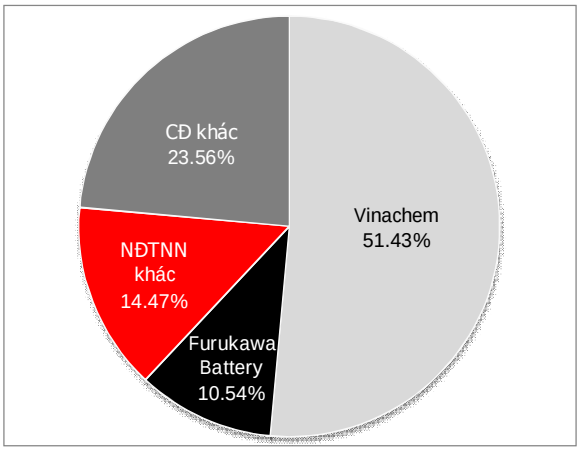
CTCP PIN ẮC QUY MIỀN NAM (PAC - HOSE)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	36,400
Giá mục tiêu (đồng/cp)	46,360
Tiềm năng tăng/giảm (%)	27.4
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	9.3
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	72.5
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	72.5
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	1,691.6
KLCP lưu hành (triệu cp)	46.5
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	6.9
P/E Forward (x)	11.6
P/B (x)	2.9
P/E VN-Index (x)	16.5

Nguồn: FiinPro, MSI

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 03/2017)



Nguồn: PAC, MSI

Chuyên viên Phân tích
Bùi Ngọc Lan Phương - phuongbnl@msi.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2016 (Đã kiểm toán)

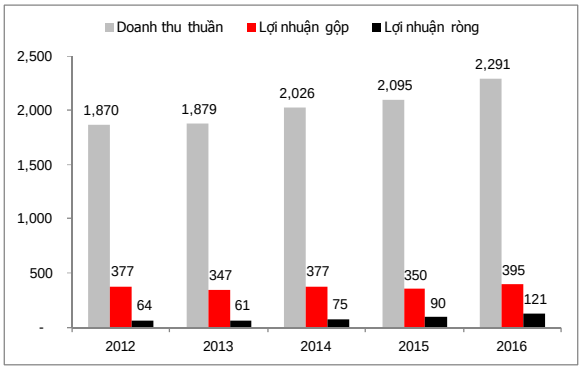
Vừa qua, CTCP Pin Ắc quy Miền Nam (Pinaco) đã công bố báo cáo tài chính năm 2016 (đã kiểm toán). Theo đó trong năm 2016, PAC ghi nhận KQKD rất tốt với 2.290,9 tỷ đồng doanh thu thuần (+9,4% yoy) và 121,3 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+34,1% yoy). Đây là năm Công ty đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cao nhất kể từ năm 2010. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng là 17,2% và 5,3%. Như vậy, Công ty đã vượt 4% so với kế hoạch doanh thu bán hàng và 23,4% so với kế hoạch lợi nhuận trước thuế mà PAC đã đề ra cho năm 2016. Kết quả tích cực đạt được là nhờ những nguyên nhân sau: (1) sản lượng tăng 16% so với năm 2015, (2) doanh nghiệp triển khai nhiều chính sách bán hàng hiệu quả nên doanh thu bán hàng tăng hơn 277 tỷ đồng; (2) PAC thực hiện nhiều giải pháp giảm chi phí nên tốc độ tăng giá vốn thấp hơn tốc độ tăng doanh thu; (3) trong năm, doanh thu tài chính tăng trong khi chi phí tài chính lại giảm so với năm trước; và (4) giá chì và kẽm nguyên vật liệu đầu vào trong năm 2016 duy trì ở mức thấp. Công ty vẫn đang tiếp tục giữ vững vị thế là doanh nghiệp đầu ngành và là một trong những doanh nghiệp có mức tăng trưởng cao nhất trong Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem). Hiện nay sản phẩm của Pinaco đã được xuất khẩu tới 33 quốc gia với giá trị xuất khẩu vào khoảng 19 triệu USD. Các nhà máy sản xuất của PAC đang hoạt động với công suất tối đa. Do đó trong năm 2016, Công ty bắt đầu đầu tư xây dựng mở rộng và mua thêm máy móc thiết bị nhằm nâng công suất.

