

CTCP PIN ÁC QUY MIỀN NAM (PAC) – CẬP NHẬT

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Ngày 30/9/2009

COMPANY OVERVIEW

CTCP Pin Ác Quy Miền Nam (Pinaco) là công ty sản xuất pin và ắc quy có quy mô lớn nhất ở Việt Nam, sở hữu những thương hiệu nổi tiếng như “Con Ó,” “Đồng Nai,” JP, và Pinaco. Được thành lập năm 1996, tiền thân là một công ty quốc doanh thuộc Tổng công ty Hóa Chất Việt Nam, Pinaco được cổ phần hóa năm 2004 và niêm yết trên HOSE vào tháng 11/2007.

Sản phẩm chủ lực của công ty bao gồm ắc quy (chiếm 85% tổng doanh thu) và pin (15%). Ắc quy chủ yếu được dùng trong mảng thay thế và gồm 3 nhóm: ắc quy xe hơi (55%), xe máy (21%), và dân dụng dùng thấp sáng (24%).

Công ty hiện đang vận hành nhà máy pin “Con Ó” ở quận 6, hai nhà máy ắc quy: Sài Gòn- khu công nghiệp Tân Tạo và Đồng Nai- Biên Hòa. Hiện tại Pinaco có công suất hằng năm lên đến 250 triệu viên pin và 1.080.000kWh ắc quy.

THÔNG TIN CƠ BẢN

| | |
|-----------------------|--------------------|
| Ngành | Hàng hóa tiêu dùng |
| Niêm yết | HOSE |
| Mã | PAC |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 165,0 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 106.000 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 27.380 |
| Bình quân KLGD10 ngày | 125.325 |

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

| | |
|----------------------|---------|
| Giá (1/10/2009) | 100.000 |
| Vốn hóa TT (tỷ đồng) | 1.650,0 |
| P/E trailing (x) | 9,9 |
| P/B trailing (x) | 4,4 |
| P/E forward 2009 (x) | 8,2 |
| P/B forward 2009 (x) | 3,5 |
| ROE trailing (%) | 37,0 |
| ROA trailing (%) | 25,8 |

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH 1H 2009

| | |
|-----------------------|-------|
| Doanh thu (tỷ đồng) | 630,3 |
| LN sau thuế (tỷ đồng) | 88,6 |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 29,3 |
| Tỷ suất LN thuần (%) | 14,1 |
| Nợ/Vốn (%) | 19,3 |

Tiếp nối kết quả hoạt động đầy ấn tượng trong Q2, Pinaco đã đưa ra ước thực hiện kết quả Q3 rất khả quan với doanh thu 330 tỷ và LNT 59 tỷ, tăng 4% và 64% so với kết quả của cùng kì năm ngoái.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM

Sức tiêu thụ mạnh được duy trì. Các dây chuyền của Pinaco đang chạy hết công suất mà vẫn không đáp ứng đủ nhu cầu. Sản lượng tiêu thụ Q3 tăng 17% so với cùng kì năm ngoái và tổng sản lượng 9 tháng tăng 15-16% so với 9 tháng 2008. Tuy nhiên doanh thu 9 tháng đầu năm chỉ đạt mức bằng với năm ngoái do Pinaco đã giảm giá bán 15% so với 9T 2008. Thị phần của Pinaco mở rộng từ 50% trong 2008 lên đến 55% cuối Q3 2008 (trong đó ắc quy xe tải chiếm 60-70% thị phần nội địa, ắc quy cho xe hơi chiếm 40-50% thị phần, ắc quy cho xe máy 30% và ắc quy dân dụng 30%). Có thể nói rằng Pinaco đã rất thành công trong việc củng cố vị trí đầu ngành của mình và chuẩn bị tốt đầu ra khi mở rộng sản xuất trong thời gian tới.

