

## CÔNG TY CỔ PHẦN PIN ẮC QUY MIỀN NAM (HSX: PAC)

### Trương Thanh Thư

Chuyên viên tư vấn đầu tư

Email: [thutt@fpts.com.vn](mailto:thutt@fpts.com.vn)

Điện thoại: (+84.28) – 6290 8686 - Ext: 8976

### CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

#### 1. Kết quả hoạt động kinh doanh 2018

**Năm 2018, PAC tiếp tục duy trì hoạt động kinh doanh tăng trưởng với doanh thu đạt 3.273,5 tỷ đồng (+14,3% yoy), lợi nhuận trước thuế (LNTT) đạt 197,3 tỷ đồng (+12,8% yoy), lần lượt hoàn thành 109,1% và 135,9% kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng 16,3% yoy đạt 157,9 tỷ đồng.**

**Doanh thu tăng:** Doanh thu ắc quy đạt 2.905 tỷ đồng, tăng 13,96% yoy chủ yếu nhờ giá bán trung bình ắc quy tăng 10,1% yoy trong khi sản lượng tiêu thụ tăng chậm 3,6% yoy do gián đoạn sản xuất từ quá trình di dời nhà máy. Doanh thu pin đạt 369 tỷ đồng, tăng 17,1% yoy, trong đó sản lượng pin tiêu thụ tăng 10,0% yoy và giá bán trung bình tăng 6,4% yoy.

**Lợi nhuận sau thuế tăng:** Mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng lên 5,0% từ 4,8%, chi phí lãi vay tăng mạnh 78,7% yoy và không còn ghi nhận khoản lợi nhuận khác 25 tỷ đồng từ đền bù di dời như 2017 nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 12,7% so với mức 11,1% năm 2017 đã giúp LNST tăng 16,3% yoy.

**Cổ tức năm 2018:** Đại hội cổ đông đã thông qua chia cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cp, trong đó đã chia 1.500 đồng/cp trong năm 2018.

#### 2. Kế hoạch kinh doanh 2019

PAC đặt kế hoạch kinh doanh năm 2019:

- ✓ Doanh thu đạt 3.400 tỷ đồng, tăng 3,9% yoy.
- ✓ Lợi nhuận trước thuế đạt 182 tỷ đồng, giảm 7,8% yoy.
- ✓ Cổ tức tiền mặt tối thiểu 1.500 đồng/cp.

Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh năm 2019 với doanh thu đạt 3.696 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế ước đạt 221 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 108,7% và 121% kế hoạch. LNST ước đạt 176 tỷ đồng, tăng 11,5% yoy.

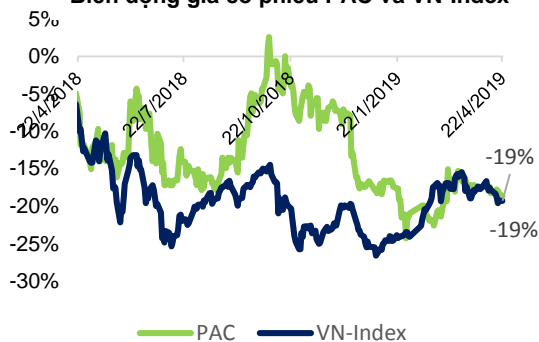
#### 3. Kế hoạch đầu tư của PAC trong năm 2019

- ✓ Hoàn thành di dời Xí nghiệp Pin Con Ó từ đường Hậu Giang, Quận 6, Tp.HCM sang khu công nghiệp (KCN) Tân Tạo, Tp.HCM.
- ✓ Triển khai bước đầu xây lắp mặt bằng cho dự án nhà máy ắc quy mới tại KCN An Phước tỉnh Đồng Nai. Tổng vốn đầu tư 159 tỷ đồng. Mục tiêu hoàn tất đưa vào vận hành trước năm 2022 để di dời Xí nghiệp Ắc quy Đồng Nai tại KCN Biên Hòa 1.

