

## MCK: PAC (HOSE)

## CÔNG TY CỔ PHẦN PIN ẮC QUY MIỀN NAM

## NẮM GIỮ

ĐỊNH GIÁ 78.000

Chuyên viên: Đoàn Thị Thanh Trúc

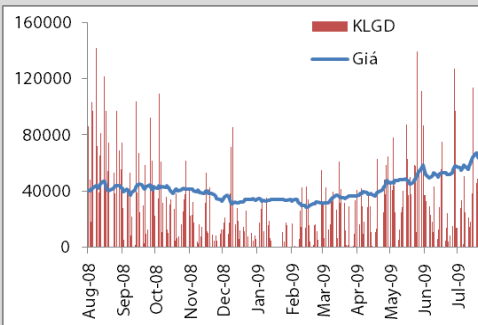
Email: truc.dtt@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 306

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (10/08/2009)	71.000
Giá cao nhất (52 tuần)	71.000
Giá thấp nhất (52 tuần)	28.500
Số CP đang lưu hành	16.021.790
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.138
P/E (EPS 4 quý)	8,48
P/BV (BV 31/06/09)	3,27

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: VDSC

## CTCP PIN ẮC QUY MIỀN NAM

321 Trần Hưng Đạo – Quận 1 - TpHCM

ĐT: +84 8 3920 3062

Fax: +84 8 3920 3060

Website: www.pinaco.com

Email: pinaco@hcm.vnn.vn

## CÔNG NGHIỆP – SẢN PHẨM VÀ DỊCH VỤ CÔNG NGHIỆP

Chúng tôi ước tính giá trị PAC theo các phương pháp định giá vào khoảng 78.000 đồng/CP, cao hơn 9,9% so với giá tham chiếu ngày 11/08/09. Nhà đầu tư có thể nắm giữ cổ phiếu PAC, và lựa chọn mức giá hợp lý để mua vào đối với quyết định đầu tư dài hạn.

Trước hết chúng tôi bảo lưu quan điểm đã đưa ra trong báo phân tích “VDSC-PAC tháng 10/2008”, đó là PAC phù hợp với khẩu vị đầu tư an toàn, rủi ro thấp và tỷ suất sinh lời vừa phải.

PAC là công ty chỉ tập trung vào hoạt động kinh doanh chính. Công ty đã gây dựng được một thương hiệu vững vàng và mạng lưới các nhà phân phối đại lý rộng khắp trên toàn quốc. Hoạt động kinh doanh có được sự tăng trưởng bền vững một cách bất ngờ ngay trong điều kiện kinh tế khó khăn. Hiệu quả kinh doanh tốt hơn qua mỗi năm. Cho dù điều này đến từ thuận lợi khách quan hay chủ quan, chúng tôi cũng đánh giá rất cao kết quả kinh doanh của PAC trong các năm gần đây.

Đặc biệt, quyết định khởi công xây dựng nhà máy sản xuất ắc quy mới tại khu công nghiệp Nhơn Trạch, vào đầu tháng 8/2009, dự kiến hoàn thành vào tháng 4/2010, giai đoạn 1 nâng công suất lên 1,6 lần, mở ra cơ hội tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của Công ty trong các năm tới. Ngoài ra, Công ty cũng đã định hướng sẽ tiến hành đầu tư dây chuyền tái chế nguyên vật liệu là một giải pháp đối với môi trường và có khả năng tiết kiệm đến 50% chi phí nguyên liệu chính.

Gần hơn, với kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khả quan và tình hình thị trường có xu hướng thuận lợi, kết quả cả năm 2009 kỳ vọng sẽ vượt xa so với kế hoạch.

