

## CTCP Pin Ác quy miền Nam (PAC – HSX)

### Cơ hội gắn liền với thách thức

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	526,6	535,2	-2%	479,7	10%
Lợi nhuận sau thuế	15,9	21,7	-27%	18,1	-12%
EBIT	26,7	33,1	-19%	27,2	-2%
Tỷ suất EBIT	5,1%	6,2%	-110bps	5,7%	-59bps

Nguồn: PAC, RongViet Securities

- Thách thức và nỗ lực cải thiện để cạnh tranh
- Ác quy xe máy: Sự thành công của sản phẩm mới giúp giành lấy thị phần đã mất
- Ác quy xe hơi: Kỳ vọng tăng trưởng & phát triển 2 mảng OEM và thay thế
- Năng lực sản xuất hiện tại vẫn có thể đáp ứng nhu cầu tăng trưởng trong tương lai
- KQKD dự kiến khả quan nhờ thành quả của các mảng kinh doanh cốt lõi

### Quan điểm và Định Giá:

PAC là doanh nghiệp sản xuất pin - ác quy lớn và có thương hiệu khá lâu đời tại Việt Nam. KQKD giảm sút trong những năm gần đây phần nào do tác động của nền kinh tế nhưng đồng thời cũng thể hiện sự thất thế của PAC trong cạnh tranh ngày một gia tăng đối với các sản phẩm ngoại nhập. Sau thời gian thực hiện tăng chiết khấu hàng bán, quản trị tốt chi phí và thay đổi công nghệ để cải tiến chất lượng sản phẩm PAC có vẻ đang dần giành lại được vị trí. Những đơn hàng mới trong mảng OEM ác quy xe máy cho Honda, Piaggio được xem là phần hồi tích cực trước những thay đổi này. KQKD 2014, vì thế cũng có sự cải thiện với doanh thu và LNST ước tính lần lượt đạt 2.015 và 73 tỷ đồng. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng thị phần mảng ác quy xe máy sẽ chuyển biến tích cực khi chất lượng sản phẩm ngày một được chú trọng hơn. Mặt khác, tiềm năng tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô cũng là yếu tố đóng góp vào triển vọng của Công ty.

Hiện nay cơ cấu sở hữu của PAC đang bị chi phối khá lớn bởi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) với tỷ lệ ~53%. Với sự chi phối này, chiến lược của Công ty trông có vẻ quá "an toàn". Do vậy, một thay đổi trong cơ cấu sở hữu sẽ là yếu tố đáng chờ đợi trong tương lai của PAC. Với những phân tích như trên, kết hợp với phương pháp định giá FCFE và P/E, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PAC là 27.500 đồng. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-	FY2012	FY2013	Lũy kế đến HT	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	1.869,7	1.879,0	1.476,5	2.015,1	2.176,2
% tăng trưởng	-5,5%	0,5%	8,6%	7,2%	8,0%
Lợi nhuận sau	64,1	61,4	49,5	73,0	82,8
% tăng trưởng	-33,8%	-4,3%	2,6%	18,8%	13,5%
Tỷ suất LNST (%)	3,4%	3,3%	3,4%	3,6%	3,8%
ROA (%)	5,5%	4,8%		5,3%	6,1%
ROE (%)	11,9%	11,9%		14,2%	15,0%
EPS (VND)	2.409	2.307		2.703	3.068
EPS đ/chính	5.603	5.364		2.703	3.068
Giá trị sổ sách	19.645	18.464		19.634	21.172
Cổ tức tiền mặt	1.500	1.500		1.500	1.500
P/E (x)	6,2	8,4		8,5	7,5
P/BV (x)	0,8	1,1		1,2	1,1

Nguồn: Báo cáo tài chính PAC, Rong Viet tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu ngày 14/01/2015

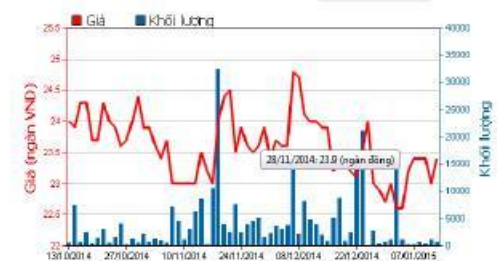
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	23.000
Giá mục tiêu (VND)	27.500

