sạc, đèn sạc cũng không ngừng tăng, nên doanh thu của Pinaco cũng tăng cao. Trái ngược năm 2009, doanh thu sáu tháng của Pinaco đạt được 798,1 tỷ đồng, tăng gần 21,0% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế sáu tháng là 61,9 tỷ đồng, giảm hơn 56,2% so với cùng kỳ năm 2009, chủ yếu do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao.

Dự phóng

Chúng tôi kỳ vọng Pinaco sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình là 12%/năm trong vòng 4 năm tới. Dự báo này dựa trên mức doanh thu tăng thêm do việc tăng công suất thêm khoảng 700.000 KWh sau khi thực hiện nâng cấp các thiết bị của nhà máy cũ và đưa nhà máy Nhơn Trạch (giai đoạn 1) đi vào hoạt động. Ngoài ra, do

sự tăng giá chì trong năm 2010 so với 2009, chúng tôi dự báo chi phí đầu vào của Pinaco cũng sẽ tăng nhẹ khoảng 4,0%. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu của Pinaco trong năm 2010 đạt khoảng 1.461,4 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế là 109,4 tỷ đồng. Dựa trên kết quả dự báo, lợi nhuận biên trong năm nay sẽ thấp hơn so với năm 2009 là 3,0%.

Hình 7: Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu	1304,8	1461,4	1636,7	1833,1
Giá vốn	929,1	1.096,0	1227,5	1374,8
LNTT	177,5	125,1	165,4	206,4
LNST	147,8	109,4	144,8	154,8
EPS	6.660	5.130	5.592	6.977
P/E	9,8	12,8	11,7	9,4

Nguồn: Kimeng dự báo

Mở rộng hoạt động sang đầu tư bất động sản

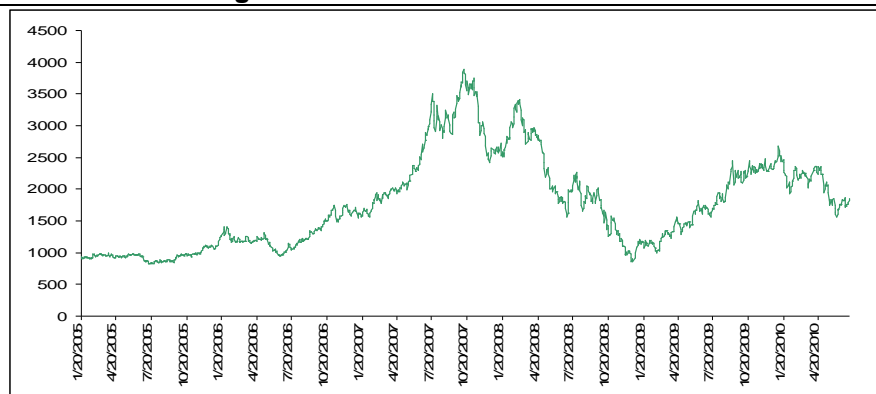
Pinaco sẽ hợp tác với Vinafood, Vietcomreal cùng triển khai xây dựng khu phức hợp (trung tâm thương mại, cao ốc văn phòng, căn hộ cao cấp) trên hai lô đất đường Gia Phú và Đại lộ Đông Tây với tổng diện tích 12.000m². Hiện các bên đang tiếp tục hoàn thành các thủ tục để nhanh chóng triển khai dự án. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa xem xét sự đóng góp của khoản thu nhập từ mảng này vào Pinaco trong thời gian tới, do chưa có thông tin chi tiết của dự án.

Rủi ro đầu tư

Sự biến động của giá nguyên liệu: Nguyên liệu chì là thành phần chính dùng cho sản xuất các sản phẩm của Pinaco, chủ yếu phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu từ các nước trên thế giới, hơn 70% là nhập khẩu. Sự biến động của giá chì của thế giới ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận biên của Pinaco. Pinaco đã cố gắng tìm kiếm nhà cung cấp chì trong nước để phục vụ cho sản xuất, nhưng có rất ít nhà cung cấp thỏa mãn các yêu cầu về giá cả, sản lượng, cũng như chất lượng. Tuy nhiên, để khắc phục phần nào khó khăn trên, Pinaco đã đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất chì, cũng như xây dựng nhà máy tái chế nhằm chủ động hơn về nguồn nguyên liệu đầu vào.

