

Chuyên viên Phân tích

Bùi Ngọc Lan Phương - phuongbnl@msi.com.vn

Ngày 28.10.2015, chúng tôi có chuyến thăm CTCP Pin Ắc quy Miền Nam (PAC) và ghi nhận được những thông tin như sau.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (VND)	32,400
Giá mục tiêu (VND)	33,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	3.4
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	79.0
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	70.5
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	68.2
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	992.0
SL CP lưu hành (triệu cp)	30.6
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	4.6
P/E Trailing (x)	10.9
P/B (x)	2.0
P/E VN-Index (x)	13.0

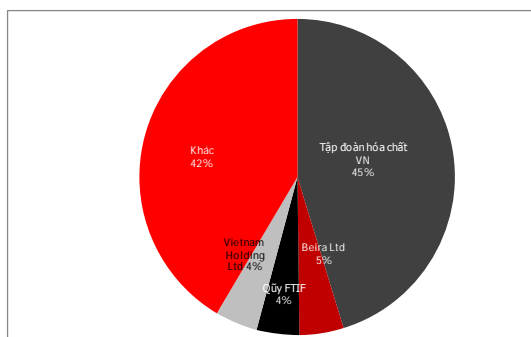
Nguồn: PAC, MSI

Thông tin Công ty

CTCP Pin quy Miền Nam (Pinaco) được thành lập từ năm 1976 và chính thức trở thành công ty cổ phần vào năm 2004. Những ngành nghề kinh doanh chính của Công ty bao gồm:

- Sản xuất pin (pin đại, pin tiểu) với các nhãn hiệu như Con Ó, Eagle. Pin Con Ó chiếm hơn 50% thị phần nội địa và hơn 80% thị phần miền Nam. Pin Con Ó được nhiều công ty lắp ráp điện tử sử dụng kèm theo sản phẩm của họ (Tiến Đạt, Maseco...). Tuy nhiên do thị trường trong nước đã gần chạm điểm bão hòa do sự xuất hiện của các sản phẩm pin sạc bằng điện khiến mảng kinh doanh pin chỉ mang tính ổn định và duy trì, chưa thật sự đạt được hiệu quả cao.
- Sản xuất ắc quy cho xe ô tô, tàu thuyền, xe gắn máy, ắc quy công nghiệp, ắc quy dân dụng, ắc quy miền bảo dưỡng (CMF)... với các nhãn hiệu như Pinaco, Đồng Nai, JP, PAC và Sakura. Các sản phẩm ắc quy của Công ty đều có dung lượng và tuổi thọ cao, đáp ứng chuẩn quốc tế, đa dạng về chủng loại và phong phú về kích cỡ. PAC là nhà cung cấp ắc quy cho các công ty lắp ráp xe ô tô (Thaco, Ford, Suzuki, Mercedes, Hyundai, Mekong,...) và xe gắn máy (Honda, Piaggio, Yamaha). Sản phẩm ắc quy cho xe ô tô của PAC chiếm 40% thị phần trong nước và được xuất khẩu sang 20 quốc gia, chủ yếu là thị trường ASEAN (chiếm 70% lượng hàng xuất khẩu). Trong khi đó, sản phẩm ắc quy cho xe gắn máy chỉ chiếm khoảng 10-15% thị phần trong nước.
- Kinh doanh, xuất nhập khẩu các sản phẩm pin ắc quy và vật tư, thiết bị cho sản xuất, kinh doanh pin, ắc quy.
- Cho thuê văn phòng, kinh doanh bất động sản (trừ dịch vụ môi giới, định giá và sàn giao dịch bất động sản).

Cơ cấu cổ đông

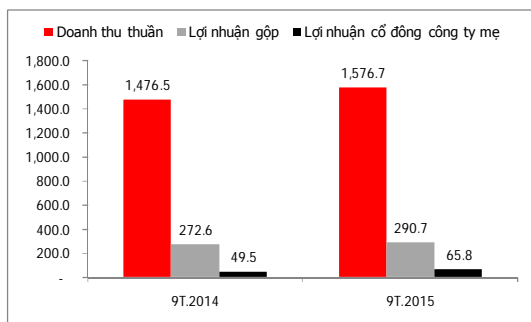


Nguồn: PAC, MSI

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn hóa chất Việt Nam là cổ đông lớn nhất của PAC và hiện đang nắm giữ 45% cổ phần. Đứng thứ 2 là Công ty TNHH Beira với 5% cổ phần. Quỹ FTIF và Vietnam Holding nắm giữ lượng cổ phần tương tự nhau là hơn 4%. Các cổ đông khác giữ 42% lượng cổ phần còn lại. Trong đó, các nhà đầu tư nước ngoài nắm giữ khoảng 24,12% cổ phần của PAC.