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Phụ tùng ô tô
Vốn hóa (tỷ đồng)	269,8
SLCPDLH	26.625.031
Beta	0,71
Free Float (%)	42,73
Giá cao nhất 52 tuần	25.400
Giá thấp nhất 52 tuần	17.600
KLGD bình quân 20 phiên	47.801



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PAC	-3	22	26
Phụ tùng	30	30	450
VN30	6	7	N/A
VNIndex	6	10	62

### Cổ đông lớn (%)

TĐ Hóa Chất Việt Nam	52,03
Beira Limited	5,24
Giới hạn sở hữu NDTNN (%)	23,98

### BÀNH TRẦN TƯỜNG VÂN

(084) 08- 6299 2006 – Ext 324

van.btt@vpsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-FY14 và Lũy kế 9T**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)	9T/2014	+/- (yoy)
Doanh thu	526,6	535,2	-1,6%	479,7	9,8%	1.476,5	8,6%
Lợi nhuận gộp	99,9	105,4	-5,2%	92,8	7,6%	272,6	5,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	77,3	73,8	4,7%	63,7	21,3%	201,0	10,1%
Thu nhập HĐKD	22,6	31,6	-28,5%	29,1	-22,5%	71,6	11,9%
EBITDA	43,1	49,2	-12,4%	41,8	3,1%	127,7	8,4%
EBIT	26,7	33,1	-19,1%	27,2	-1,7%	79,9	5,9%
Chi phí tài chính	7,4	10,8	-31,3%	9,1	-18,2%	24,1	5,7%
-Chi phí lãi vay	4,9	4,9	-0,1%	3,4	45,0%	14,6	31,3%
Khấu hao	-16,3	-16,1	1,3%	-14,6	12,0%	-47,8	12,9%
Khoản mục không thường xuyên(*)							
Khoản mục bất thường(*)							
Lợi nhuận trước thuế	21,8	28,2	-22,4%	23,8	-8,4%	65,3	1,4%
Lợi nhuận sau thuế	15,9	21,7	-26,5%	18,1	-12,0%	49,5	2,6%
LNST điều chỉnh các khoản mục(*)	15,9	21,7	-26,5%	18,1	-12,0%	49,5	2,6%

Nguồn: PAC, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-FY14**

Chỉ tiêu	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- (qoq)	Q3-FY13	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	19,0%	19,7%	-72bps	19,3%	-38bps
EBITDA/Doanh thu	8,2%	9,2%	-101bps	8,7%	-53bps
EBIT /Doanh thu	5,1%	6,2%	-110bps	5,7%	-59bps
TS lợi nhuận ròng	3,0%	4,0%	-103bps	3,8%	-75bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	3,0%	4,0%	-103bps	3,8%	-75bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-VQ Hàng tồn kho	3,4	3,6	-0,2	3,3	0,0
-VQ Khoản phải thu	16,7	16,9	-0,2	12,9	3,8
-VQ Khoản phải trả	8,9	2,9	6,0	3,7	5,2
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,7	1,7	0,1	1,6	0,1

Nguồn: RongViet Securities; (\*) Thường niên hóa

### Thách thức và nỗ lực cải thiện để cạnh tranh

Trong giai đoạn 2011-2012, cả hai mảng kinh doanh cốt lõi của Công ty cổ phần pin ắc quy miền Nam (PAC) là pin và ắc quy đều gặp phải khó khăn gây ảnh hưởng không nhỏ đến hiệu quả hoạt động của công ty.

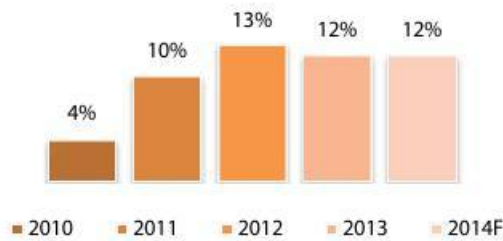
Đối với mảng pin, thị trường trong nước gần chạm mốc bão hòa do sự xuất hiện của các sản phẩm thay thế như sản phẩm sạc bằng điện. Trong khi đó, doanh thu ở thị trường pin xuất khẩu được ước tính giảm 1% từ năm 2012 và vẫn duy trì mức giảm năm 2013 do sự tăng thuế nhập khẩu từ thị trường Campuchia và sự rớt giá đồng rúp ở thị trường Ấn Độ.