Từ đầu năm 2010 đến nay, giá chì không có nhiều biến động mạnh nhưng vẫn cao hơn so với năm 2009.

Hình 8: Giá chì thế giới



Nguồn: Bloomberg, Kimeng

Sự biến động của tỷ giá: Như đã nói ở trên, nguồn nguyên liệu hiện nay của Pinaco chủ yếu được nhập khẩu, vì thế, rủi ro tỷ giá là điều mà Pinaco không thể tránh khỏi. Mặc dù vẫn thu được một lượng ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu mang lại, nhưng khoản thu này chỉ đáp ứng được khoảng 10% nhu cầu ngoại tệ cho nhập khẩu. Do đó, Pinaco cũng cần hạn chế rủi ro tỷ giá thông qua các công cụ tài chính như: hợp đồng forward, hợp đồng future, quyền chọn option.

Những thay đổi pháp luật: Sản phẩm của Pinaco mang tính độc hại cao, cho nên cần phải tuân thủ chặt chẽ những quy định của chính phủ về môi trường. Chính vì thế, bất kỳ thay đổi nào về chính sách của chính phủ cũng sẽ tác động đến kết quả kinh doanh của công ty. Pinaco đã và đang nỗ lực hết mình để đáp ứng những yêu cầu về môi trường thông qua việc tiến hành thực hiện hệ thống quản lý môi trường ISO 14.001:2004. Năm 2009, Pinaco đã đầu tư mở rộng và nâng cấp hệ thống xử lý nước thải tại xí nghiệp Ác quy Đồng Nai. Và hiện nay, công ty cũng đang tìm kiếm đối tác xây dựng nhà máy tái chế nhằm bảo vệ môi trường và cung cấp nguồn nguyên liệu để tái sản xuất.

Cạnh tranh: Với sự thiếu điện hiện nay, sản phẩm Pin và Ác quy càng không thể thay thế cho sự phát triển của kinh tế và phục vụ đời sống người dân. Tuy nhiên, ngành này lại chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các công ty hàng đầu trên thế giới. Việt Nam đã gia nhập WTO nên việc mở cửa hoàn toàn cho các công ty nước ngoài thâm nhập vào thị trường trong nước là điều không thể tránh khỏi. Do vậy, chúng tôi không loại trừ khả năng các công ty nước ngoài đã bán sản phẩm tại Việt Nam sẽ trực tiếp mở các nhà máy tại đây. Khi đó, cuộc chiến thành thị phần giữa các công ty trong và ngoài nước trở nên khốc liệt hơn.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu PAC dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF). Trong mô hình này, chúng tôi đã sử dụng tỷ lệ tăng trưởng cho dòng tiền tự do FCF là 3,0% và WACC của PAC là 15,0%. Rủi ro trong việc định giá là sự biến động mạnh của giá chỉ và tỷ giá có thể làm ảnh hưởng đến lợi nhuận cũng như dòng tiền của Pinaco. Do đó, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi đã thực hiện chiết khấu 20% trên giá trị đạt được từ mô hình DCF. Từ đó, chúng tôi đạt được giá mục tiêu là **66.600 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi tin rằng đây là mức giá hợp lý của Pinaco trong năm 2010, tương đương với P/E và P/B lần lượt là 9,4 lần và 2,6 lần so với P/E trung bình thị trường là 10,0 lần.

Hình 9: Định giá theo mô hình DCF

DCF	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
FCF	46,2	318,6	330,0	343,5	351,0
WACC	15,0%				
Tỷ lệ tăng trưởng bền vững	3,0%				
DCF		282,7	259,7	239,8	217,4
Tổng giá trị doanh nghiệp	3.083,9				
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.849,0				
SL CPhiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	22,2				
Giá trị mỗi cổ phiếu	83,3				
Giá mục tiêu với chiết khấu 20%	66.600				

Nguồn: Kimeng dự báo

Phụ Lục

I. Giới thiệu Pinaco

Công ty Pin Ác quy miền Nam (Pinaco) trực thuộc Tổng công ty Hóa chất Việt Nam, nay là Tập đoàn Hóa chất Việt Nam. Pinaco chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 12/12/2006 với mã PAC. Hoạt động kinh doanh chính của Pinaco là sản xuất, nhập khẩu và kinh doanh các loại Pin, Ác quy; kinh doanh bất động sản (trừ các hoạt động môi giới bất động sản, định giá bất động sản).