Nhu cầu ắc quy cho xe máy đột ngột tăng mạnh trong Q1 tiếp tục kéo dài sang Q2, cùng với dây chuyền ắc quy kín cho xe máy đi vào hoạt động đã giúp cho sản lượng ắc quy cho xe máy của Pinaco tăng đến 33% yoy so với mức tăng 25% yoy trong Q1. Thêm vào đó, do Q2 là thời điểm bắt đầu mùa mưa, ắc quy dân dụng tăng 22% so với cùng kì năm trước cũng đóng góp đáng kể vào doanh thu và lợi nhuận của Q2.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh trong Q2 do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm và tỷ lệ ắc quy tiêu thụ trong nước tăng. LNST của Pinaco tăng 190% trong sáu tháng đầu năm so với cùng kì năm trước. Lợi nhuận cao hơn dự kiến được hỗ trợ bởi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh từ 15,2% trong 1H 2008 lên 29,3% trong 1H 2009. Pinaco đã tận dụng được thời điểm giá chi xuống đến đáy trong Q1 để mua nguyên vật liệu giá thấp sử dụng trong sản xuất của Q2. Thêm vào đó, phần lớn tăng trưởng trong tiêu thụ chủ yếu từ thị trường trong nước (doanh thu từ thị trường trong nước tăng 19% yoy, nhanh hơn nhiều so với mức tăng doanh thu bình quân 15%) và tiêu thụ trong nước thường cho tỷ lệ lợi nhuận gộp cao hơn là xuất khẩu, nên tỷ suất lợi nhuận gộp của Pinaco đã cải thiện đáng kể trong nửa đầu 2009.

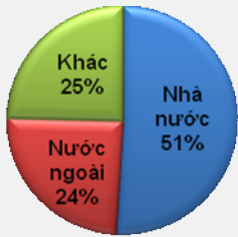
Mặc dù chi phí bán hàng tăng mạnh từ 3,4% doanh thu trong 1H 2008 lên 6,5% trong 1H 2009 do phải nỗ lực để mở rộng thị phần, nhưng Pinaco đã kết thúc sáu tháng đầu năm với LNST đạt 88,6 tỷ, tăng 190% so với cùng kì năm ngoái, mà không phải hoàn nhập thêm dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong Q2 (Q1 hoàn nhập 10,2 tỷ).

Lợi nhuận Q3 giữ ở mức cao khi hoàn nhập dự phòng bù đắp cho biến động trong giá chi. Với giá chi tăng từ bình quân 1.150USD/tấn trong Q1 lên 1.500USD/tấn trong Q2 và đang ở đỉnh của năm 2009 với mức giá đến 2.270USD/tấn vào cuối Q3 do những quan ngại trước tin Trung Quốc sẽ đóng cửa nhiều nhà máy luyện kim vì ô nhiễm, tỷ suất lợi nhuận gộp có phần suy giảm trong Q3. Tuy nhiên, hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho đã bù đắp cho những biến động bất lợi trong giá chi. LNTT trong Q3 nếu không tính đến khoản hoàn nhập dự phòng là 14 tỷ, vẫn tăng 25% so với cùng kì năm ngoái. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2009, Pinaco dự kiến sẽ đạt 960 tỷ doanh thu và 160 tỷ LNTT, tương đương với doanh thu 9 tháng đầu 2008 nhưng LNTT tăng 124%.

TRIỂN VỌNG 2009

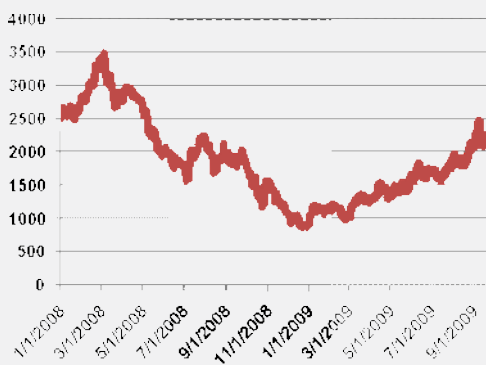
Với Q4 vốn là thời gian cao điểm do nhu cầu về ắc quy và pin thường tăng vào dịp giáp tết, cân nhắc về diễn biến giá chi và giá định Pinaco sẽ hoàn nhập thêm toàn bộ 29 tỷ dự phòng giảm giá hàng tồn kho còn lại vào lợi nhuận Q4,

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



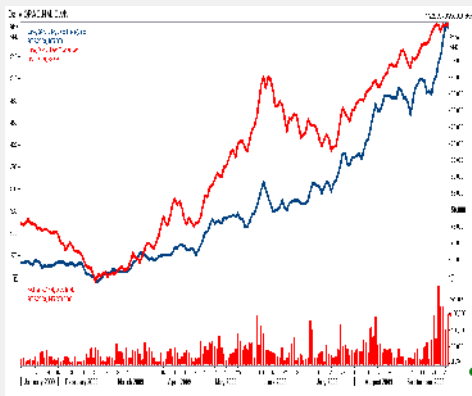
Nguồn: Pinaco

GIÁ CHÌ KÌ HẠN 3 THÁNG LME (USD/tấn)



Nguồn: Datastream

BIỂU ĐỒ GIÁ CỔ PHIẾU



Nguồn: Reuters

Chúng tôi dự phóng Q4 doanh thu sẽ đạt 350 tỷ và LNTT 71 tỷ. Cho cả năm 2009, chúng tôi ước tính Pinaco đạt 1.310 tỷ và lợi nhuận ròng sẽ là 202 tỷ, tương ứng với EPS 12.234 đồng.