Kết quả 9 tháng đầu năm (2014 & 2015)



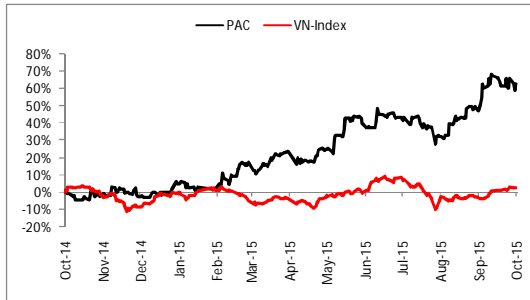
Nguồn: PAC, MSI

Cập nhật kết quả kinh doanh PAC

Gần đây, PAC đã công bố kết quả kinh doanh của Công ty trong Q3.2015. Theo đó, doanh thu thuần của PAC là 484,2 tỷ đồng, giảm nhẹ 8% y/y. Tuy nhiên, lợi nhuận trong Q3.2015 là 18,5 tỷ đồng, 16,3% cao hơn Q3.2014.

Theo PAC, nguyên nhân khiến doanh thu giảm là do trong năm 2014, Công ty không ghi nhận chiết khấu thương mại trong phần các khoản giảm trừ doanh thu mà chỉ ghi nhận chung vào chi phí bán hàng. Do đó khi Công ty bắt đầu ghi nhận 1 phần của chiết khấu thương mại vào các khoản giảm trừ doanh thu trong năm 2015 làm cho doanh thu thuần có sự sụt giảm nhỏ. Bên cạnh đó, lỗi do biến động tỷ giá của các khoản vay lưu động ngắn hạn cũng là một nguyên nhân tác động đến doanh thu của PAC. Trong khi đó, do giá nguyên vật liệu đầu vào như chì, kẽm... giảm đã góp phần làm tăng lợi nhuận trong Q3.2015 của Công ty.

Tăng trưởng giá cổ phiếu



Nguồn: Vietstock, MSI

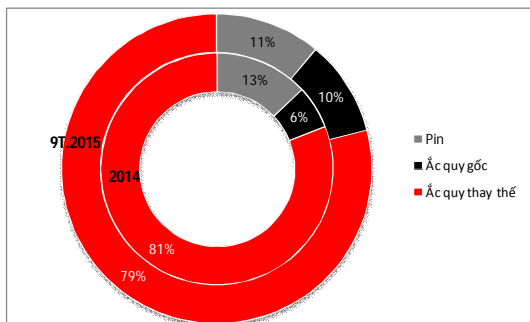
Như vậy trong 9 tháng đầu năm 2015, PAC ghi nhận 1.576,7 tỷ đồng doanh thu, tăng 6,8% so với cùng kỳ năm trước và đã hoàn thành 75% kế hoạch của Công ty. Lợi nhuận trong 9T.2015 là 65,8 tỷ đồng, cao hơn 33% so với 9T.2014.

Ước tính doanh thu và lợi nhuận năm 2015

Trong tháng 10/2015, HĐQT của PAC đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh Q4.2015 với các chỉ tiêu sau: (1) sản xuất 65 triệu viên pin và 355.000 kw sản phẩm ắc quy, (2) đạt doanh thu 588 tỷ đồng, trong đó 463 tỷ đồng là doanh thu nội địa và 125 tỷ đồng là doanh thu xuất khẩu, (3) lợi nhuận trước thuế là 25 tỷ đồng, (4) chọn mua lô đất 5.000 m2 tại khu VSIP Bắc Ninh để làm nhà văn phòng và kho cho chi nhánh Pinaco Hà Nội.

Chúng tôi ước tính doanh thu cả năm 2015 của PAC sẽ là 2.170,6 tỷ đồng, tăng 7,1% so với năm trước. Theo ước tính lợi nhuận năm 2015 vào khoảng 92,5 tỷ đồng, tương ứng EPS 2015F đạt 2.986 đồng/cổ phiếu. Theo đó, P/E 2015F đạt mức 10,2x, thấp hơn P/E trung bình thị trường là 12,5x, và mức P/B 2015F là 1,7x.