Đối với mảng ắc quy, các sản phẩm của PAC đang chiếm khoảng 45% thị phần cả nước. Trong đó, các dòng ắc quy thay thế là sản phẩm chủ lực, giữ tỷ trọng gần 70% trong cơ cấu doanh thu của doanh nghiệp. Sản phẩm ắc quy OEM vẫn duy trì đà tăng trưởng ổn định. Được biết, hiện nay Công ty đang cung cấp khoảng 80%-90% lượng ắc quy mà Trường Hải (Thaco) dùng cho sản xuất xe tải. Bên cạnh đó, các sản phẩm pin Con Ó của PAC đang chiếm 80% thị phần tại khu vực miền Nam và 50% thị phần cả nước. Điều này cho thấy Pinaco đã thành công trong việc xây dựng thương hiệu riêng mạnh mẽ cho các sản phẩm pin của mình. Về cơ bản, hiện Công ty chỉ sản xuất pin để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ nội địa do thị trường này đã ở mức bão hòa.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

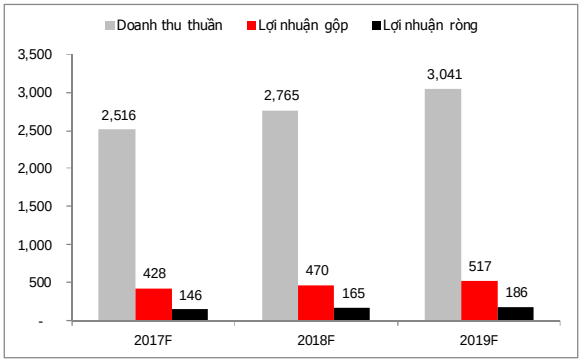
Thời gian vừa qua, cơ cấu cổ đông của PAC có sự thay đổi khi nhóm các cổ đông nước ngoài lớn gồm Beira, Deutsche Bank AG London, Sarus Indochina Select... lần lượt thoái vốn, không còn là cổ đông lớn nữa. Thay vào đó là Furukawa Battery - một công ty sản xuất pin và ắc quy lớn của Nhật Bản - đã rót gần 196 tỷ đồng vào Pinaco và chính thức trở thành cổ đông lớn của PAC với tỷ lệ nắm giữ cổ phần là 10,54%. Công ty mẹ của PAC - Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) - vẫn giữ nguyên tỷ lệ sở hữu là 51,43%. Lượng cổ phần mà các nhà đầu tư nước ngoài khác và cổ đông khác giữ là 14,47% và 23,56%.

KQKD của PAC 2012 - 2016 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của PAC, MSI

Triển vọng kinh doanh của PAC 2017F - 2019F (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

KẾ HOẠCH VÀ DỰ PHÓNG KQKD NĂM 2017

Trong Hội nghị Tổng kết công tác năm 2016 và Triển khai nhiệm vụ công tác năm 2017 được tổ chức vào tháng 1/2017, PAC đặt kế hoạch phấn đấu đạt doanh thu bán hàng là 2.750 tỷ đồng và 165 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế.

Được biết, Công ty phải nhập khẩu khoảng 50% nguyên liệu kẽm và gần 70% nguyên liệu chì nên biến động giá của 2 loại nguyên liệu trên thế giới sẽ tác động trực tiếp đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của PAC. Giá nguyên liệu đầu vào từ đầu năm 2017 đến nay đang tăng dần và xu hướng này được dự đoán là sẽ kéo dài xuyên suốt năm, do đó giá vốn hàng bán trong năm 2017 dự kiến sẽ cao hơn năm 2016. Hiện Công ty đang thương lượng với các nhà cung cấp nguyên liệu để được giảm giá mua. Bên cạnh đó, PAC cũng sẽ tiếp tục xem xét và thực hiện các biện pháp cắt giảm chi phí nhưng không làm ảnh hưởng đến chất lượng sản phẩm, cũng như cải tiến kỹ thuật và dây chuyền sản xuất nhằm nâng cao tính hiệu quả.