II. Các giai đoạn triển khai xây dựng nhà máy Ác quy Nhơn Trạch

Giai đoạn 1: Pinaco đã triển khai giai đoạn 1 vào tháng 9/2009 về dự kiến sẽ hoàn thành vào quý 4/2010 với tổng giá trị đầu tư là 14 triệu USD.

Giai đoạn 2: Dự kiến năm 2013, Pinaco tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 của dự án để nâng công suất sản xuất nhà máy từ 600.000 Kwh/năm lên 1,2 triệu Kwh/năm lên 1,2 triệu Kwh/năm. Trên cơ sở bổ sung các thiết bị máy móc với tổng số vốn đầu tư dự kiến là 10 triệu USD.

Giai đoạn 3: Đến năm 2016, Pinaco sẽ nâng mức đầu tư nhà máy Ác Quy PINACO Nhơn Trạch-Đồng Nai đạt công suất 2 triệu Kwh/năm với tổng vốn đầu tư dự kiến là 15 triệu USD.

Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Doanh thu	989,8	1241,2	1304,8	1461,4	1636,7
GVHB (loại trừ khấu hao)	(781,8)	(984,8)	(910,2)	(1077,1)	(1156,6)
Khấu hao	(70,1)	(14,9)	(18,9)	(18,9)	(70,9)
Lợi nhuận gộp	137,9	241,5	375,7	365,3	409,2
Chi phí bán hàng & QLDN	(56,4)	(76,4)	(103,9)	(116,9)	(130,9)
EBIT	81,5	165,1	271,7	248,4	278,2
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	(32,6)	(74,7)	(94,5)	(123,6)	(113,1)
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lãi (lỗ) khác	3,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Lợi nhuận trước thuế	52,2	90,6	177,5	125,1	165,4
Thuế TNDN	(7,4)	(12,8)	(29,7)	(15,6)	(20,7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận ròng	44,9	77,8	147,8	109,4	144,8
EBITDA	151,6	180,0	290,6	267,3	349,1
EPS (VND)	2719,0	3932,8	8327,5	5348,3	5830,4

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Dòng tiền hđ kinh doanh	0,0	174,8	93,0	45,2	134,7
Lợi nhuận ròng	44,9	77,8	147,8	113,8	124,1
Khấu hao	70,1	14,9	18,9	18,9	70,9
Thay đổi vốn hoạt động	-129,5	108,4	-20,9	-72,2	-39,0
Khác	-7,9	-26,4	-52,7	-15,3	-21,2
Dòng tiền hđ đầu tư	1,0	-124,1	-165,2	-184,0	-13,3
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	-63,7	-24,7	-80,4	-260,0	0,0
Thay đổi trong đầu tư DH	0,0	-69,5	-92,2	73,8	-10,5
Khác	-0,2	-29,9	7,4	2,2	-2,8
Dòng tiền sau hđ đầu tư	1,0	50,7	-72,2	-138,8	121,4
Dòng tiền hđ tài chính	0,0	-27,9	65,2	127,0	-116,2
Thay đổi vốn góp cổ đông	0,2	77,2	38,7	0,0	0,0
Thay đổi khoản nợ vay	0,1	-87,2	62,0	155,4	-85,2
Thay đổi nợ dài hạn khác	0,1	-0,4	-0,4	0,0	0,0
Cổ tức	0,1	-17,4	-35,1	-28,5	-31,0
Dòng tiền ròng	0,2	22,8	-7,0	-11,8	5,2

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	2007	2008	2009	2010E	2011F
Tổng tài sản	442,3	505,9	669,9	907,8	898,8
Tài sản ngắn hạn	373,1	396,8	506,6	505,6	564,7
Tiền	39,8	62,6	55,6	43,8	49,1
Đầu tư ngắn hạn	0,0	69,3	161,5	87,7	98,2
Hàng tồn kho	218,9	196,8	174,6	248,4	278,2
Phải thu khách hàng	113,5	67,3	114,0	124,2	139,1
Khác	0,8	0,7	0,9	1,5	0,0
Tài sản dài hạn	69,3	109,1	163,3	402,2	334,1
Đầu tư dài hạn	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3
Tài sản cố định ròng	66,1	75,9	137,4	378,5	307,6
Khác	3,0	32,9	25,6	23,4	26,2
Nợ phải trả	247,3	199,7	265,0	432,9	352,0
Nợ phải trả ngắn hạn	245,4	198,2	241,1	351,5	260,9
Phải trả nhà cung cấp	23,6	11,7	20,9	35,1	39,3
Vay ngắn hạn	173,0	85,8	124,9	222,9	128,1
Khác	48,9	100,8	95,3	93,5	93,5
Nợ phải trả dài hạn	1,9	1,5	24,0	81,4	91,1
Vay dài hạn	0,0	0,0	22,9	80,4	90,0
Khác	1,9	1,5	1,0	1,0	1,0
Nguồn vốn	195,0	306,2	404,8	474,9	546,7
Vốn góp của cổ đông	137,4	214,5	253,3	253,3	253,3
Các quỹ	57,7	91,7	151,6	200,8	266,0
Khác	0,0	0,0	0,0	20,8	27,5
Cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

