BAOVIET Securities

Ngành Phụ tùng Ô tô

Báo cáo cập nhật

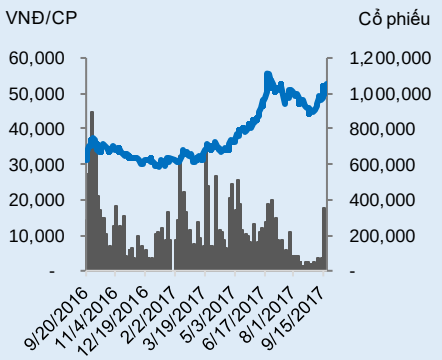
Tháng 9, 2017

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	N/a
Giá thị trường (20/9/2017)	52.700
Lợi nhuận kỳ vọng	N/a

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	29.280-55.600
Vốn hóa	2.449 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	46.471.707
KLGD bình quân 10 ngày	102.482
% sở hữu nước ngoài	32,37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,4%
Beta	0,18

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PAC	73,8%	15,1%	-0,9%	52,3%
VN-Index	19,9%	5,2%	5,0%	11,3%

Chuyên viên phân tích

Phạm Đắc Hoàng Minh

(84 8) 3914.6888 ext 256

phamdachoangminh@baoviet.com.vn

CTCP Pin Ắc quy Miền Nam

Mã giao dịch: PAC Reuters: PAC.HM Bloomberg: PAC VN

Doanh thu 6T 2017 khả quan. Trong ngắn hạn vẫn chưa có các yếu tố giúp tăng trưởng mạnh mẽ. Khuyến nghị NEUTRAL.

Công ty cổ phần Pin Ắc quy Miền Nam (HOSE: PAC), trước đây là Công ty Pin Ắc quy miền Nam, được Tổng cục Hóa chất (nay là Tập đoàn Hóa chất Việt Nam) quyết định thành lập vào ngày 19/04/1976. Pinaco là một trong những doanh nghiệp sản xuất pin và ắc quy lớn nhất tại Việt Nam, sở hữu mạng lưới phân phối gồm 120 đại lý độc quyền trên cả nước, cung cấp các sản phẩm mang thương hiệu Ắc Quy Đồng Nai, pin Con ó, … quen thuộc với người tiêu dùng trong nước. Ngoài ra, sản phẩm của Pinaco còn được xuất khẩu đi nhiều nước trên thế giới, đặc biệt là khu vực Đông Nam Á và Trung Đông. PAC niêm yết trên sàn HOSE kể từ năm 2016, hiện công ty có vốn hoá khoảng trên 2.400 tỷ đồng, tương ứng với P/E 17,08 lần và P/B 3,74 lần.

Kết quả kinh doanh 6T 2017 tăng trưởng khả quan với 1.540,9 tỷ đồng doanh thu, tăng 16,5% yoy, hoàn thành 56% kế hoạch 2017. Lợi nhuận sau thuế đạt hơn 77 tỷ, tăng 53,9% yoy. Các điểm nhấn chính như sau:

- **Doanh thu ắc quy 6T tăng lên mức 1.382,2 tỷ (+16,4% yoy),** trong đó các mặt hàng đều tăng trưởng khả quan, đặc biệt là dòng ắc quy CMF cho ôtô tăng trưởng đến 32% yoy. Tuy nhiên do thị trường xe ôtô lắp ráp kém sôi động trong 6T 2017, giảm 6% về sản lượng (theo báo cáo của VAMA) dẫn đến doanh thu ắc quy OEM của PAC giảm 10%. Hiện doanh thu OEM chiếm tỷ trọng không lớn trong tổng doanh thu ắc quy, khoảng 10%.
- **Doanh thu pin 6T tăng lên mức 158,8 tỷ (+18,2% yoy)** với dòng pin Con ó chủ lực có biên lợi nhuận cao nhờ khả năng chuyển được chi phí nguyên vật liệu vào giá thành sản phẩm.
- **Doanh thu xuất khẩu 6T tăng 16,1% yoy lên mức 248,6 tỷ.**
- **Biên lợi nhuận gộp 6T 2017 giảm còn 11% so với mức 13,7% cùng kỳ do giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh.** Giá chì đã tăng khoảng 30% và giá kẽm tăng 35% trong khi đó chính sách nguyên vật liệu của công ty chỉ mua trước 1 tháng và vẫn chưa chốt được giá trước nên biến động giá nguyên vật liệu sẽ tác động mạnh đến biên lợi nhuận ngay trong kỳ. Về chính sách giá, ắc quy do không tăng được giá nên để giảm tác động từ đầu vào, PAC phải giảm chiết khấu cho các đại lý bán hàng. Trong khi đó giá pin do có thể linh hoạt thay đổi nên biên lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 20%. Tuy nhiên với sự cạnh tranh gay gắt từ pin Mỹ, Nhật và các loại pin giá rẻ từ Trung Quốc nên dù có biên lợi nhuận cao, sản phẩm pin chỉ đóng góp 10% doanh thu cho PAC. Công ty vẫn tập trung phát triển phân khúc ắc quy, đồng thời sẽ cân nhắc mở rộng sản xuất mảng pin trong tương lai.
- **Hoạt động di dời nhà máy tạo ra 25 tỷ doanh thu từ chi phí hỗ trợ di dời,** đóng góp 1,8 tỷ vào doanh thu tài chính và 23,2 tỷ vào thu nhập khác. Nếu loại trừ phần thu nhập này thì tăng trưởng của hoạt động kinh doanh cốt lõi là 16,3%.

- **Giảm đẩy chỉ tiêu cho các đại lý trong 2H 2017 để bớt áp lực cho hệ thống phân phối.** Kế hoạch kinh doanh đầu năm 2017 dự kiến doanh thu khoảng 2.750 tỷ, trong khi kế hoạch thực tế đặt ra là 3.000 tỷ. Tuy nhiên, do mức tiêu thụ ô tô của thị trường trong 6 tháng 2017 giảm 9% so với 2016 và hàng tồn kho trong hệ thống phân phối cao, PAC đưa ra mục tiêu tổng doanh thu điều chỉnh là 2.850 tỷ đồng. Với giả định PAC vẫn giữ mức lợi nhuận như hiện tại, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế cả năm 2017 PAC sẽ đạt 142,5 tỷ.
- **Kỳ vọng hiệu quả sản xuất hậu di dời nhà máy sẽ được cải thiện kể từ năm 2018.** Trong kế hoạch di dời và tổ chức lại sản xuất của PAC, công ty vốn dự kiến sẽ di dời 2 nhà máy Gia Phú và Hậu Giang về khu đất của nhà máy Tân Tạo trong khi dây chuyền sản xuất cũ ở đây sẽ được chuyển về nhà máy Đồng Nai và Nhơn Trạch để thuận tiện và hiệu quả hơn trong việc quản lý và tổ chức sản xuất. Dự kiến tổng công suất sau di dời có thể tăng thêm khoảng 10%. Hiện nay, các nhà máy của PAC đều đã hoạt động full công suất.
- **Chưa xác định được thời điểm ghi nhận 30 tỷ tiền hỗ trợ di dời nhà máy Hậu Giang.** Chúng tôi vốn kỳ vọng PAC sẽ ghi nhận tổng cộng 55 tỷ đồng tiền hỗ trợ di dời ngay trong năm 2017. Thực tế PAC cũng đã ghi nhận 25 tỷ đồng trong Q2 từ khoản hỗ trợ di dời cho nhà máy Gia Phú. Tuy nhiên, trong lần trao đổi lần này với PAC, có vẻ khoản 30 tỷ đồng còn lại liên quan tới nhà máy Hậu Giang sẽ không thể ghi nhận kịp trong 2 quý còn lại của năm nay.
- **Khả năng mở rộng sản xuất ra miền Bắc.** PAC đã mua 2 hecta đất tại Bắc Ninh và sắp tới sẽ xây dựng nhà kho thành phẩm và văn phòng để chuyển chi nhánh từ Hà Nội ra vị trí mới. PAC cũng cho biết nếu trong tương lai việc sản xuất ở miền Bắc mang lại hiệu quả cao hơn ở miền Nam thì việc xây dựng nhà máy mới ở đây là hoàn toàn có thể xảy ra.
- **PAC đã thực hiện kí kết chọn Furukawa Battery làm đối tác chiến lược,** với kế hoạch trong tương lai là sản xuất các sản phẩm ắc quy viễn thông cho các trạm phát sóng trong thành phố cùng nhiều loại sản phẩm khác. Hiện Furukawa đang sở hữu 4,9 triệu cổ phiếu PAC, chiếm 10,54% vốn điều lệ.Furukawa Battery là một trong những công ty pin ắc quy lớn nhất và có lịch sử lâu đời nhất ở Nhật (ra đời từ năm 1914). Trước đây Furukawa từng giúp Pinaco về mặt kỹ thuật để sản xuất loại pin VRLA cho xe máy vào năm 2010.