Xét về bản chất vòng đời của sản phẩm (khoảng 2-3 năm tùy theo điều kiện sử dụng), lượng ắc quy thay thế được tiêu thụ phụ thuộc trực tiếp vào số lượng xe ô tô hiện hành. Trong năm 2016, lượng xe ô tô tiêu thụ toàn thị trường là 303.974 chiếc (+24,1% yoy). Trong năm 2017, vì (1) thuế nhập khẩu xe ô tô giảm do tác động của Hiệp định tự do thương mại ATIGA, (2) những chính sách của Chính phủ... nên sản lượng xe ô tô tiêu thụ trong năm được dự phóng sẽ tăng trưởng rất khả quan và kéo dài trong những năm kế tiếp (khoảng 20%/năm). Vì vậy sản lượng tiêu thụ ắc quy thay thế cũng được dự đoán sẽ tương ứng tăng theo.

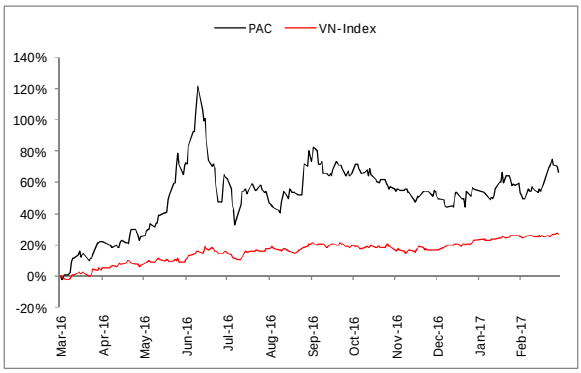
Dựa vào những yếu tố nêu trên, chúng tôi dự phóng KQKD trong năm 2017 của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt. Theo đó, doanh thu thuần của Pinaco sẽ là 2.515,6 tỷ đồng (+9,8% yoy) và lợi nhuận ròng là 145,7 tỷ đồng (+20,1% yoy). Biên lợi nhuận gộp là 17% và biên lợi nhuận ròng là 5,8%.

NHỮNG THÔNG TIN KHÁC

Kế hoạch di dời các xí nghiệp: Được biết, Công ty đã lên kế hoạch di dời Xí nghiệp Pin Con Ó (752 Hậu Giang, Quận 6, TP.HCM) về KCN Tân Tạo và dời Xí nghiệp Ắc Quy Sài Gòn (KCN Tân Tạo, Quận Bình Tân, TP.HCM) về KCN Nhơn Trạch, dự kiến thực hiện vào cuối năm 2017, đầu năm 2018. Việc di dời sẽ được thực hiện theo hình thức cuốn chiếu nhằm hạn chế rủi ro có thể ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của PAC. Tuy nhiên việc di dời này cũng sẽ ít nhiều ảnh hưởng đến sản lượng sản xuất nên Công ty chia sẻ trong thời gian tới có thể sẽ phải tăng ca hoặc tăng nhập khẩu để giảm thời gian sản xuất nhằm đảm bảo sản lượng, đủ để đáp ứng nhu cầu của thị trường. Ngoài ra, Pinaco cũng sẽ tiếp tục nâng công suất bằng cách mua thêm máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất.

Dự án đầu tư máy sản xuất bột chì 30 tấn/ngày tại Xí nghiệp Ắc quy Đồng Nai 2: Ban Lãnh đạo của Công ty đã phê duyệt dự án và hiện đang trong quá trình lựa chọn nhà thầu cho dự án.

Tăng trưởng cổ phiếu PAC so với VN-Index
(1 năm)



Nguồn: FiinPro, MSI

WACC (Chi phí sử dụng vốn bình quân)	
COE (Chi phí vốn chủ sở hữu)	20.0%
COD (Chi phí sử dụng nợ)	7.7%
Thuế	20.0%
WACC	16.5%
Tăng trưởng	2.0%

Phương pháp đánh giá	Tỷ trọng	Giá CP	Thị giá	Tiềm năng tăng trưởng
Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF)	100%	46,364		
Tỷ trọng trung bình giá cổ phiếu		**46,360**	**36,400**	**27.4%**