Xét về mảng ắc quy, PAC hiện đang cạnh tranh mạnh với đối thủ chính là ắc quy Nhật Bản-GS và các sản phẩm ắc quy giá thấp đến từ Trung Quốc. Sức ép cạnh tranh với các đối thủ buộc doanh nghiệp phải đẩy



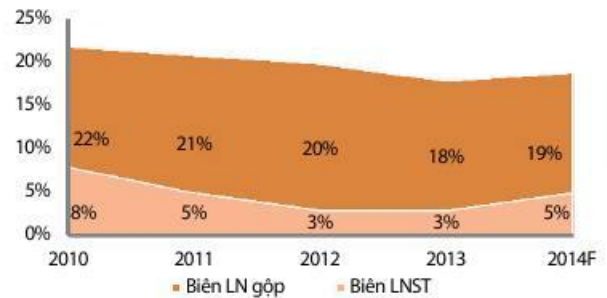
mạnh chi phí bán hàng như khuyến mãi, quảng cáo cũng như tăng chiết khấu hoa hồng cho các đại lý. Tỷ lệ CPBH/DT của doanh nghiệp từ 4% năm 2010 đã tăng lên mức trung bình ~12% trong 4 năm gần đây. Chi phí bán hàng lớn cũng là gánh nặng khiến cho biên LNST của doanh nghiệp giảm từ mức 8% năm 2010 về mức ~3-5%.

Hình 1: Chi phí bán hàng /doanh thu năm 2010-2014F



Nguồn: PAC, Rống Việt tổng hợp

Hình 2: Biên lợi nhuận từ năm 2010-2014F



Nguồn: PAC, Rống Việt tổng hợp

Nhằm giải quyết các khó khăn trên, PAC đã thực hiện hàng loạt thay đổi như phát triển hệ thống phân phối, nới lỏng chính sách bán hàng. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng tiến hành áp dụng triệt để các biện pháp khác nhau để kiểm soát chi phí, tăng khả năng cạnh tranh và đã thu nhận những kết quả khả quan như (1) doanh nghiệp đã thành công giảm chi phí quản lý doanh nghiệp (lũy kế 9T/2014 (-1%) so với cùng kỳ năm ngoái) (2) sử dụng hệ thống mã vạch để chống hàng giả và tiết kiệm được từ 5-7 tỷ chi phí bảo hành và (3) cải thiện chất lượng sản phẩm bằng việc nhập khẩu kỹ thuật và máy móc mới từ Nhật Bản về nhà máy ắc quy Đồng Nai 2-Nhơn Trạch. Trong số các biện pháp trên, việc cải tiến kỹ thuật được xem là biện pháp tốt nhất và có ảnh hưởng mạnh nhất đến sự tăng trưởng doanh thu của doanh nghiệp.

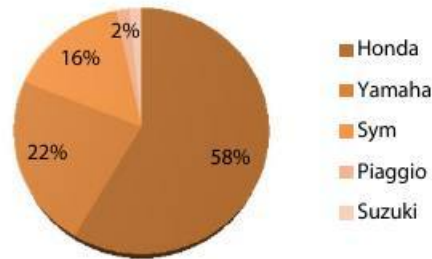
### Ắc quy xe máy: Sản phẩm mới thành công giúp giành lấy thêm nhiều thị phần

Bằng việc áp dụng kỹ thuật mới từ Nhật Bản như trên, PAC đã cải tiến được các lỗi kỹ thuật trong sản phẩm ắc quy truyền thống và cho ra đời các sản phẩm mới có nhiều ưu điểm như CMF và PTX có công suất cao và tuổi thọ được kéo dài hơn. Cải thiện về mặt chất lượng sản phẩm là chìa khóa then chốt giúp PAC mang về thành công 50 tỷ doanh thu từ hợp đồng ắc quy xe gắn máy gốc (OEM) với Honda - hãng xe gắn máy đòi hỏi tiêu chuẩn về chất lượng khá cao. Ngoài Honda, doanh nghiệp cũng thành công giao đơn hàng ắc quy OEM gắn máy đầu tiên cho hãng xe Piaggio vào T4/2014. Tuy vậy, một vấn đề đáng lưu ý là hợp đồng cung cấp ắc quy của PAC với Piaggio, Honda hiện nay đều không phải là hợp đồng cung cấp ắc quy độc quyền. Điều này có thể là một cơ hội khi doanh nghiệp vẫn còn khả năng tăng trưởng sản lượng cung cấp ắc quy cho 2 hãng xe này. Tuy nhiên, việc cạnh tranh giành hợp đồng cung cấp ắc quy từ GS- nhà cung cấp chính ắc quy hiện nay cho Honda có thể xem là một thách thức không nhỏ đối với doanh nghiệp.