Chỉ số cơ bản

	2007	2008	2009	2010E	2011F
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	0,5	25,4	5,1	12,0	12,0
EBIT	0,0	102,6	64,6	-8,6	12,0
EBITDA	22,3	18,7	61,4	-8,0	30,6
Lợi nhuận ròng	19,8	73,3	90,0	-23,0	9,0
EPS	0,0	44,6	111,7	-35,8	9,0
Khả năng sinh lợi (%)*					
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,9	19,5	28,8	25,0	25,0
Tỷ suất EBIT	8,2	13,3	20,8	17,0	17,0
Tỷ suất EBITDA	15,3	14,5	22,3	18,3	21,3
Tỷ suất lợi nhuận ròng	4,5	6,3	11,3	7,8	7,6
ROA	0,1	16,4	25,1	14,4	13,7
ROE	0,3	31,0	41,6	26,5	25,5
Tình hình tài chính					
Nợ vay/VCSH (%)	88,7	28,0	36,5	66,8	42,0
Nợ vay ròng/VCSH (%)	68,3	7,6	22,8	57,1	32,6
Khả năng trả lãi vay (X)	9,9	27,0	55,1	4,3	4,3
K.năng trả lãi&vay NH (X)	0,6	1,2	2,5	1,1	1,2
Dòng tiền/lãi vay (X)	-3,3	25,0	20,0	0,8	2,1
Diện/lãi&nợ vay NH (X)	0,0	1,1	0,9	0,2	0,6
Khả năng TT hiện hành (X)	1,5	2,0	2,1	1,4	2,2
Khả năng TT nhanh (X)	0,6	1,0	1,4	0,7	1,1
Tiền mặt(nợ) ròng (tỷ VND)	-133,2	-23,2	-92,2	-259,4	-169,0
Trên mỗi cổ phiếu (VND)					
EPS	2719,0	3932,8	8327,5	5348,3	5830,4
CFPS	-296,1	7735,2	5564,6	2123,6	6330,5
BVPS	10754,0	13756,0	18247,1	20464,2	23399,9
SPS	54580,5	55756,3	58808,5	65856,6	73759,4
EBITDA/share	9185,9	9104,3	16380,5	12561,1	16405,2
Cổ tức tiền mặt	n/a	1.500	3.000	1.500	1.500

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Kim Eng

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
 +65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP
 +65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH
 +65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE
 +65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW
 +65 6432 1454 wilsonlieu@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM
 +65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH
 +65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

Eric ONG
 +65 6432 1857 ericong@kimeng.com

- Marine & Offshore

David LOOMIS
 +65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*
 +852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Norman ZHANG
 +852 2268 0631 normanzhang@kimeng.com.hk

- Technology/mid-caps

Ivan CHEUNG
 +852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan Li
 +852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

TAM Tsz Wang
 +852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Telcos
- Small Caps

Jacqueline KO
 +852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

Grace DAI
 +852 2268 0640 gracedai@kimeng.com.hk

- Metal

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*
 +91 22 6623 2601 jshah@kimeng.com

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA
 +91 22 6623 2605 agupta@kimeng.com

- Property
- Capital goods

Rohit LEDWANI
 +91226623 2625 rohit@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

Nikhil AGARWAL
 +91226623 2611 nikhil@kimeng.co.in

- Cement
- Metals

Haripreet BATRA
 +91226623 2606 haripreet@kimeng.co.in

- Software
- Education

Ganesh RAM
 +91226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in

- Telecom
- Media

MALAYSIA

YEW Chee Yoon *Head of Research*
 +603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien
 +603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team
 +603 2141 1555

- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*
 +6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN
 +6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Rahmi MARINA
 +6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Lucky ARIESANDI, CFA
 +6221 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id