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU PAC

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Công ty (FCFF) để xác định giá trị của cổ phiếu PAC. Chi tiết bao gồm dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh pin và ắc quy cho xe ô tô và xe máy (cả tiêu thụ nội địa lẫn xuất khẩu). Theo đó giá trị hợp lý của cổ phiếu PAC là 46.360 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng so với giá thị trường hiện tại là 27,4%.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PAC với giá mục tiêu là **46.360 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- PAC sở hữu hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước với khảong 150 đại lý/nhà phân phối và 10.000 điểm bán hàng. Ngoài ra, các sản phẩm ắc quy của PAC chiếm 45% thị phần trong nước. Các sản phẩm pin chiếm hơn 50% thị trường trong nước và 80% thị phần miền Nam.
- Chi phí lãi vay rất ít do PAC chủ yếu là vay ngắn hạn với mức lãi suất thấp. PAC có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với mức cổ tức khá cao 20-30%.
- Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm ắc quy được đảm bảo bởi số lượng ô tô hiện hành và kỳ vọng tăng trưởng tốt của thị trường tiêu thụ ô tô trong những năm tới.
- PAC luôn đầu tư mạnh cho hoạt động nghiên cứu sản phẩm mới, đổi mới công nghệ và trang thiết bị và cho ra đời các loại sản phẩm đa dạng với chất lượng vượt trội và đáp ứng tốt các yêu cầu của thị trường. Được biết, PAC đang tìm đối tác nghiên cứu hệ thống tắt máy tạm thời áp dụng cho xe ô tô. Bên cạnh đó, hệ thống quản lý đạt tiêu chuẩn 5S cũng là 1 điểm mạnh của PAC. Công ty đã áp dụng thành công phần mềm quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP) SAP và KPI cho hoạt động kiểm toán. Bên cạnh đó, việc sử dụng hệ thống mã vạch để chống hàng giả giúp PAC tiết kiệm được khoảng 5-7 tỷ đồng chi phí bảo hành chỉ sau 1 năm áp dụng. Hiện hệ thống mã vạch đang được áp dụng cho các sản phẩm ắc quy, dự tính trong thời gian tới, PAC sẽ áp dụng công nghệ này lên hộp pin để có thể quản lý tốt hơn các sản phẩm của Công ty. Công ty cũng đầu tư hệ thống thu hồi cao lượng bột chì, acid hóa tái sử dụng để chống hao hụt và tiết kiệm chi phí sản xuất.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền Công ty để xác định giá trị của cổ phiếu PAC. Giá trị hợp lý của cổ phiếu PAC là 46.360 đồng/cp, 27,4% cao hơn thị giá hiện tại.

Những vấn đề cần lưu ý

Hiện chưa có thông tin gì về việc Vinachem có thực hiện thoái vốn khỏi Pinaco hay không, do đó PAC vẫn mang tính chất Nhà nước về sở hữu và điều hành, nên KQKD của Công ty sẽ không tăng trưởng đột biến.

Các chỉ tiêu tài chính của PAC giai đoạn 2012A-2019F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	1,869.7	1,879.0	2,026.3	2,094.7	2,290.9	2,515.6	2,764.8	3,041.3
Tăng trưởng (% yoy)	(5.5)	0.5	7.8	3.4	9.4	9.8	9.9	10.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	64.1	61.4	74.6	90.5	121.3	145.7	164.8	184.3
Tăng trưởng (% yoy)	(33.8)	(4.3)	21.4	21.3	34.1	20.1	13.1	11.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.4	3.3	3.7	4.3	5.3	5.8	6.0	6.1
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	530.2	498.3	511.5	506.1	568.7	582.2	612.7	776.7
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,145.5	1,430.6	1,251.7	1,264.2	1,684.0	1,733.4	1,830.2	2,040.2
ROE (%)	12.1	12.3	14.6	17.9	21.3	25.0	26.9	23.7
ROA (%)	5.6	4.3	6.0	7.2	7.2	8.4	9.0	9.0
EPS (đồng)	2,376.7	2,275.5	2,763.2	2,920.4	2,611.1	3,135.1	3,545.7	3,966.2
BVPS (đồng)	19,645.3	18,464.4	18,951.2	16,336.0	12,237.9	12,528.1	13,183.8	16,713.7
Cổ tức (đồng)	2,000.0	2,000.0	3,000.0	2,500.0	1,200.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0
P/E (x)	6.0	8.5	11.7	11.4	12.6	11.6	10.3	9.2
P/B (x)	0.7	1.1	1.7	2.0	2.7	2.9	2.8	2.2

Nguồn: BCTC của PAC, MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/–15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn –15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: *Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.*

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.