Chúng tôi chỉ lưu ý nhà đầu tư ngắn hạn là biến động giá của PAC trong quá khứ là khá thấp, do đó PAC có vẻ phù hợp với nắm giữ dài hạn hơn là tìm kiếm lợi nhuận trong các sóng biến động giá.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
7/8/2009	68.000	67.210	80.600	7.410	0	0
6/8/2009	65.500	34.960	25.340	33.890	7.620	0
5/8/2009	67.000	33.090	29.840	30.640	6.100	0
4/8/2009	66.500	37.770	14.490	37.200	148.000	14.730
3/8/2009	66.000	28.490	3.500	30.860	2.000	0

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2008	2009 KH	6T/2009	2009 dự báo
Doanh thu	1.241	1.200	630	1.278
Lợi nhuận trước thuế	91	-	101	189
Lợi nhuận sau thuế	78	95	89	161
Vốn điều lệ	165	165	165	165
Tổng tài sản	506		526	613
Vốn chủ sở hữu	306		358	373
ROA	15%			26,3%
ROE	25%			43,3%
EPS (VNĐ)	5.460	5.758		9.784
Giá trị sổ sách (VNĐ)	18.559	-	21.724	22.620
Tỷ lệ cổ tức	22%	>15%		25,0%

Nguồn: PAC, VDSC ước tính

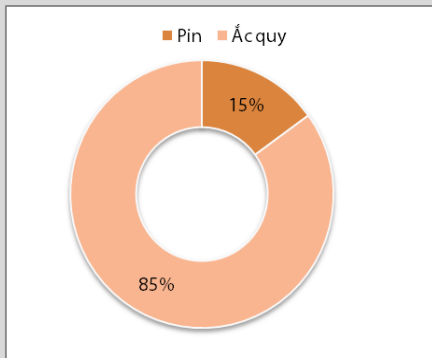
Ngày 10/08/2009

<b>Thành lập</b>	Năm 1976
<b>Cổ phần hóa</b>	Năm 2004
<b>Nhân sự (31/12/2008)</b>	1.068 người

**Quản trị - Điều hành**

- Nguyễn Thị Kim Thảo, CT.HĐQT
- Trần Thanh Văn, TV.HĐQT
- Lê Hữu Nghị, TV.HĐQT, TGĐ
- Mai Văn Hùng, TV. HĐQT
- Phạm Kiều Diễm, TV. HĐQT
- Trương Võ Văn Chính, Phó TGĐ

**Cơ cấu doanh thu 2008**



Nguồn: Báo cáo thường niên 2008

**Diễn biến giá chì**



**Diễn biến giá kẽm**



Nguồn: London Metal Exchange

**CÔNG TY**

Pinaco, tiền thân là doanh nghiệp nhà nước được Tổng cục hóa chất thành lập trên cơ sở quốc hữu hóa toàn bộ các nhà máy sản xuất pin và ắc quy tại phía Nam vào năm 1976.

Công ty có hai nhà máy và một cơ sở sản xuất, cung cấp ra thị trường các sản phẩm pin và ắc quy với các thương hiệu pin Con Ó, ắc quy Đồng Nai,... chiếm tổng thị phần hơn 50%.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

**Sản phẩm – năng lực sản xuất**

Sản phẩm gồm có ắc quy và pin với tỷ trọng trong doanh thu lần lượt là 85%, 15%. Công suất thiết kế đối với ắc quy là 1 triệu Kwh/năm, hiện tại, PAC đã vượt công suất này. Đối với sản phẩm pin, công suất cũng đã được nâng lên đến 250 triệu viên/năm so với 183 triệu viên năm 2005.

**Sản phẩm ắc quy:** Công ty sản xuất đa dạng nhiều chủng loại gồm ắc quy chì axit cho xe hơi, xe tải, xe gắn máy và dân dụng (thắp sáng) với nhãn hiệu Đồng Nai, JP, Sakura, Sài Gòn, Cửu Long. Trong đó, doanh thu ắc quy ô tô có tỷ trọng khoảng 75%, ắc quy dành cho xe gắn máy khoảng 25%.

**Sản phẩm pin:** Sản phẩm pin của công ty hầu hết là pin thường, gồm pin R03 (AAA) và R6 (AA)... với các nhãn hiệu Con Ó, Super, X Power.

**Nguyên liệu**

Nguyên vật liệu chính được dùng để sản xuất pin là kẽm, và đối với ắc quy là chì (chì chiếm đến 60% chi phí sản xuất ắc quy).