Trong những năm sắp tới, chúng tôi tin rằng tiềm năng tăng trưởng của Pinaco là vững chắc. Tuy biến động trong giá chì có thể ảnh hưởng đến kết quả hoạt động của công ty trong tương lai, Pinaco vẫn không phải lo lắng quá nhiều ở mức giá chỉ dao động từ 2.200-2.300USD/tấn như hiện tại. Thêm vào đó, như đã đề cập ở báo cáo cập nhật trước, Pinaco có được thuận lợi trong đặc trưng cạnh tranh của ngành và là công ty dẫn đầu trong sản xuất pin và ắc quy trong nước, Pinaco hoàn toàn có khả năng san sẻ bớt những khó khăn của công ty cho khách hàng.

CÁC DỰ ÁN QUAN TRỌNG

Sẵn sàng cho tương lai với nhà máy Nhơn Trạch. Loại trừ yếu tố biến động trong giá chì, tỷ suất lợi nhuận dự kiến tiếp tục cải thiện trong tương lai do Pinaco tiếp tục đặt trọng tâm vào sản xuất ắc quy. Nhà máy Nhơn Trạch-Đồng Nai sẽ đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận của Pinaco bắt đầu từ Q4/2010. Lễ động thổ cho giai đoạn 1 với công suất thiết kế 600.000kWh/năm (tăng 55% so với công suất hiện tại) đã diễn ra vào ngày 10/8/2009. Nhà máy sẽ bổ sung nhiều dòng sản phẩm cao cấp cho Pinaco như ắc quy không cần bảo dưỡng cho xe ô tô CMF (khoảng 150.000kWh/năm), ắc quy khô cho xe máy, xe đạp điện và cho bưu chính viễn thông.

Dự án tái chế ắc quy. Pinaco sẽ liên kết với một đối tác chuyên về giải pháp môi trường (IFC nắm 15% cổ phần trong công ty đối tác) để thành lập một công ty tái chế ắc quy. Pinaco sẽ nắm 49% sở hữu trong công ty mới. Dự kiến tổng vốn đầu tư cho dự án ước tính là 10 triệu USD. Pinaco đang tìm kiếm địa điểm cho dự án và đang cân nhắc giữa Phước Hiệp Củ Chi và Đồng Nai. Nếu thực hiện thành công dự án sẽ hỗ trợ cho Pinaco cả về đầu vào lẫn đầu ra, giúp công ty chủ động hơn trong nguồn nguyên liệu, tận dụng mạng lưới phân phối, kích thích bán hàng và đáp ứng được những yêu cầu về môi trường.

KHUYẾN NGHỊ

Là công ty dẫn đầu trong ngành, có thương hiệu uy tín lâu đời và sở hữu một hệ thống phân phối rộng khắp với chất lượng phục vụ vượt trội, Pinaco tiếp tục giữ những thế mạnh của mình với tỷ suất lợi nhuận ROA và ROE luôn ở mức cao và ngày càng cải thiện. Tuy nhu cầu cho ắc quy thay thế vốn khá ổn định, Pinaco có tiềm năng tăng trưởng lớn khi nền kinh tế bắt đầu hồi phục, khi nhu cầu xe vận tải và số lượng xe ô tô lưu hành tăng lên.

Tại mức giá hiện tại 100.000đồng/cổ phiếu (ngày 1/10/2009), Pinaco đang được giao dịch với P/E forward 2009 8.2x. Xét đến tính ổn định trong hoạt động và tiềm năng tăng trưởng của công ty, PAC là một cổ phiếu tốt để đầu tư dài hạn, với mức giá mục tiêu là 120.000 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E 2009 10x.

