

Khuyến nghị: **THEO DÕI**

Vương Chi Tâm (PTCB)

tamvc@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	45,275
Giá đóng cửa	42,000
Upside	7.8%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	46,830
Giá cut loss	40,700

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP (triệu CP)	46.47
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,952
Giá cao nhất 52 tuần	48,160
KLGD TB 10 ngày (CP)	7,772
Sở hữu NĐTNN	28.73%

Cổ đông lớn

Tập đoàn hóa chất VN	51.43%
Furukawa Battery	10.54%
Vietnam Holding	4.76%
FTIF	2.86%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

Hiện PAC đang nắm thị phần lớn thị trường pin và ắc quy tại Việt Nam (45% thị phần) và đang định hướng di dời nhà máy theo chủ trương của tỉnh Đồng Nai trước năm 2022.

CHỜ ĐỢI THOÁI VỐN

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI mã cổ phiếu PAC với giá mục tiêu 45,275 VND/cp (Upside 7.8%) dựa theo 2 phương pháp định giá là FCFE (50%) và FCFF (50%). Hiện nay, PAC đang được giao dịch với P/E = 17.71x, cao hơn so với trung bình ngành hóa chất trong nước hiện tại là 7.9x.

Dự báo kết quả kinh doanh.

Chúng tôi dự báo, PAC sẽ ghi nhận DTT 2018 và 2019 lần lượt đạt 2,948 tỷ VND (+12.8% yoy) và 3,063 tỷ VND (+3.9% yoy) với giả định sản lượng pin +5% hàng năm, sản lượng ắc quy tăng trưởng nhẹ hàng năm do đã gần hết công suất + cạnh tranh gay gắt, LNST đạt 141 tỷ VND (+3.7% yoy) và 146 tỷ VND (+3.7% yoy) với giả định giá NVL không có nhiều biến động. EPS 2018 = 2,829 VND/cp và EPS 2019 = 2,934 VND/cp (đã trừ 7% quỹ KTPL). P/E F 2018 = 16x, P/E F 2019 = 15.5x.

Catalyst

- Giá chỉ và kẽm đã giảm so với quý 1 và quý 2/2018.
- Vinachem dự kiến thoái vốn, giảm tỉ lệ sở hữu tại PAC xuống mức 36% trong thời gian tới.

Rủi ro đầu tư:

- Biến động giá nguyên liệu dẫn đến chi phí đầu vào tăng mạnh.
- Tiến độ di dời nhà máy tại Đồng Nai (không tăng được công suất).

Cập nhật KQKD

KQKD 3Q2018. Trong quý 3/2018, PAC ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 770 tỷ VND (+11.64% yoy) và 50 tỷ VND (+106% yoy). Lũy kế 3Q2018, DTT = 2297 tỷ VND (+10.64% yoy) và LNST = 109 tỷ VND (+7.6% yoy).

Sản lượng 9M2018 không có nhiều biến động, -1% yoy. Giá bán các sản phẩm của PAC đã tăng 5% từ tháng 5/2018. Giá đồng và chì (chiếm hơn 60% trong chi phí NVL) đã có xu hướng ổn định ở mức 2,400 USD/tấn (chì) và 2,700 USD/tấn (đồng). Biên LNG của PAC hiện ở mức 14.4% (cùng kỳ 12.7%).

Di dời nhà máy tại KCN Biên Hòa trước 2022 với vốn đầu tư khoảng 1,500 tỷ VND giúp nâng công suất sản xuất ắc quy lên 5 triệu KW. Tuy nhiên, việc di dời nhà máy cũng sẽ tăng chi phí khấu hao của DN.

KQKD 3Q2018. Trong quý 3/2018, PAC ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 770 tỷ VND (+11.64% yoy) và 50 tỷ VND (+106% yoy). Lũy kế 3Q2018, DTT = 2297 tỷ VND (+10.64% yoy) và LNST = 109 tỷ VND (+7.6% yoy). KQKD của PAC trong quý 3 tăng trưởng đột biến về LN do việc tăng giá bán 5% từ tháng 5/2018 và giá NVL giảm so với 1H2018.

Cơ cấu doanh thu. Chia theo sản phẩm: Pin 10%, Ắc quy 90%. Chia theo thị trường: 18% XK, 7% OEM, 75% thay thế. Thị phần hiện nay chiếm khoảng 40%-45%.

Sản lượng 9M2018 không có nhiều biến động. Trong 9T2018, sản lượng về pin ắc quy của PAC -1% yoy, tăng trưởng chủ yếu từ tăng giá bán. Tuy nhiên, nếu chỉ xét trong quý 3/2018, sản lượng bị ảnh hưởng giảm nhẹ do giá bán tăng trong khi giá các sản phẩm ắc quy cùng loại không thay đổi. (1H2018: sản lượng tăng 2% yoy).