Mỗi năm, PAC phải nhập khẩu khoảng 70% giá trị nguyên vật liệu này từ nước ngoài. Giá chì đã tăng mạnh trong giai đoạn từ 2003 đến cuối 2007, sau đó liên tục giảm lại trong toàn bộ năm 2008 và đang có xu hướng tăng lại từ tháng 1/2009 đến nay. Giá kẽm biến động tương tự nhưng đạt đỉnh sớm hơn và thời gian sụt giảm kéo dài.

Việc giá nguyên vật liệu sụt giảm trong năm 2008 đã góp phần làm tăng hiệu quả kinh doanh của công ty, lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể từ quý 3/2008 đến quý 2/2009. Có nhiều khả năng giá các nguyên vật liệu này sẽ tăng nhẹ trở lại vào cuối quý 4, tuy nhiên, vẫn chưa đáng ngại.

Công ty cũng tìm nhiều biện pháp để chủ động trong vấn đề nguyên vật liệu đồng thời có kế hoạch đầu tư dây chuyền tái chế để tiết kiệm hơn nguyên liệu đầu vào chủ chốt.

**Thị trường**

Sản phẩm công ty được tiêu thụ chủ yếu trên thị trường nội địa, với mạng lưới 204 nhà phân phối và đại lý bao phủ trên toàn quốc. Xuất khẩu hiện chỉ chiếm khoảng 15%, sang các thị trường truyền thống như Campuchia, Trung Đông, HongKong.

Riêng sản phẩm ắc quy, tiêu thụ nội địa chiếm 84%, chủ yếu là cung cấp cho thị trường thay thế (98%), thị trường lắp ráp chỉ đóng góp 2% còn lại.

**Vị thế công ty**

Tổng thể, Pinaco đang đứng đầu ngành sản xuất pin và ắc quy trong nước với thị phần trên 50%. Sản phẩm chủ lực, ắc quy, chiếm khoảng 50% thị phần lắp ráp ban đầu và đến 80% thị trường thay thế. Sản phẩm pin tuy chịu sự cạnh

tranh mạnh mẽ hơn từ các sản phẩm nước ngoài và đối thủ cạnh tranh trong nước nhưng sản lượng cũng vẫn tăng trưởng trong các năm qua.

Với thương hiệu lâu năm trong ngành, thị phần chi phối, PAC giữ vị trí đầu một ngành mà cơ hội trước mắt vẫn còn rất lớn.

### **Tiềm năng tăng trưởng**

Công suất sản xuất ắc quy đã đạt mức tối đa trong năm 2008 (1 triệu KWh). Đầu tháng 8/2009, PAC đã chính thức khởi công xây dựng thêm một nhà máy ắc quy tại Nhơn Trạch, công suất giai đoạn 1 là 600.000 kwh, với vốn đầu tư khoảng 260 tỷ đồng, dự kiến hoàn thành vào tháng 4/2010.

Dự án này đã được thực hiện sau nhiều lần cân nhắc tình hình thị trường, chúng tôi cho rằng công suất được nâng lên 1,6 lần vào thời điểm 6 tháng cuối năm 2010 là bước đi cần thiết cho việc đón đầu nhu cầu thị trường. Ngoài ra, Công ty có thể tiếp tục đầu tư giai đoạn 2, nâng tổng công suất lên 3 triệu kwh trong điều kiện thị trường thuận lợi.

Bên cạnh đó, PAC cũng đang tìm kiếm đối tác cho dự án tái sinh chì, nhựa từ các bình ắc quy phế thải. Nếu dự án này được thực hiện, chi phí nguyên vật liệu sẽ được tiết kiệm đáng kể, khoảng 50% chi phí nguyên liệu chì. Khi đó, hiệu quả kinh doanh sẽ còn được nâng cao hơn.