Bước đầu chinh phục thành công 2/5 hãng xe gắn máy lớn nhất Việt Nam là cơ sở tốt giúp PAC đánh bóng chất lượng sản phẩm mới, cải thiện nhận thức của người tiêu dùng và cũng là cơ hội phục hồi phần nào thị phần vốn bị mất trước đây do sản phẩm cũ bị nhiều lỗi kỹ thuật. Việc phục hồi thị phần mảng OEM ắc quy xe gắn máy cũng có tác động tích cực đến cả mảng ắc quy thay thế xe gắn máy. Cụ thể, theo ước tính, thành công cung cấp 1 bình OEM xe máy có thể mang đến cơ hội cung cấp 12-13 bình thay thế về lâu dài cho PAC nếu tính theo vòng đời 1 xe máy vào khoảng từ 20-25 năm. Tuy nhiên, khả năng tăng trưởng của mảng thay thế không chỉ đến từ việc phục hồi thị phần OEM xe gắn máy mà

còn đến từ thực tế khi xét về tổng thể thị trường xe gắn máy hiện nay, chúng tôi nhận thấy công ty mới chỉ cung cấp khoảng 1% sản lượng ắc quy cho thị trường xe gắn máy vốn còn nhiều tiềm năng khi có đến ~ 37 triệu chiếc xe gắn máy đang lưu hành ngoài thị trường. Đóng góp vào biên LN gộp của mảng xe máy lớn hơn ~3x so với xe hơi, do vậy, việc phục hồi thị phần mảng xe máy được chúng tôi đánh giá là một tín hiệu rất tốt cho sự tăng trưởng lợi nhuận về lâu dài của doanh nghiệp.

**Hình 3: Thị phần mảng xe máy năm 2013**



Nguồn: VAMM, Rong Việt tổng hợp

**Ắc quy xe hơi: Kỳ vọng tăng trưởng & phát triển 2 mảng OEM và thay thế**

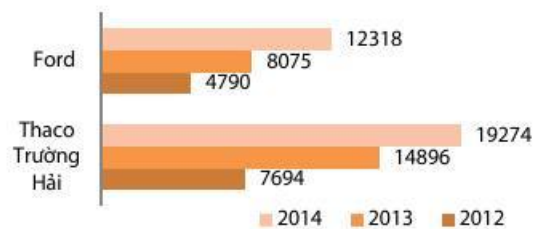
Mảng ắc quy xe hơi là mảng đóng góp quan trọng nhất cho hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp (chiếm >42% DT). Do vậy, kết quả hoạt động của mảng này cũng đồng thời quyết định đến KQKD cả năm của PAC. Trong năm 2014, mảng OEM ắc quy xe hơi ghi nhận sự tăng trưởng khá tích cực (+8%) so với sự sụt giảm năm 2013 trong khi mảng thay thế cũng có mức tăng trưởng tốt (2-3%). Chúng tôi ước tính mảng ắc quy xe hơi sẽ có mức tăng trưởng trung bình vào khoảng ~10% trong giai đoạn từ 2015-2018 do kỳ vọng vào hai yếu tố sau. Đầu tiên, trong năm 2014, hai khách hàng lớn trong mảng OEM ắc quy xe hơi của Pinaco là Thaco Trường Hải và Ford đã có những bước tăng trưởng vượt bậc khi chiếm đến 40% thị phần ngành công nghiệp ô tô. Đặc biệt, Thaco Trường Hải đã chiếm đến 32,4% thị phần mảng tự lắp ráp. Sự tăng trưởng thị phần của hai khách hàng này đảm bảo phần nào sự tăng trưởng của dòng OEM trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, tuy dòng OEM không đóng góp nhiều cho tổng doanh thu nhưng hứa hẹn sự tăng trưởng về lâu dài cho mảng thay thế vốn là mảng kinh doanh mang đến doanh thu lớn nhất cho doanh nghiệp. Cụ thể, cũng giống như mảng ắc quy xe gắn máy, 1 bình OEM ắc quy xe gắn máy có thể mang đến cơ hội cung cấp từ 5-6 bình thay thế nếu tình vòng đời 1 chiếc xe hơi từ 20-25 năm.