- Cement
- Construction
- Pharmaceutical
- Retail

Adi N. WICAKSONO
 +6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA
 +6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

Nguyen Thi Ngan Tuyen
 +84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Pharmaceutical
- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bich Van
 +84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy
 +84 838 38 66 36 x 162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep
 +84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

THAILAND

Kanchan KHANUJOU
 + 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Banks
- Construction Materials

Nathavut SHIVARUCHIWONG
 + 662 658 6300 x 4730 nathavut@kimeng.co.th

- Property
- Shipping

PHILIPPINES

Ricardo PUIG *Head of Research*
 +63 2 849 8835 ricardo_puig@atr.com.ph

- Strategy
- Property
- Telcos

Laura DY-LIACCO
 +63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Lovell SARREAL
 +63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Media

Kenneth NERECINA
 +63 2 849 8839 kenneth_nerecina@atr.com.ph

- Conglomerates
- Cement
- Ports/ Logistics

Katherine TAN
 +63 2 849 8843 kat_tan@atr.com.ph

- Banks
- Construction

REGIONAL

Luz LORENZO *Economist*
 +63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

ONG Seng Yeow

+65 6432 1832 ongsengyeow@kimeng.com

- Regional Products & Planning

TAIWAN

Gary Chia
Head of Greater China Research
 +886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Boris Markovich
COO, Greater China Research
 +852 3969 9518 boris.markovic@yuanta.com

John Brebeck, CFA
Head of Taiwan Strategy
 Head of Research, Taiwan
 +886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA
Head of Upstream Tech
 +886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Vincent Chen
Head of Downstream Tech
 +886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain
 +886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend
 +886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Ellen Chiu – Taiwan Consumer
 +886 2 3518 7936 ellen.chiu@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical
 +886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Min Li – Alternative Energy
 +852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom
 +886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

Tess Wang – Taiwan Financials
 +886 2 3518 7901 tess.wang@yuanta.com

Recommendation definitions

Our recommendation is based on the following expected price performance within 12 months:

+15% and above: BUY
 -15% to +15%: HOLD
 -15% or worse: SELL

PHU LUC 1: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO
VÀ
NHỮNG KHUYẾN CÁO

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sự sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỚI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 20/8/2010, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd
Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
 Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
 lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
 swong@kimeng.com

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
 Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
 rluk@kimeng.com.hk

Edward FUNG (research)
 edwardfung@kimeng.com.hk

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
 Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
 lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ricardo PUIG (research)
 ricardo_puig@atr.com.ph

South Asia Sales Trading

Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: +65 6333 5775
 US Toll Free: +1 866 406 7447

London

Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
 Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
 Fax: +44 20 7283 6674

Giles WALSH (sales)
 gwalsh@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
 gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
 jjohnstone@kimeng.co.uk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road, Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
 Tel: +66 2 658 6801 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock Company
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel: +84 838 38 66 36
 Fax: +84 838 38 66 39

Mai Phan Lam Hoa (sales)
 Hoa.maiph@kimeng.com.vn

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: +852 2268 0800
 US Toll Free: +1 866 598 2267

New York

Kim Eng Securities USA Inc
 406, East 50th Street
 New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
 Fax: +1 212 688 3500

Thanh C NGUYEN (sales)
 tnguyen@kesusa.com

Indonesia

PT Kim Eng Securities
 Plaza Bapindo
 Citibank Tower 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia

Tel: +62 21 2557 1188
 Fax: +62 21 2557 1189

Kurnia SALIM (sales)
 ksalim@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
 ksetiawan@kimeng.co.id

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International,
 Plot No.16, Maharishi Karve Road,
 Churchgate Station,
 Mumbai City - 400 020, India

Tel: +91.22.6623.2600
 Fax: +91.22.6623.2604

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
 jjigar@kimeng.co.in

Taiwan

Yuanta Securities Investment Consulting Co.
 10/F, No 225, Nanking East Rd
 Section 3
 Taipei 104, Taiwan

Tel: +886 2 8770-6078
 Fax: +886 2 2546-0376

Arthur LO (sales)
 Arthur.lo@yuanta.com.tw

Gary CHIA (research)
 Gary.chia@yuanta.com.tw

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd
 16/F, Kompleks Antarabangsa
 Jalan Sultan Ismail
 50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
 Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
 cheeyoon@kimengkl.com



Stephanie Wong
 CEO, Kim Eng Research