Ngoài ra, PAC còn có dự kiến sử dụng diện tích đất 7.000 m<sup>2</sup> đang sở hữu tại Gia Phú, hợp khối với đất của Vinafood thành 12.000m<sup>2</sup>, hợp tác với Intresco để xây dựng khu nhà hỗn hợp: Trung tâm thương mại, cao ốc văn phòng, căn hộ cao cấp. Mặc dù đây là dự án dài hơi và chưa có kế hoạch cụ thể nhưng cũng là một điểm để đánh giá tiềm năng tìm kiếm lợi nhuận của Công ty.

### **Rủi ro kinh doanh**

Sản xuất pin, ắc quy phụ thuộc vào sự phát triển của tốc độ tăng tiêu dùng sản phẩm ô tô, xe máy. Trong điều kiện suy thoái, tiêu dùng các sản phẩm này bị ảnh hưởng tương đối. Tuy nhiên, phân khúc chính hiện nay của PAC vẫn đang là thị trường thay thế, nhu cầu của phân khúc này khá ổn định.

Rủi ro khác là nguyên vật liệu chính hiện nay vẫn hoàn toàn phụ thuộc vào nhập khẩu, giá cả tuy thuận lợi trong thời gian qua nhưng chu kỳ tăng giá có thể sắp bắt đầu trở lại. Vấn đề tỷ giá cũng là rủi ro cần được quan tâm khi chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá hằng năm lên đến hơn 10 tỷ đồng.

### **Đầu tư tài chính**

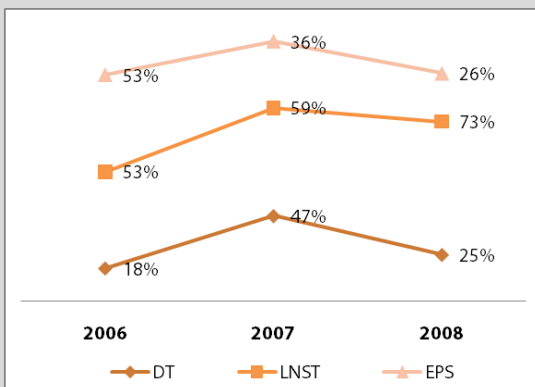
PAC là một trong số ít Công ty chuyên tâm vào hoạt động kinh doanh chủ chốt. Công ty chỉ có một khoản đầu tư 241 triệu vào cổ phiếu ngân hàng Eximbank. Nhờ vậy, PAC hầu như không chịu tổn thất đáng kể nào từ sự sụt giảm mạnh của thị trường chứng khoán và ngược lại.

### **Tình hình tài chính**

#### **Khả năng sinh lợi**

Trong ba năm trở lại đây cũng như trong 6 tháng đầu năm 2009, hầu hết các chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận, đặc biệt là EPS đều tăng trưởng trên 20%. Trong đó, lợi nhuận tăng trưởng mạnh hơn doanh thu, cho thấy hiệu quả kinh doanh ngày càng tốt hơn. Bên cạnh đó, việc duy trì tăng trưởng EPS trên 25% không phải doanh nghiệp nào cũng làm được, do tăng trưởng lợi nhuận tại các doanh nghiệp khác không tương xứng với tăng vốn điều lệ.

### **Phân tích tăng trưởng**



Ngày 10/08/2009

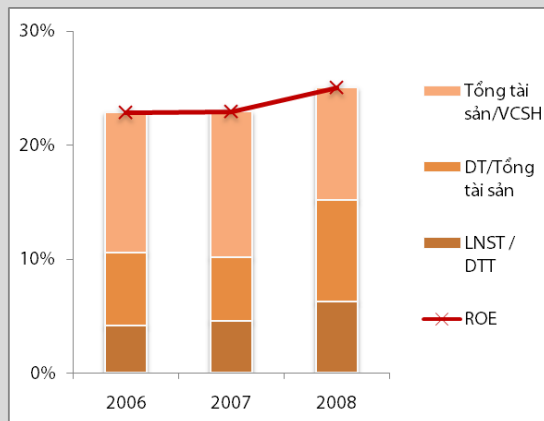
**Khả năng sinh lợi**

	2006	2007	2008
LN Gộp/DT	13,4%	13,9%	19,5%
LN HKKD/DT	6,1%	8,2%	13,3%
LNST/DT	4,2%	4,5%	6,3%
ROA	10,6%	10,1%	15,1%
ROE	22,8%	22,9%	25,1%