Giá NVL đầu vào không có nhiều biến động. Hiện nay, giá đồng và chì đã có xu hướng ổn định ở mức 2,400 USD/tấn (chì) và 2,700 USD/tấn (đồng) khiến DN ghi nhận LN cao (Trong 1H2018, giá chì 2,500 USD/tấn +7.75% yoy, giá kẽm = 3000 USD/tấn +20% yoy). PAC luôn có chính sách điều chỉnh chiết khấu phù hợp với giá NVL đầu vào, do đó trong thời gian tới có thể sẽ tăng chiết khấu cho đại lý từ mức 6-7% lên 10%-11% (cạnh tranh cao). Biên LNG của PAC hiện ở mức 14.4% (cùng kỳ 12.7%).

Di dời nhà máy tại KCN Biên Hòa trước 2022. Hiện nay DN đang tìm kiếm mua khoảng 8ha (khoảng 200 tỷ VND) để di dời nhà máy, 300 tỷ VND mua máy đột dập (nâng cao chất lượng sản phẩm, hạn chế hao hụt) và 1,000 tỷ VND để xây nhà máy + mua thêm máy móc mở rộng (800 tỷ VND từ máy móc). Dự kiến đến 2023 sẽ tăng công suất lên 5 triệu KW. (hiện nay 2,4 triệu KW). Chúng tôi lưu ý việc nay sẽ làm tăng khấu hao cho PAC sau khi di dời.

Vinachem thoái vốn tại PAC, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36%. Kế hoạch 4Q2018, tuy nhiên dự kiến có thể dời sang năm sau.

Dự báo KQKD 2019. Chúng tôi dự báo, PAC sẽ ghi nhận DTT 2018 và 2019 lần lượt đạt 2,948 tỷ VND (+12.8% yoy) và 3,063 tỷ VND (+3.9% yoy) với giả định sản lượng pin +5% hàng năm, sản lượng ắc quy tăng trưởng nhẹ hàng năm do đã gần hết công suất + cạnh tranh gay gắt, LNST đạt 141 tỷ VND (+3.7% yoy) và 146 tỷ VND (+3.7% yoy) với giả định giá NVL không có nhiều biến động. EPS 2018 = 2,829 VND/cp và EPS 2019 = 2,934 VND/cp (đã trừ 7% quỹ KTPL). P/E F 2018 = 16x, P/E F 2019 = 15.5x.

PAC - CTCP PIN ÁC QUY MIỀN NAM
Phân tích tài chính
16/11/2018

BSC

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Doanh thu thuần	689	537	729	798	770
LN gộp	94	53	82	112	136
DT tài chính	12	11	11	12	13
CP tài chính	(9)	(9)	(9)	(13)	(22)
Lãi vay	(7)	(8)	(7)	(9)	(11)
CP bán hàng	(55)	(13)	(37)	(59)	(58)
CP QLDN	(12)	(9)	(10)	(17)	(7)
Lãi/lỗ HĐKD	30	34	37	36	62
TN nhập khác (ròng)	1	0	(0)	1	0
LN trước thuế	30	34	37	37	62
LN sau thuế	24	27	29	29	50
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	24	27	29	29	50
EPS					

TS ngắn hạn	1,525	1,195	1,131	1,577	1,714
Tiền và DT ngắn hạn	607	426	371	734	773
Phải thu ngắn hạn	203	96	160	287	288
Tồn kho	677	625	565	530	621
TS ngắn hạn khác	38	48	35	25	33
TS dài hạn	477	584	734	552	500
Phải thu dài hạn	6	5	4	5	6
TSCĐ	279	417	402	385	381
TS dở dang dài hạn	115	15	13	23	32
TS dài hạn khác	44	51	49	50	48
Tổng TS	2,001	1,779	1,864	2,129	2,214
Nợ phải trả	1,385	1,131	1,164	1,558	1,594
Nợ ngắn hạn	1,383	1,130	1,163	1,557	1,593
Vay ngắn hạn	854	811	889	1,058	1,218
Nợ dài hạn	2	2	1	1	1
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	617	647	700	570	620
Vốn góp	465	465	465	465	465
LN chưa phân phối	122	149	221	68	118
Tổng nguồn vốn	2,001	1,779	1,864	2,129	2,214

% yoy DT	25%	-11%	5%	15%	12%
Biên LN gộp	13.6%	9.8%	11.3%	14.1%	17.7%
Lãi vay/DTT	1.0%	1.5%	1.0%	1.1%	1.5%
CP bán hàng/DTT	8.0%	2.3%	5.0%	7.4%	7.5%
CP QLDN/DTT	1.7%	1.6%	1.4%	2.1%	0.9%
Biên LN thuần	3.5%	5.1%	4.0%	3.7%	6.5%

DTT và LNST Q3/2018 lần lượt đạt 770 tỷ VND (+11.64% yoy) và 50 tỷ VND (+106% yoy). LNST tăng do việc tăng giá bán 5% từ tháng 5/2018 và giá NVL giảm so với 1H2018. Giá đồng và chì (chiếm hơn 60% trong chi phí NVL) đã có xu hướng ổn định ở mức 2,400 USD/tấn (chì) và 2,700 USD/tấn (đồng).

Biên LNG ở mức 17.7%, cải thiện so với mức 13.6% cùng kỳ.