Cơ cấu doanh thu



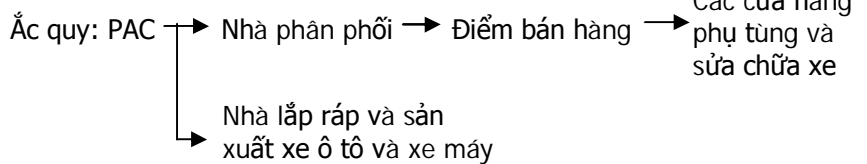
Nguồn: PAC, MSI

Công suất sản lượng của các xí nghiệp và hệ thống phân phối

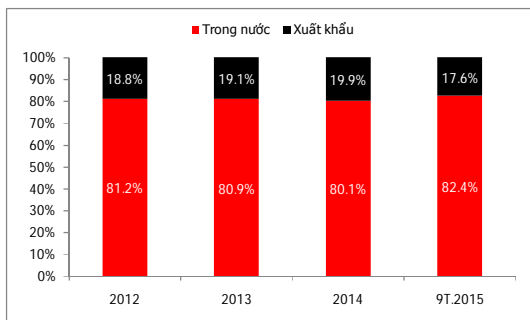
Công ty có 4 xí nghiệp chính bao gồm: (1) Xí nghiệp Pin Ắc quy Đồng Nai với công suất 550.000 kwh/năm, (2) Xí nghiệp Pin Ắc quy Đồng Nai 2 với công suất 600.000 kwh/năm, (3) Xí nghiệp Ắc quy Sài Gòn với công suất 450.000 kwh/năm và (4) Xí nghiệp Pin Con Ó có công suất 250 triệu viên/năm. Hiện nay, do Xí nghiệp Pin Con Ó đang nằm trong khu quy hoạch di dời theo chủ trương của Thành Phố, vì vậy PAC đang xây dựng một vài phương án để di dời xí nghiệp này.

Với tổng công suất 1.600.000 kwh/năm của 3 xí nghiệp ắc quy và 250 triệu viên của xí nghiệp pin, PAC hiện vẫn đang hoàn toàn có thể đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ ngày càng gia tăng của thị trường. Bên cạnh đó, Công ty liên tục đầu tư nhằm nâng cao công suất thông qua việc đầu tư mở rộng nút thắt chai ở các dây chuyền sản xuất. Ngoài ra, PAC cũng đầu tư thiết bị để nâng công suất của Xí nghiệp Ắc quy Đồng Nai 2.

Hiện PAC đang sở hữu một hệ thống phân phối lớn mạnh với hơn 100 nhà phân phối, 10.000 điểm bán hàng trải dài khắp cả nước và các trung tâm chăm sóc khách hàng.



Cơ cấu bán hàng



Nguồn: PAC, MSI

Cơ cấu doanh thu và cơ cấu bán hàng

Trong 9T.2015, cơ cấu doanh thu của PAC có sự thay đổi về tỷ trọng của các sản phẩm so với năm 2014. Theo đó, trong 9T.2015, doanh thu từ các sản phẩm pin giảm từ 13% trong năm 2014 xuống còn 11% trong 9T.2015. Ngược lại, tỷ trọng của các sản phẩm ắc quy tăng từ 87% lên 89%. Trong đó, 10% là tỷ trọng của các sản phẩm ắc quy gốc (OEM), tăng cao so với mức 6% năm 2014; tỷ trọng của các sản phẩm ắc quy thay thế (Replacement) giảm nhẹ 2% từ 81% (2014) xuống còn 79% (9T.2015).

Công ty định hướng mở rộng thị trường xuất khẩu để tăng doanh thu và sản lượng xuất khẩu nhằm nâng cao giá trị thương hiệu, khẳng định chất lượng sản phẩm và tạo tăng trưởng bền vững. Trong những năm qua, lượng hàng xuất khẩu của PAC tăng đều và gần chạm mốc 20% của cơ cấu bán hàng, 80% còn lại là hàng tiêu thụ trong nước.

