

21/8/2019

KỶ VỌNG TỪ DI DỜI NHÀ MÁY

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	28,500
Giá đóng cửa	30,300
Upside	-5.9%

Lê Quốc Trung (ptkt)

trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	35,000
Giá đóng cửa	30,100

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	46.4
Vốn hóa (VND. bil)	1,561
Giá cao nhất trong 52 tuần	45,000
KLGD trung bình 10 phiên	21,066
Sở hữu nước ngoài	2.6%

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	51.43%
The Furukawa Battery Co., Ltd	10.54%
Vietnam Holding Ltd	4.76%
FTIF – Templeton Frontier Markets Fund	4.04%
Công đoàn PAC	2.62%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: CTCP PinẮc quy miền Nam hoạt động trong lĩnh vực ắc quy, pin. Công ty sở hữu hệ thống phân phối cả nước với thị phần ắc quy đạt 40% tại Việt Nam.

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch ngày 21/8/2019, PAC đóng cửa ở mức giá 30,100 VND; tương đương với mức P/E fw là 8.2. Chúng tôi khuyến nghị **Theo dõi** với giá mục tiêu là 28,500 VND/cp theo hai phương pháp FCFE và P/E (tỷ trọng 50/50).

Dự báo kinh doanh 2019

BSC dự báo năm 2019 DTT và LNTT của PAC lần lượt đạt 3,063 tỷ (+3.3% YoY) và 215 tỷ (+10.1% YoY), tương ứng với EPS 2019 đạt 3,701 VND/cp.

Catalyst

- Vinachem thoái vốn
- Tăng công suất từ nhà máy mới

Rủi ro đầu tư

- Cạnh tranh gay gắt với ắc quy nước ngoài
- Xử lý việc cháy nhà máy tại phân xưởng Hóa thành

Cập nhật kết quả kinh doanh

KQKD 1H.2019 ghi nhận tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhờ giá kèm thế giới giảm mạnh khiến chi phí đầu vào giảm. PAC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 1,586 tỷ (+2.6% yoy) và 101 tỷ (+38 % yoy). Biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 15.2% so với cùng kỳ là 12.7%.

Ắc quy cho ô tô vẫn chiếm tỷ trọng chính, chiếm 85% tổng doanh thu. Pin chiếm 10% doanh thu, còn lại là các sản phẩm khác. Sản phẩm ắc quy chủ yếu vẫn phục vụ cho ô tô tại thị trường nội địa.

Tiến độ dự án di dời nhà máy Kế hoạch di dời nhà máy sang KCN An Phước đã có từ rất lâu nhưng hiện tại, công ty vẫn chưa được Vinachem phê duyệt kế hoạch đầu tư.

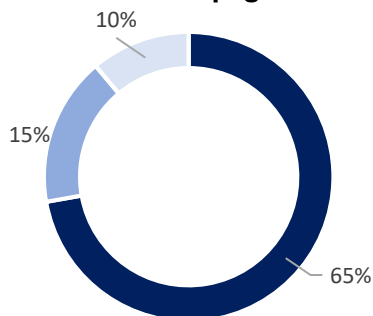
Công ty dự kiến trả cổ tức không thấp hơn 15% cho năm 2019, thấp hơn mức cổ tức 20% năm 2018. PAC cũng cho biết công ty sẽ cân đối giữa cổ tức tiền mặt và cổ tức cổ phiếu để phù hợp với tình hình đầu tư của doanh nghiệp.

CTCP PinẮc quy Miền Nam

BSC

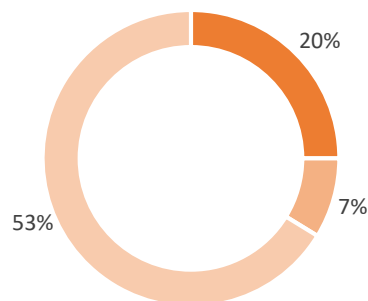
KQKD 1H2019 ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng. Trong 1H.2019, PAC ghi nhận doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt là 1,586 tỷ (+2.6% yoy) và 101 tỷ (+38 % yoy), tương đương hoàn thành 46.6% KH DT và 55.5% KH LNTT. Trong đó, ắc quy tiếp tục đóng góp tỷ trọng chính, chiếm 85% doanh thu; pin chiếm 10% doanh thu. Cơ cấu ắc quy không thay đổi nhiều so với cùng kỳ, chủ yếu sử dụng cho ô tô tại thị trường nội địa.