**Hình 4: Thị phần VAMA trong 11 tháng năm 2014**



Nguồn: VAMA

**Hình 5 : Doanh số bán hàng của Thaco Trường Hải và Ford 2012-2014**

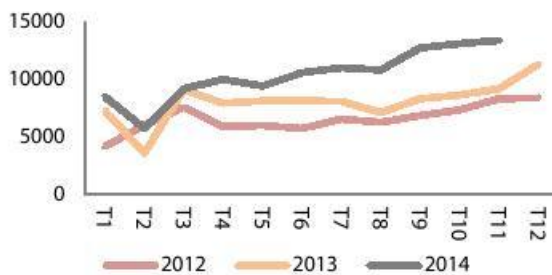


Nguồn: VAMA, Rong Việt tổng hợp



Thứ hai, ngành công nghiệp ô tô đã ghi nhận những thay đổi theo chiều hướng tích cực trong năm 2014. Theo số liệu được VAMA công bố, DT toàn ngành ô tô tính đến T11/2014 đối với mảng tự lắp ráp (CDK) tăng 41% so với cùng kỳ. T11 cũng là tháng thứ 20 liên tiếp mà ngành ô tô đạt được tăng trưởng cao hơn so với cùng kỳ nhờ ảnh hưởng tích cực từ luật cấm xe vận tải quá tải, quá khổ cũng như sự hồi phục của nền kinh tế. Sự tăng trưởng ở mảng tự lắp ráp (CDK) có tác động trực tiếp tốt đến tỷ lệ tăng trưởng doanh thu của 2 mảng ắc quy OEM và thay thế. Ngược lại, mảng ô tô nhập khẩu nguyên chiếc (CBU) lại chỉ có ảnh hưởng không quá lớn đến riêng mảng ắc quy thay thế. Thực tế, mảng CBU ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong năm 2014 và được dự báo tăng trưởng tích cực giai đoạn 2015-2018. Cụ thể, tổng giá trị kim ngạch nhập khẩu ô tô nguyên chiếc (CBU) năm 2014 của Việt Nam đang tiến đến rất gần mốc kỷ lục 1,5 tỷ USD. Điều này là do thuế nhập khẩu ô tô từ khu vực ASEAN đã giảm đến 50% và theo lộ trình sẽ giảm xuống còn 0% năm 2018. Việc giảm thuế hứa hẹn sự bùng nổ tăng trưởng ở mảng ô tô nhập khẩu do người dân sẽ được sở hữu xe hơi với giá tiền hợp lý hơn. Sự tăng trưởng tích cực ở cả hai mảng CDK và CBU là yếu tố quan trọng để chúng tôi dự phóng tỷ lệ tăng trưởng doanh thu cho mảng ắc quy xe hơi ở mức 2-3% trong năm 2014 và TB là 10% trong năm 2015 -2018.

Hình 6: Doanh số bán hàng (CDK) của VAMA giai đoạn 2012-2014



Nguồn: VAMA, Róng Việt tổng hợp

Hình 7: Số lượng và giá trị xe nhập khẩu (CBU) năm 2014



Nguồn: Tổng cục thống kê, Róng Việt tổng hợp

### Năng lực sản xuất hiện tại vẫn có thể đáp ứng nhu cầu tăng trưởng trong tương lai

Với nhu cầu được dự báo ngày càng gia tăng của toàn thị trường mà chúng tôi đã phân tích như trên, PAC đã triển khai đầu tư xây dựng thêm nhà máy Ắc quy Đồng Nai 2- Nhơn Trạch từ năm 2011 với tổng công suất thiết kế vào khoảng 800.000kWh và hiện đã đi vào hoạt động được 60% công suất thiết kế. Phần đầu tư cho máy nguồn đã cơ bản hoàn tất nên doanh nghiệp hoàn toàn có khả năng sản xuất đáp ứng được nhu cầu đang ngày càng gia tăng. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có thể dễ dàng tăng công suất hoạt động thông qua đầu tư mở rộng nút thắt chai ở các dây chuyền sản xuất.