Chúng tôi cũng lưu ý là Pinaco đang xin ý kiến cổ đông để phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 4:1 (dự kiến thực hiện vào tháng 12/2009). Việc tăng thêm cung cổ phiếu sẽ giúp cải thiện phần nào tính thanh khoản của PAC trong thời gian tới.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| KẾT QUẢ HĐKD (tỷ đồng) | 2007A | 2008A | 1H 2009 | 2009F |
|---|--------------|---------------|----------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 989.8 | 1,241.2 | 630.5 | 1,310.3 |
| Giá vốn hàng bán | 851.9 | 999.7 | 445.5 | 894.2 |
| Lợi nhuận gộp | 137.9 | 241 | 185 | 416.0 |
| Lợi nhuận từ HĐ SXKD | 81.5 | 165.1 | 134.2 | 313.9 |
| LNTT | 52.2 | 90.6 | 101.3 | 230.7 |
| LNST | 44.9 | 77.8 | 88.6 | 201.9 |
| CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng) | 2007A | 2008A | 1H 2009 | 2009F |
| Tiền | 39.8 | 62.6 | 66.7 | 62.4 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | - | 69.3 | 131.3 | 115.5 |
| Phải thu ngắn hạn | 113.5 | 67.3 | 90.3 | 72.8 |
| Hàng tồn kho | 218.9 | 196.8 | 116.2 | 196.0 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 0.7 |
| Tài sản cố định | 66.0 | 60.0 | 83.9 | 104.0 |
| Chi phí xây dựng dở dang | 0.2 | 16.0 | 5.5 | 38.9 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Tài sản dài hạn khác | 3.1 | 32.9 | 30.5 | 30.5 |
| TỔNG TÀI SẢN | 442.4 | 505.9 | 525.6 | 620.9 |
| Nợ ngắn hạn | 173.0 | 85.8 | 70.2 | 59.8 |
| Phải trả ngắn hạn | 71.8 | 108.3 | 86.9 | 92.4 |
| Nợ dài hạn | 1.9 | 1.5 | 1.6 | 1.5 |
| Vốn điều lệ | 120.0 | 165.0 | 165.0 | 165.0 |
| Thặng dư vốn | 17.4 | 62.3 | 62.3 | 62.3 |
| Cổ phiếu quỹ | - | (12.7) | (19.1) | (19.1) |
| LN chưa phân phối | 26.3 | 41.0 | 79.3 | 192.4 |
| Quỹ khác | 32.0 | 54.9 | 79.5 | 66.7 |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 442.4 | 505.9 | 525.6 | 620.9 |
| LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ | 2007A | 2008A | 1H 2009 | |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD | 8,9 | 89,5 | 141,7 | |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT | (63,0) | (141,5) | (92,3) | |
| Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC | 129,9 | (7,4) | (45,3) | |
| Lưu chuyển tiền thuần trong kì | 75,9 | (59,4) | 4,1 | |
| Tiền và tương đương tiền đầu kì | 16,1 | 92,0 | 62,6 | |
| Tiền và tương đương tiền cuối kì | 92,0 | 32,6 | 66,7 | |
| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | 2007A | 2008A | 1H 2009 | 2009F |
| Tăng trưởng DT (%) | 46,8 | 25,4 | (2,4) | 5.6 |
| Tỷ suất LN gộp (%) | 13,9 | 19,5 | 29,3 | 31.8 |
| LN từ HĐKD/DT (%) | 8,2 | 13,3 | 21,3 | 24.0 |
| ROA trailing (%) | 10,1 | 15,4 | 25,8 | 32.5 |
| ROE trailing (%) | 22,9 | 25,1 | 37,0 | 43.2 |
| ROIC trailing (%) | 12,2 | 19,6 | 31,0 | 38.3 |
| EPS (VND) | 3.740 | 4.713 | 8.234 | 12,234 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 89,1 | 26,0 | n/a | 159.6 |

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

| | |
|--------------------|--|
| Trịnh Thanh Cần | can.trinh@vcsc.com.vn |
| Hoàng Thị Hoa | hoa.hoang@vcsc.com.vn |
| Ông Thị Thanh Thảo | thao.ong@vcsc.com.vn |
| Đinh Thị Như Hoa | hoa.dinh@vcsc.com.vn |
| Nguyễn Ngọc Ý Nhi | nhi.nguyen@vcsc.com.vn |
| Võ Phúc Nguyên | nguyen.vo@vcsc.com.vn |
| Trương Vĩnh An | an.truong@vcsc.com.vn |
| Võ Xuân Quỳnh | quynh.vo@vcsc.com.vn |
| Lê Chí Hiếu | hieu.le@vcsc.com.vn |
| Vũ Thành Tú | tu.vu@vcsc.com.vn |

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam
ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209
<http://www.vcsc.com.vn>