Cơ cấu DT ắc quy theo phương tiện sử dụng



■ Ô tô ■ Xe gắn máy ■ Dân dụng

Cơ cấu DT ắc quy theo thị trường tiêu thụ

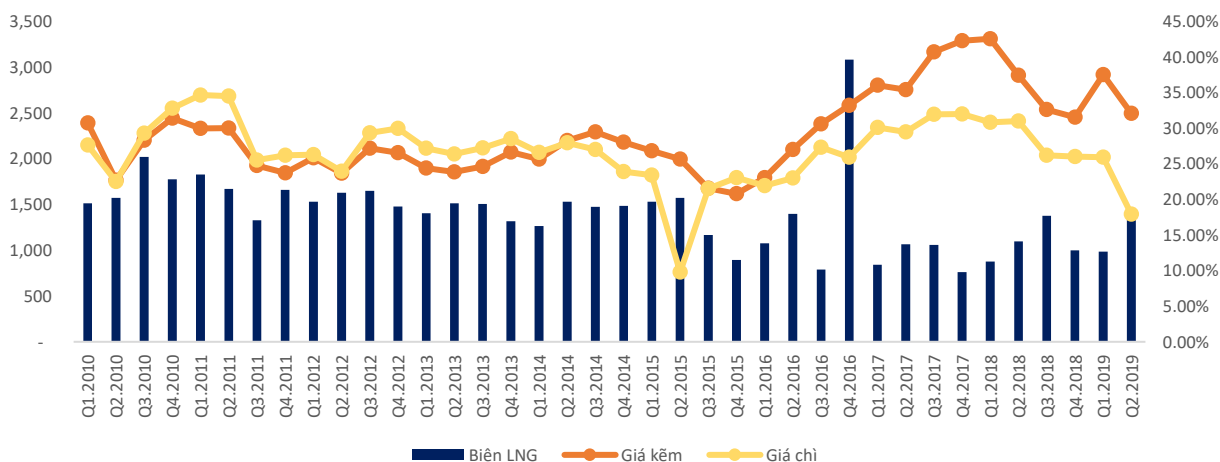


■ Xuất khẩu ■ OM ■ Nội địa thay thế

Nguồn: PAC

Đáng chú ý, biên LNG trong Q2.2019 được cải thiện khá tốt, đạt mức 17.6% so với mức 14.1% cùng kỳ, chủ yếu do công ty vẫn duy trì được giá bán đầu ra trong khi chi phí đầu vào giảm: giá chì thế giới giảm 42.3% YoY, giá kẽm thế giới giảm 14.3% YoY. Biến động giảm của giá chì và kẽm ảnh hưởng bởi việc giảm tốc của nền kinh tế Trung Quốc, làm giảm nhu cầu mua sắm ô tô. Giá Biến động của biên LNG của PAC phản ứng khá nhạy đối với biến động của giá chì và giá kẽm trong kỳ, do đó, BSC không kỳ vọng mức biên cao trong Q2.2019 có thể ổn định trong dài hạn.

Biên LNG của PAC và diễn biến giá chì và giá kẽm thế giới



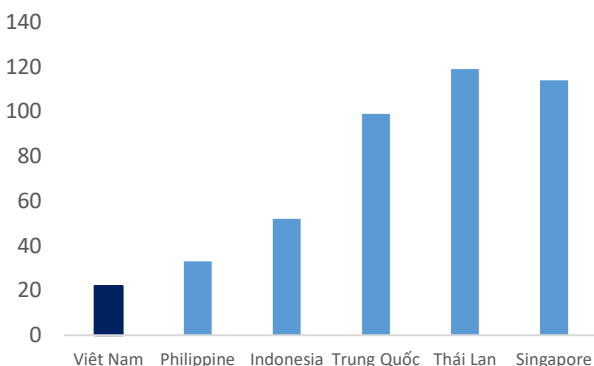
Trong năm 2019, chúng tôi cho rằng công ty gặp khó khăn trong việc tăng sản lượng bán hàng do dây chuyền sản xuất cũ chủ yếu để sản xuất các sản phẩm đã thoái trào (ắc quy nước), trong khi, dây chuyền sản xuất các sản phẩm mới (ắc quy khô: chiếm 27% công suất Xí nghiệpẮc quy Đồng Nai 2) lại không cung cấp đủ so với nhu cầu. Vấn đề này có thể một phần được giải quyết khi công ty đầu tư 100 tỷ để bổ sung công suất cho dây chuyền sản phẩm mới (dự kiến tăng 10 – 15% công suất).

Chúng tôi cho rằng PAC là một doanh nghiệp tiềm năng (1) Nhu cầu tiêu thụ ắc quy còn nhiều tiềm năng tăng trưởng do tỷ lệ sử dụng ô tô trên đầu người tại Việt Nam vẫn thấp và (2) Tăng 80% công suất sau khi hoàn tất xây dựng nhà máy. Tuy nhiên, câu chuyện của PAC là câu chuyện dài hạn sau khi doanh nghiệp tiến hành di dời và xây dựng nhà máy mới trong giai đoạn 2020 – 2025.