Quan điểm đầu tư: Hiện tại PAC đang được giao dịch ở mức khá cao với P/E 17,08 lần, giá cổ phiếu đã tăng 85,1% so với mức đầu năm 2017. Cùng với việc thị trường tiêu thụ xe ô tô vẫn ảm đạm và xu hướng giá nguyên vật liệu tăng cao, trong ngắn hạn PAC vẫn chưa có các yếu tố đột biến giúp tăng trưởng mạnh mẽ. Giá cổ phiếu PAC có vẻ đã khá đắt, tuy nhiên chúng tôi vẫn khuyến nghị **NEUTRAL** do vẫn còn nhiều yếu tố có thể kỳ vọng trong trung – dài hạn: (i) kỳ vọng doanh số ôtô sẽ tăng trưởng tốt trở lại khi bước sang năm 2018, thuế nhập khẩu ASEAN về 0% sẽ kích thích cầu đối với ôtô nhập

khẩu và đây là điểm tích cực cho thị trường ắc quy thay thế; (ii) kỳ vọng sự tham gia của Furukawa sẽ giúp PAC có thêm nhiều sản phẩm và thị trường mới; (iii) kỳ vọng hiệu quả hoạt động sẽ được cải thiện sau khi di dời nhà máy và tổ chức lại sản xuất.

Một số chỉ số tài chính của PAC

Chỉ số tài chính		2014	2015	2016	2017F
Doanh thu	Tỷ đồng	2.027	2.260	2.537	2.850
LNST	Tỷ đồng	74	90	121	143
P/E	x	19,77	20,74	14,23	17
P/B	x	2,88	3.34	4.02	3,57

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Doanh thu	1.879	2.027	2.260	2.537
Giá vốn	(1.532)	(1.649)	(1.744)	(1.896)
Lợi nhuận gộp	347	378	372	395
Doanh thu tài chính	19	21	20	27
Chi phí tài chính	(22)	(30)	(39)	(24)
Lợi nhuận sau thuế	61	74	91	121

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Tiền & khoản tương đương tiền	200	201	133	108
Các khoản phải thu ngắn hạn	114	61	110	94
Hàng tồn kho	495	449	437	562
Tài sản cố định hữu hình	410	370	316	304
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	4	4	33
Tổng tài sản	**1.431**	**1.252**	**1.264**	**1.677**
Nợ ngắn hạn	929	736	754	1.046
Nợ dài hạn	1	4	4	1
Vốn chủ sở hữu	498	511	506	630
Tổng nguồn vốn	**1.431**	**1.252**	**1.264**	**1.677**

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	0,47%	7,87%	11,5%	12,26%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-4,38%	21,33%	21,59%	107,49%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	18,5%	18,6%	15,5%	16,8%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,3%	3,7%	4,0%	7,4%
ROA (%)	7,5%	8,2%	7,4%	8,5%
ROE (%)	20,2%	22,6%	21,7%	25,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,65	0,66	0,67	0,66
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,89	1,96	1,99	1,98
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.307	1.920	1.733	6.721
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.716	19.209	16.529	13.671

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Phạm Đắc Hoàng Minh,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận địnhtrong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Phạm Đắc Hoàng Minh
Dệt may
phamdachoangminh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888