Tuy nhiên, một vấn đề đáng quan ngại trong năm 2015 là nhà máy pin ở quận 6 của doanh nghiệp bị bắt buộc di dời để đảm bảo vấn đề vệ sinh môi trường. Đại diện doanh nghiệp đã chia sẻ phương án để giải quyết vấn đề di dời nhà máy là doanh nghiệp sẽ tái cấu trúc nhà máy ắc quy Đồng Nai 2- Nhơn Trạch hiện có để dành chỗ cho dây chuyền sản xuất pin thay vì đầu tư hẳn một nhà máy pin mới. Điều này, sẽ giải quyết khó khăn do việc bắt buộc di dời nhà máy pin mang lại và cũng giúp cho chi phí khấu hao không bị ảnh hưởng. Cơ sở sản xuất pin ở Q6 hiện nay sẽ được Vietcomreal lập phương án đầu tư và đền bù tài sản với giá trị không thấp hơn 10 tỷ đồng. Lợi nhuận từ việc đền bù vẫn chưa được hai bên nhất trí thỏa thuận nên chúng tôi đã không ước tính phần lợi nhuận này vào mô hình định giá.

**Bảng 3: Công suất thiết kế và hiện tại của 3 nhà máy ác quy của Pinaco tính đến 2014**

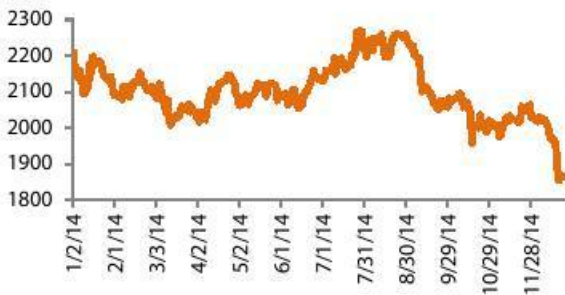
Nhà máy	Công suất thiết kế	Công suất hiện tại
Nhà máy ác quy Sài Gòn	400.000KWH	100%
Nhà máy ác quy Đồng Nai	370.000KWH	100%
Nhà máy ác quy Đồng Nai 2- Nhơn Trạch	800.000KWh	60%

Nguồn: Pinaco, Rõng Việt tổng hợp

**KQKD dự kiến khả quan nhờ thành quả của các mảng kinh doanh cốt lõi**

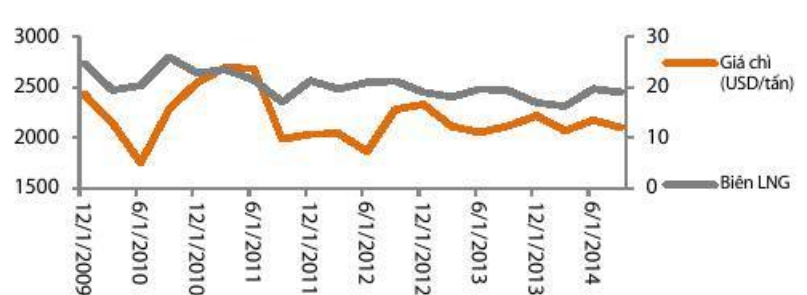
Với những phân tích tích cực như trên, chúng tôi dự phóng DT và LNST năm 2014 lần lượt là 2.015 tỷ đồng và 72,5 tỷ đồng. Tuy DT vượt kế hoạch đề ra là 3,33% và có tỷ lệ tăng trưởng tốt là (7,2%) , biên lợi nhuận gộp năm 2014 vẫn chỉ cao hơn biên LNG năm 2013 +0,3% do giá trị tiền thuê đất tại Sài Gòn bị tăng cao và dự kiến sẽ bị truy thu thêm vào khoảng 13 tỷ trong năm 2014. Khoản tiền này đã được doanh nghiệp trích và phân bổ dần trong năm sau. Chúng tôi nhận thấy biên LNG có sự biến động cùng chiều với sự thay đổi của giá chì- nguyên vật liệu chiếm đến 80% giá thành sản phẩm. Trong Q4/2014, giá chì đã chạm mức giá thấp kỉ lục kể từ năm 2010 về mức là 1.860 USD/tấn. Tuy giá chì giảm mạnh nhưng vì có độ trễ trong việc nhập chì nguyên liệu nên chỉ đến Q1/2015, doanh nghiệp mới được hưởng lợi. Giá chì ở mức thấp như hiện nay được các chuyên gia trên thế giới dự báo chỉ là tạm thời và sẽ tăng trưởng trở lại về mức trên 2.000USD/tấn trong năm 2015. Do vậy giá vốn hàng bán được chúng tôi dự phóng trong mô hình định giá sẽ có tỷ lệ tăng trưởng trung bình vẫn ở mức ~7-8% trong giai đoạn 2015-2018 và do vậy DT và LNST năm 2015 sẽ lần lượt là 2.176tỷ đồng và 82,8 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, PAC có thể đạt mức tăng trưởng doanh thu tích cực hơn so với mức dự báo này dựa vào kế hoạch tăng trưởng tham vọng của một số khách hàng OEM như Thaco.