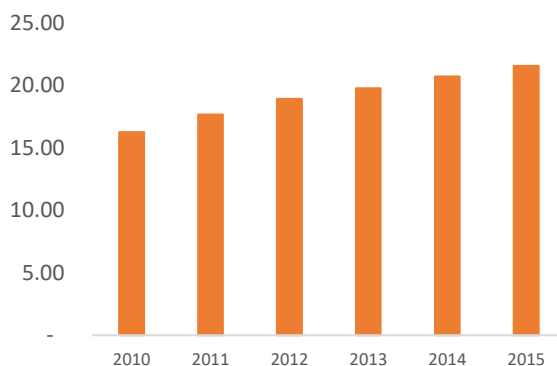
(1)Tiềm năng thị trường ô tô và ắc quy

Do sản phẩm ắc quy của PAC chủ yếu phục vụ thay thế cho xe ô tô, tăng trưởng sản lượng bán hàng của công ty sẽ gắn liền với tăng trưởng tiêu thụ ô tô tại Việt Nam. Theo số liệu từ OICA, số lượng ô tô trên 1,000 người dân tại Việt Nam trong năm 2015 ở mức thấp khi so sánh với các nước trong khu vực. BSC kỳ vọng tiềm năng tăng trưởng từ thị trường ô tô cũng sẽ kéo theo tăng trưởng đối với nhu cầu sản phẩm ắc quy.

Số lượng ô tô trên 1,000 người năm 2015



Số lượng ô tô trên 1,000 người của Việt Nam



(2) Cập nhật kế hoạch di dời và xây dựng nhà máy mới

Kế hoạch di dời nhà máy sang KCN An Phước đã có từ rất lâu nhưng hiện tại, công ty vẫn chưa được Vinachem phê duyệt kế hoạch đầu tư.

Về vốn đầu tư Công ty dự kiến tổng vốn đầu tư cho việc di dời nhà máy cũ và mở rộng công suất khoảng 1,500 tỷ (chưa tính chi phí đền bù), giải ngân trong giai đoạn 2021 – 2025.

Về kế hoạch di dời nhà máy PAC đã thanh toán 180 tỷ tiền thuê đất tại KCN An Phước. Việc xây dựng nhà máy sẽ tiến hành sau khi Vinachem phê duyệt KH. Công ty dự kiến công suất nhà máy tại KCN An Phước sẽ đạt 3.6 triệu kwh (+80% so với công suất hiện tại).

CTCP PinẮc quy Miền Nam

PAC - Công ty Cổ phần PinẮc quy Miền Nam – Tích lũy

- Xu hướng hiện tại: Tích lũy
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm,
- Chỉ báo RSI: Vùng quá bán, RSI có xu hướng giảm kéo dài.

Nhận định: PAC là một cổ phiếu midcap đang nằm trong xu hướng điều chỉnh ngắn hạn sau khi chạm đáy tại mức giá 33. Thanh khoản cũng khá tiêu cực, nằm dưới mức trung bình 20 phiên. Điều này cho thấy khả năng giảm điểm vẫn còn, tuy chỉ báo RSI đã có tín hiệu Oversold. Ngưỡng hỗ trợ tại ngưỡng giá 33. Ngưỡng kháng cự tại ngưỡng 37.5 và 39.5.

Khuyến nghị :Nhà đầu tư có thể theo dõi chờ thanh khoản cải thiện và mua vào tại mức giá 35.2 với giá mục tiêu 36.65, và cắt lỗ nếu cổ phiếu mất ngưỡng 33.7.



TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
Doanh thu thuần	798	770	669	761	825
LN gộp	112	136	86	96	145
DT tài chính	12	13	15	13	12
CP tài chính	(13)	(22)	(14)	(16)	(18)
Lãi vay	(9)	(11)	(16)	(15)	(16)
CP bán hàng	(59)	(58)	(15)	(37)	(69)
CP QLDN	(17)	(7)	(14)	(11)	(14)
Lãi/lỗ HĐKD	36	62	59	46	56
TN nhập khác (ròng)	1	0	1	(0)	0
LN trước thuế	37	62	60	46	56
LN sau thuế	29	50	48	36	45
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	29	50	48	36	45
EPS	529	989	876	778	787

Biên LNG đạt 17.6%, tăng mạnh so với mức 14.1% cùng kỳ do chi phí đầu vào (giá chì, giá kèm) đều giảm so với cùng kỳ.

Vay ngân hàng ngắn hạn tăng đều làm tăng áp lực chi phí lãi vay cho PAC.