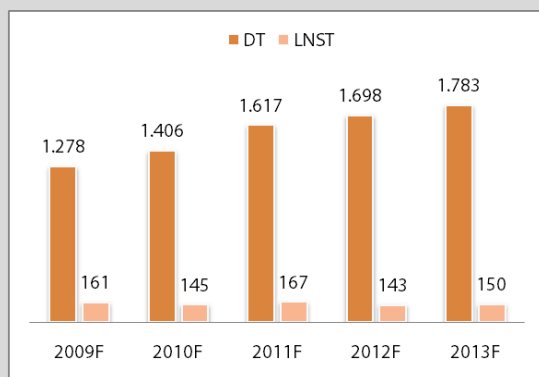
**Cấu trúc tài chính**

	2006	2007	2008
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Hàng tồn kho/TTS	41,5%	49,5%	38,3%
TSCĐ/TTS	26,7%	14,9%	11,4%
ĐTTC dài hạn/TTS	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	53,7%	55,7%	38,1%
Nợ vay/TTS	39,8%	39,1%	16,7%

Nguồn: PAC, VDSC

**Phân tích ROE**

Nguồn: PAC, VDSC

**Dự phóng Doanh thu – Lợi nhuận**

Điều đáng ngạc nhiên đối với PAC là mặc dù kinh tế thăng trầm, các chỉ số tỷ suất sinh lời hầu hết đều tăng qua các năm.

Tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2008 có sự tăng trưởng đột biến từ dưới 14% lên 19,5%, do giá nguyên vật liệu chính giảm mạnh trong khi giá bán ổn định và thị phần được mở rộng, dòng sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận tốt được tiêu thụ nhiều hơn. 6 tháng đầu năm 2009, tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục đạt kỷ lục mới, lên đến 29,3%, đẩy tỷ suất lợi nhuận biên (net margin) lên 14,1% so với mức 6,3% năm 2008.

**Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động**

Các chỉ số tài chính cho thấy sự ổn định trong hoạt động.

Nợ vay hầu hết là nợ vay ngắn hạn cần thiết trong việc bổ sung vốn lưu động và tỷ trọng không lớn so với doanh thu. PAC rất ít sử dụng nợ vay dài hạn, nguồn tiền dự kiến cho dự án nhà máy mới tại Nhơn Trạch đã được chuẩn bị theo tiến độ.

Không có điểm đặc biệt nào đáng quan ngại khi quan sát các chỉ số hiệu quả hoạt động khác như vòng quay hàng tồn kho, vòng quay khoản phải thu và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt.

Quan sát phân tích các yếu tố cấu thành suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu ROE càng cho thấy sự đóng góp hài hòa giữa các yếu tố quản trị tài sản, sử dụng đòn cân nợ và tận dụng thuận lợi của thị trường để đẩy lợi nhuận biên tăng lên.

**DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ**

Hiện nay, công suất của PAC có thể nói đã đạt đến mức tối đa, giá bán đã được điều chỉnh giảm bình quân 15% cuối năm 2008. Như vậy, khả năng biến động doanh số lớn trong năm 2009 là khó, sự tăng trưởng nếu có chỉ là do cơ cấu lại tỷ trọng các dòng sản phẩm. Do vậy, ước tính doanh thu vượt kế hoạch chỉ khoảng 3%. Các năm sau, nhà máy mới đi vào hoạt động, ước tính doanh thu sẽ tăng trưởng mỗi năm từ 5 – 15%.

Lợi nhuận gộp năm 2009 vẫn duy trì cao nhờ kết quả ấn tượng trong 6 tháng đầu năm. Và nếu như giả định khả năng giá nguyên vật liệu phục hồi nhẹ trở lại thì lợi nhuận gộp sẽ giảm lại trong các năm sau, so với 2009.