**Hình 8: Biến động giá chì giá thế giới năm 2014**



Nguồn: Bloomberg

**Hình 9: Biến động giá chì và biên LN từ năm 2009-2014**



Nguồn: Bloomberg, Rõng Việt tổng hợp

**Bảng 4: Dự báo giá chì năm 2015-2019**

Giá chì (USD/tấn)	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Median</b>	2.284	2.320	2.381	2.416	1.984
<b>Giá trung bình</b>	2.274	2.348	2.343	2.298	2.228
<b>Giá cao nhất</b>	2.513	2.850	2.645	2.700	2.800
<b>Giá thấp nhất</b>	2.018	2.088	2.026	1.754	1.899

Nguồn: Bloomberg, Rõng Việt tổng hợp



**Quan điểm và Định Giá:**

PAC là doanh nghiệp sản xuất pin - ắc quy lớn và có thương hiệu khá lâu đời tại Việt Nam. KQKD giảm sút trong những năm gần đây phần nào do tác động của nền kinh tế nhưng đồng thời cũng thể hiện sự thất thế của PAC trong cạnh tranh ngày một gia tăng đối với các sản phẩm ngoại nhập. Sau thời gian thực hiện tăng chiết khấu hàng bán, quản trị tốt chi phí và thay đổi công nghệ để cải tiến chất lượng sản phẩm PAC có vẻ đang dần giành lại được vị trí. Những đơn hàng mới trong mảng OEM ắc quy xe máy cho Honda, Piaggio được xem là phần hồi tích cực trước những thay đổi này. KQKD 2014, vì thế cũng có sự cải thiện với doanh thu và LNST ước tính lần lượt đạt 2.015 và 73 tỷ đồng. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng thị phần mảng ắc quy xe máy sẽ chuyển biến tích cực khi chất lượng sản phẩm ngày một được chú trọng hơn. Mặt khác, tiềm năng tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô cũng là yếu tố đóng góp vào triển vọng của Công ty.

Hiện nay cơ cấu sở hữu của PAC đang bị chi phối khá lớn bởi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) với tỷ lệ ~53%. Với sự chi phối này, chiến lược của Công ty trông có vẻ quá "an toàn". Do vậy, một thay đổi trong cơ cấu sở hữu sẽ là yếu tố đáng chờ đợi trong tương lai của PAC. Với những phân tích như trên, kết hợp với phương pháp định giá FCFE và P/E, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PAC là 27.500 đồng. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

**Bảng 5: Dự phóng KQKD Q4-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY14	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	539	2%	4%
LN góp	105	5%	19%
EBIT	33	22%	21%
LNST	23	47%	39%

Nguồn: RongViet Securities

**Bảng 6: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2014F	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	7	8
Tỷ suất lợi nhuận góp (%)	19	19
Tỷ suất EBIT (%)	6	6

Nguồn: RongViet Securities.

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	1.869,7	1.879,0	2.015,1	2.176,2
Giá vốn	1.492,6	1.532,2	1.637,6	1.763,4
Lãi gộp	<b>377,1</b>	<b>346,9</b>	<b>377,6</b>	<b>412,7</b>
Chi phí bán hàng	244,1	219,8	235,8	248,1
Chi phí quản lý	32,4	37,1	39,7	41,3
Thu nhập từ HĐTC	10,1	18,8	19,3	8,7
Chi phí tài chính	27,2	21,9	28,4	26,5
Lợi nhuận khác	1,5	0,6	0,5	0,7
Lợi nhuận trước thuế	<b>84,9</b>	<b>87,6</b>	<b>93,5</b>	<b>106,1</b>
Thuế TNDN	20,8	26,2	20,6	23,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	-0,1	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	<b>64,1</b>	<b>61,4</b>	<b>73,0</b>	<b>82,8</b>
EBIT	<b>107,0</b>	<b>102,5</b>	<b>112,6</b>	<b>124,7</b>
EBITDA	159,5	160,6	175,2	193,1