Chi phí tài chính tăng do (1) Nợ vay tăng tài trợ cho SXKD, (2) lỗ tỷ giá tăng do DN phải nhập NVL bằng ngoại tệ.

Tiền và DT ngắn hạn lớn (45%) do DN trừ tiền để dùng cho việc di dời nhà máy.

Phải thu KH tăng 42% yoy

Hàng tồn kho giữ ở mức ổn định.

Nợ ngắn hạn tăng 15% yoy dùng để tài trợ cho HTK và phải thu ngắn hạn.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh toán Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018

Hsố TT ngắn hạn	1.10	1.06	0.97	1.01	1.08
Hsố TT nhanh	0.59	0.46	0.46	0.66	0.67

Khả năng thanh toán được cải thiện.

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.76	0.67	0.61	0.74	0.77
TSDH/ TTS	0.24	0.33	0.39	0.26	0.23
Hsố Nợ/ TTS	0.69	0.64	0.62	0.73	0.72
Hsố Nợ/ VCSH	2.25	1.75	1.66	2.73	2.57
Nợ ngắn hạn / TTS	0.69	0.64	0.62	0.73	0.72
Nợ DH / TTS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Cơ cấu vốn:

Cơ cấu tài sản ở mức 77% TSNH, 23% TSDH.
 Nợ NH chiếm cơ cấu lớn do DN cần phải tài trợ cho HTK.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	3.6	3.9	3.8	4.0	3.9
Vquay phải thu	23.8	39.7	17.4	14.3	20.7
Vquay phải trả	18.4	19.7	16.2	13.9	19.2
Số ngày HTK	100.1	93.7	95.0	91.3	92.8
Số ngày phải thu	15.3	9.2	20.9	25.5	17.6
Số ngày phải trả	19.9	18.6	22.5	26.3	19.0
CCC	95.6	84.3	93.5	90.5	91.4

Năng lực hoạt động cải thiện so với cùng kỳ.

Số ngày HTK giảm, CCC được cải thiện.

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	3.5%	5.1%	4.0%	3.7%	6.5%
LNST/VCSH (%)	24.3%	21.1%	21.7%	17.7%	22.0%
LNST/TTS	7.6%	7.4%	7.1%	5.3%	6.8%
LN từ HĐKD/DTT	4.3%	6.3%	5.1%	4.5%	8.1%

Khả năng sinh lời cải thiện hơn so với 2Q2018.

Do việc tăng giá bán 5% từ tháng 5/2018 và giá NVL giảm so với 1H2018

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	3.08	2.85	2.81	3.32	3.41
DT/TTS	1.45	1.51	1.37	1.33	1.42
EBIT/DT	0.08	0.07	0.07	0.06	0.07
EBT/EBIT	0.90	0.87	0.86	0.81	0.83
lãi ròng/LNTT	0.75	0.78	0.83	0.80	0.80

6. Định giá

PE	15.8	15.4	13.7	16.5	14.4
PB	3.6	2.7	2.7	3.2	3.2
EPS	3,028	2,922	2,951	2,371	2,923
BVPS	13,271	14,423	15,056	12,271	13,346

Chỉ số định giá của PAC hiện đang cao hơn so với trung bình ngành (P/E trung bình ngành hóa chất trong nước = 7.9x)

7. Tăng trưởng (%)

TTS	29%	6%	10%	5%	11%
Nợ	14.3%	13.8%	23.6%	-15.9%	0.6%
DTT	24.8%	-11.0%	5.4%	14.8%	11.6%
LN gộp	67.3%	-66.5%	10.1%	18.1%	44.9%
LNST	-23.8%	-30.9%	41.4%	-48.0%	105.5%
EPS					

11/16/2018

Điểm nhấn kỹ thuật

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá trung hạn, tích lũy ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD: Giảm xuống dưới mức 0
- Khối lượng giao dịch: Giảm
- MA: Các đường MA20, MA50, MA100 cắt nhau

Nhận định

PAC là cổ phiếu thuộc nhóm ngành Phụ tùng ô tô đang trong xu hướng tăng giá trung hạn, tích lũy ngắn hạn. Hiện tại, giá PAC đang hình thành mô hình tiếp diễn Flag, giá cổ phiếu liên tục thử thách vùng giá 41.9, cho thấy đây là vùng kháng cự mạnh. Trong đợt tăng giá này, PAC đã liên tiếp phá qua các đỉnh giá cũ, cho thấy đây là đợt tăng của sóng đẩy của xu hướng cấp 1, vùng điều chỉnh tích lũy hiện tại là xu hướng cấp II. Nếu giá tăng phá lên vùng tích lũy này kết hợp thêm điều kiện khối lượng giao dịch tăng, nhiều khả năng PAC sẽ tiếp tục tăng giá trung hạn.

Khuyến nghị Nhà đầu tư có thể xem xét gia nhập thị trường theo kịch bản như sau: Mức giá vào lệnh: 42.8 – Cut loss: 40.7 – Take profit: 46.83.

Đồ thị kỹ thuật



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

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