TS ngắn hạn	1,577	1,714	1,558	1,476	1,595
Tiền và ĐT ngắn hạn	734	773	738	659	770
Phải thu ngắn hạn	287	288	119	242	281
Tồn kho	530	620.65	650	532	513
TS ngắn hạn khác	25	33	50	44	31
TS dài hạn	552	500	713	700	695
Phải thu dài hạn	5	6	8	7	7
TSCĐ	385	381	542	524	576
TS dở dang dài hạn	23	32	80	86	27
TS dài hạn khác	50	48	51	50	53
Tổng TS	2,129	2,214	2,271	2,176	2,290
Nợ phải trả	1,558	1,594	1,673	1,540	1,649
Nợ ngắn hạn	1,557	1,593	1,616	1,438	1,565
Vay ngắn hạn	1,058	1,218	1,256	1,090	1,120
Nợ dài hạn	1	1	57	103	85
Vay dài hạn	-	-	56	101	82
Vốn chủ sở hữu	570	620	598	636	641
Vốn góp	465	465	465	465	465
LN chưa phân phối	68	118	96	134	92
Tổng nguồn vốn	2,129	2,214	2,271	2,176	2,290

Khoản phải thu của KH khác tăng mạnh trong 2 quý đầu năm. Tuy nhiên, BSC cho rằng việc tăng khoản phải thu là tính thời vụ cho hoạt động của công ty.

Các khoản vay chịu lãi suất 5.4% - 7% đối với VNĐ, phục vụ cho vốn lưu động. Công ty cũng có khoản vay USD trị giá khoảng 365 triệu VND, với lãi suất 3.6% - 4.9%

% yoy DT	14.8%	11.6%	24.6%	4.4%	3.4%
Biên ln gộp	14.1%	17.7%	12.8%	12.7%	17.6%
Lãi vay/DTT	1.1%	1.5%	2.4%	1.9%	1.9%
CP bán hàng/DTT	7.4%	7.5%	2.2%	4.8%	8.3%
CP QLDN/DTT	2.1%	0.9%	2.0%	1.5%	1.7%
Biên ln thuần	3.7%	6.5%	7.1%	4.8%	5.4%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.01	1.08	0.96	1.03	1.02
Hsố TT nhanh	0.66	0.67	0.53	0.63	0.67
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.74	0.77	0.69	0.68	0.70
TSDH/ TTS	0.26	0.23	0.31	0.32	0.30
Hsố Nợ/ TTS	0.73	0.72	0.74	0.71	0.72
Hsố Nợ/ VCSH	2.73	2.57	2.80	2.42	2.57
Nợ ngắn hạn / TTS	0.73	0.72	0.71	0.66	0.68
Nợ DH / TTS	0.00	0.00	0.03	0.05	0.04
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	4.00	3.93	4.19	4.83	4.52
Vquay phải thu	14.33	20.75	32.48	15.12	13.59
Vquay phải trả	13.89	19.19	15.43	16.54	16.39
Số ngày HTK	91.3	92.8	87.0	75.5	80.8
Số ngày phải thu	25.5	17.6	11.2	24.1	26.9
Số ngày phải trả	26.3	19.0	23.7	22.1	22.3
CCC	90.5	91.4	74.6	77.6	85.4
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	3.7%	6.5%	7.1%	4.8%	5.4%
LNST/VCSH (%)	17.7%	22.0%	25.1%	24.4%	29.4%
LNST/TTS	5.3%	6.8%	7.6%	7.6%	7.9%
LN từ HĐKD/DTT	4.5%	8.1%	8.8%	6.0%	6.8%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	3.32	3.41	3.25	3.03	3.65
DT/TTS	1.33	1.42	1.43	1.39	1.34
EBIT/DT	6.1%	7.2%	8.1%	8.5%	9.3%
EBT/EBIT	81.5%	82.6%	81.7%	80.0%	79.4%
lãi ròng/LNTT	80.1%	80.1%	80.0%	79.8%	79.8%
6. Định giá					
PE	18.81	13.14	11.18	10.35	-
PB	3.63	2.88	2.94	2.65	-
EPS	0.75	0.63	0.60	0.56	-
BVPS	15.11	10.87	9.82	9.15	-
7. Tăng trưởng (%)					
TTS	5.5%	10.6%	27.7%	16.7%	7.6%
Nợ	16.2%	15.1%	47.9%	32.3%	5.8%
DTT	14.8%	11.6%	24.6%	4.4%	3.4%
LN gộp	18.1%	44.9%	63.2%	17.0%	29.1%
LNST	-48.0%	105.5%	74.9%	22.8%	52.7%
EPS	-52.5%	105.6%	62.5%	22.9%	48.8%

Hệ số thanh toán ngắn hạn vẫn ở mức an toàn.

Các chỉ số về năng lực hoạt động đều xấu đi trong quý 2.

Hầu hết trong các quý, mức định giá P/E của PAC tương đương với mức P/E trung bình ngành.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>