Nguyên vật liệu

Hiện nay, khoảng 95% nguyên vật liệu đầu vào là do Công ty nhập khẩu về, 5% còn lại là thu mua từ các công ty trong nước. Để hạn chế sự lệ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu, giảm áp lực ngoại tệ và góp phần giảm chi phí đầu vào, Công ty đang gia tăng thay thế khoảng 30-40% nguồn chì, kẽm nhập khẩu bằng chì tái sinh, chì nội và kẽm nội trong nước. Trong đó, chì được cung cấp bởi 2 công ty Thiên Minh và Thăng Long, chì tái sinh từ các nhà máy tái chế Việt Nam, kẽm thời được mua từ Vinacomin, vỏ bình ắc quy,

Nhận định cổ phiếu PAC

- PAC sở hữu hệ thống phân phối trải rộng khắp cả nước với hơn 100 nhà phân phối và 10.000 điểm bán hàng. Ngoài ra, các sản phẩm ắc quy của PAC cho xe ô tô chiếm 40% thị phần trong nước. Các sản phẩm pin chiếm hơn 50% thị trường trong nước và 80% thị phần miền Nam.
- PAC có lịch sử chi trả cổ tức đều đặn với mức cổ tức khá cao 20-30%.
- Chi phí lãi vay ít do PAC chủ yếu là vay ngắn hạn với mức lãi suất thấp (trung bình lãi suất là 1,5% đối với vay USD và 4,3% đối với vay VND).
- Lượng xe lắp ráp trong nước tăng mạnh, đặc biệt là xe lắp ráp của THACO Trường Hải, Ford... khiến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm ắc quy tăng theo.
- Việc giá chì (chiếm 60-70% chi phí sản xuất ắc quy tùy theo từng loại) và giá kẽm (chiếm 50% chi phí sản xuất pin) giảm giúp PAC giảm giá thành sản xuất.
- 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 so sánh theo P/E của PAC ở mức 11,5x, chiết khấu 12% so với mức P/E thị trường 13,0x, với EPS 2015F ở mức 2.911 đồng, mức giá hợp lý của cổ phiếu PAC là 33.500 đồng.

Mặc dù PAC có những yếu tố tích cực như phân tích nêu trên, tuy nhiên do PAC mang tính chất nhà nước về sở hữu và điều hành, cùng với việc chúng tôi chưa thấy sự thay đổi của Công ty trong thời gian tới, nên chúng tôi cho rằng mức giá hiện nay của cổ phiếu PAC đang phản ánh giá trị thị trường hợp lý.

Chúng tôi sẽ có báo cáo chi tiết đánh giá về cổ phiếu PAC khi có sự thay đổi mới.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015F	Kế hoạch 2015	9T.2015
Doanh thu (tỷ VND)	1,869.7	1,879.0	2,026.3	2,158.1	2,100.0	1,576.7
Tăng trưởng (% y/y)	(5.5)	0.5	7.8	6.5	3.6	6.8
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	64.1	61.4	74.6	90.2	N/A	65.8
Tăng trưởng (% y/y)	(33.8)	(4.3)	21.4	21.0	N/A	33.0
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.4	3.3	3.7	4.2	N/A	4.2
ROE (%)	12.1	12.3	14.6	16.2	N/A	12.8
ROA (%)	5.6	4.3	6.0	6.3	N/A	4.8
EPS (VND)	2,376.7	2,275.5	2,763.2	2,911.4	N/A	2,968.4
BVPS (VND)	19,645.3	18,464.4	18,951.2	18,018.6	N/A	16,553.7
Cổ tức (VND)	2,000.0	2,000.0	3,000.0	2,300.0	1,500.0	800.0
P/E (x)	2.6	6.3	7.0	11.1	N/A	9.7
P/B (x)	0.3	0.8	1.0	1.8	N/A	1.7

Nguồn: PAC, MSI dự phóng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MARITIME

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Tòa nhà Sky City, 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, 115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội.
Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, Maritime Bank Tower, 180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Các điểm mở tài khoản liên kết: Gần 200 điểm mở tài khoản trên toàn quốc tại các chi nhánh Ngân hàng MSB tại Hà Nội, TP HCM, Hải Phòng, Quảng Ninh, Phú Thọ, Vĩnh Phúc, Thái Nguyên, Ninh Bình, Thanh Hóa, Nghệ An, Bình Dương, Đồng Nai, Vũng Tàu, Tiền Giang, Tây Ninh và Cần Thơ.

Website: www.msi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Nguyễn Mai Phương, CFA - Giám đốc Nghiên Cứu
Email: phuongnm@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư
Email: khanhld@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên
Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên
Email: maiptn1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên
Email: namnn1@msi.com.vn

PHỤ TRÁCH NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Trưởng phòng
Email: cuongwv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên
Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên
Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân
Giám đốc Trung tâm Khách hàng Tổ chức
Email: quanpnh@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.

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.