**Các tham số trong mô hình định giá**

Tăng trưởng dài hạn: căn cứ trên đặc điểm khó gia nhập ngành, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng 5 năm tới của PAC là có thể kỳ vọng, tuy nhiên, đối với tăng trưởng dài hạn, chúng tôi chỉ đưa ra mức tăng trưởng thận trọng 3% và 1% cho các giai đoạn 5 năm kể từ 2013.

Chi phí sử dụng vốn tương ứng của hai giai đoạn lần lượt là: Giai đoạn 1 (Re = 16%, WACC = 15,37%) và giai đoạn 2 (Re = 14%, WACC = 13,4%)

**Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	80.627	30%	24.188
FCFE	82.168	30%	24.650
P/E	78.270	30%	23.481
P/BV	56.549	10%	5.655
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>77.974</b>

**SƠ LƯỢC NGÀNH SẢN XUẤT PIN & ẮC QUY**

Theo nhận định của Công ty, ngành sản xuất pin và ắc quy thuộc ngành điện hóa, là ngành đòi hỏi đầu tư vốn lớn khép kín, công nghệ và thiết bị chuyên ngành, chuyên môn sâu và có nhiều kinh nghiệm thực tế, đồng thời phải đáp ứng được các tiêu chuẩn về an toàn kỹ thuật môi trường vì sử dụng nguyên liệu chì, kẽm có tính độc hại. Do vậy, khả năng gia nhập ngành rất thấp.

Mặc khác, công nghệ sản xuất ắc quy ít biến đổi, dòng sản phẩm công ty đang theo là ắc quy chì axit, với nguyên liệu phong phú và giá thành thấp nhất so với các loại sản phẩm lưu trữ điện năng khác.

Pin và ắc quy là sản phẩm đi kèm theo các phương tiện vận tải và hàng điện tử. Do đó, tiềm năng phát triển của ngành có mối liên hệ thuận chiều với hai ngành này.

Hiện nay, sản lượng xe máy của thế giới là 43 triệu xe/năm, trong đó các nước Đông Nam Á chiếm 22% về năng lực sản xuất nhưng lại tiêu thụ đến 87%, riêng Việt Nam tiêu thụ 2 triệu xe/năm. Theo quy hoạch phát triển của Chính Phủ, ngành công nghiệp xe máy Việt Nam sẽ đạt kim ngạch xuất khẩu khoảng 300 triệu USD năm 2010, 500 triệu USD năm 2015 và 800 triệu USD vào năm 2020.

Bên cạnh đó, thị trường ô tô Việt Nam vừa mở cửa, tỷ lệ xe tính trên đầu người thấp (khoảng 3 xe trên 1000 người), hứa hẹn khả năng tăng trưởng cao của ngành ô tô và công nghiệp phụ trợ trong những năm tới.

Thị trường hàng điện tử Việt Nam cũng có nhiều triển vọng. Theo đánh giá của Tập đoàn bán lẻ lớn nhất Hàn Quốc GS Retail, thị trường bán lẻ hàng điện tử tiêu dùng Việt Nam đạt khoảng 3 tỉ USD năm 2007 và ước tính có tốc độ tăng trưởng lên đến 30-40%/năm trong giai đoạn 2008-2010.

Hiện nay, phần lớn doanh thu bình ắc quy của PAC đến từ phân khúc thị trường thay thế, do đó, khi lĩnh vực sản xuất ô tô, xe máy Việt Nam phát triển hơn, doanh số có thể tiếp tục được mở rộng trên thị trường lắp ráp mới.

Nắm bắt được tiềm năng của thị trường Việt Nam, một số tập đoàn nước ngoài đã tiến hành đầu tư sản xuất ắc quy tại Việt Nam nhằm vào thị trường nội địa bên cạnh mục tiêu xuất khẩu như GS-Yuasa, Globe, CSB Battery. Đối với sản phẩm pin, thị trường đang trở nên cạnh tranh hơn với các nhãn hiệu nổi tiếng như Energizer, Eveready, Duracell, Toshiba, Pinaco, Maxell và các dạng pin giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc.





## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. Bản quyền thuộc VDSC, 2009.