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-5,5	0,5	7,2	8,0
Lợi nhuận HKKD	-41,6	-10,5	13,4	20,8
EBITDA	-8,7	0,7	9,1	10,2
EBIT	-23,3	-4,2	9,8	10,8
Lợi nhuận sau thuế	-33,8	-4,3	18,8	13,5
Tổng tài sản	-3,5	24,9	-7,4	3,8
Vốn chủ sở hữu	-3,5	-6,0	6,3	7,8
Tốc độ tăng trưởng nội tại	4,4	4,1	6,3	7,7
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	20,2	18,5	18,7	19,0
LN HKKD / Doanh thu	5,4	4,8	5,1	5,7
EBITDA/ Doanh thu	8,5	8,5	8,7	8,9
EBIT/ Doanh thu	5,7	5,5	5,6	5,7
LNST/ Doanh thu	3,4	3,3	3,6	3,8
ROA	5,5	4,8	5,3	6,1
ROIC or RONA	19,3	19,6	21,7	22,6
ROE	11,9	11,9	14,2	15,0
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	12,3	13,6	18,7	18,8
Vòng quay hàng tồn kho	3,1	3,4	3,4	3,5
Vòng quay khoản phải trả	5,2	4,0	4,3	5,3
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,2	1,1	1,1	1,2
Nhanh	0,5	0,6	0,5	0,5
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	114,8	185,1	149,9	140,6
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	55,2	96,3	89,0	79,9
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,0	0,0	0,0	0,0

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	84	200	177	165
Đầu tư tài chính ngắn hạn	45	177	129	87
Các khoản phải thu	161	114	101	131
Tồn kho	420	495	475	529
Tài sản ngắn hạn khác	17	25	26	29
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>727</b>	<b>1.010</b>	<b>907</b>	<b>940</b>
Tài sản cố định hữu hình	369	367	357	371
Tài sản cố định vô hình	29	30	34	35
Xây dựng cơ bản dở dang	12	13	15	16
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	8	11	12	12
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>418</b>	<b>420</b>	<b>417</b>	<b>435</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.145</b>	<b>1.431</b>	<b>1.324</b>	<b>1.375</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	177	293	164	176
Khoản phải trả ngắn hạn khác	139	149	158	170
Vay và nợ ngắn hạn	293	480	471	457
Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	1	1	1	1
<b>Tổng nợ</b>	<b>609</b>	<b>923</b>	<b>794</b>	<b>803</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>530</b>	<b>498</b>	<b>530</b>	<b>571</b>
Vốn đầu tư của CSH	270	270	270	270
Lợi nhuận giữ lại	105	103	130	166
Các quỹ	107	77	82	88
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>530</b>	<b>498</b>	<b>530</b>	<b>571</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	2	0	0
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.139</b>	<b>1.423</b>	<b>1.324</b>	<b>1.375</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2012</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014E</b>	<b>FY2015F</b>
LNTT	84,9	87,6	93,5	106,1
Khấu hao	52,5	58,1	62,7	68,4
Các điều chỉnh	11,4	5,5	0,0	0,0
Thay đổi vốn lưu động	110,8	8,1	-109,1	-90,0
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>259,7</b>	<b>159,2</b>	<b>47,1</b>	<b>84,5</b>
Thay đổi TSCĐ	-37,8	-57,7	-57,9	-85,9
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-45,0	-131,4	0,0	0,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	3,1	9,6	0,0	0,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-79,6</b>	<b>-179,4</b>	<b>-57,9</b>	<b>-85,9</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	2,3	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-78,1	187,5	-8,3	-14,9
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-69,7	-53,3	-4,2	4,7
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-147,8</b>	<b>136,6</b>	<b>-12,5</b>	<b>-10,2</b>
Tiền thuần trong kỳ	32,2	116,3	-23,3	-11,6
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>51,5</b>	<b>83,9</b>	<b>200,0</b>	<b>176,7</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,2	-0,2	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>83,9</b>	<b>200,0</b>	<b>176,7</b>	<b>165,0</b>



**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

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. Chúng tôi 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 chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rộng 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. VDSC 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, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC 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, VDSC 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**

08 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 chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi 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, 2015.**