#### Luận điểm đầu tư

Tại mức giá 37.800 đồng/cp vào ngày 22/4/2019, PAC đang giao dịch tại mức P/E 12,3x tương đương với P/E trung bình (có điều chỉnh) của một số doanh nghiệp cùng ngành sản xuất pin, ắc quy trong khu vực (khoảng 12,7x). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với PAC ở thời điểm hiện tại. Lí do là thị trường ắc quy và pin hiện đang chịu sự cạnh tranh gay gắt và có xu hướng chuyển dịch nhanh từ ắc quy ít bảo dưỡng (MF) sang ắc quy miễn bảo dưỡng (CMF) trong khi năng lực sản xuất của PAC lại đang bị hạn chế ở sản phẩm ắc quy CMF và kế hoạch

Biến động giá cổ phiếu PAC và VN-Index



#### Thông tin giao dịch ngày 22/04/2019

Giá hiện tại (đồng/cp)	37.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	46.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	35.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	46.471.707
Số lượng CP lưu hành (cp)	46.471.707
KLGD bình quân (cp/phiên)	16.095
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.756
EPS trailing (đồng/cp)	3.083
P/E trailing (lần)	12,3

#### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Pin Ắc quy Miền Nam
Địa chỉ	321 Trần Hưng Đạo, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	88% doanh thu từ ắc quy và 12% từ pin
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu, chủ yếu là chì và kẽm
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần ắc quy 40% tại Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp cả nước
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

phải di dời Xí nghiệp Ấc quy Đồng Nai tại KCN Biên Hòa 1. Nhà đầu tư có thể xem xét mua ở mức giá 30.000 đồng/cp tương đương PE fwd 9x.

#### **Các yếu tố cần theo dõi**

- ✓ Biến động giá nguyên vật liệu chính chì và kẽm sẽ gây tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của PAC. Ước tính, giá chì kẽm trung bình tăng 10% sẽ làm biên lợi nhuận gộp giảm 6,8%.
- ✓ Hiệu quả của hoạt động đầu tư mở rộng, nâng cấp máy móc và công nghệ giúp PAC có thể cải thiện năng lực cạnh tranh và theo kịp xu hướng tiêu dùng mới.
- ✓ Rủi ro biến động lãi suất: Tính đến thời điểm 31/3/2019, nợ vay chịu lãi của PAC là 1.190 tỷ đồng, ước tính nếu lãi vay tăng 1% sẽ làm lợi nhuận trước thuế giảm khoảng 11,9 tỷ đồng.
- ✓ Tiến độ thoái vốn của Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem).

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



### Lịch sử hình thành

**1978:** Tổng cục Hóa chất (nay là Tập đoàn hóa chất Việt Nam) ra quyết định thành lập Công ty Pin Ấc quy Miền Nam trên cơ sở quốc hữu hóa toàn bộ các nhà máy: Pin Con Ó (Vidopin), Pin Con Mèo, Pin Hột Xoàn, nhà máy bình điện VABCO và nhà máy bình điện VIDECO.

**2003:** Đầu tư mới Xí nghiệp Ấc quy Sài Gòn tại KCN Tân Tạo

**2004:** Chuyển đổi hình thức thành công ty cổ phần.

**2006:** Niêm yết trên Sở Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh (HSX) với mã PAC – Vốn điều lệ: 464 tỷ đồng.

**2011:** Đầu tư nhà máy sản xuất ắc quy mới tại Nhơn Trạch, Đồng Nai (Xí nghiệp Ấc Quy Đồng Nai 2)

**2018:** Thực hiện quy hoạch lại sản xuất tại các xí nghiệp.

**Bảng 1: Danh sách các xí nghiệp của PAC**

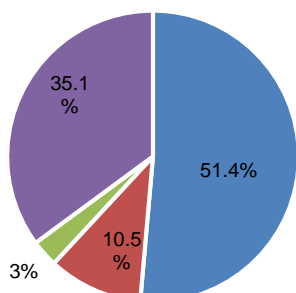
Tên	Địa chỉ	Địa chỉ mới	Công suất	Chi chú
Xí nghiệp Ấc quy Đồng Nai	Đường số 1, KCN Biên Hòa 1, phường An Bình, thành phố Biên Hòa, Đồng Nai	KCN An Phước, Đồng Nai	700.000 kwh	Đang trong quá trình chuẩn bị di dời. Kế hoạch hoàn tất di dời trước năm 2022.
Xí nghiệp Ấc quy Đồng Nai 2	Đường N2, KCN Dệt May Nhơn Trạch, Nhơn Trạch, Đồng Nai		1.500.000 kwh	Trong đó có 5 dây chuyền CMF với tổng công suất 400.000 kwh
Xí nghiệp Ấc quy Sài Gòn	Lô 64, đường số 2, KCN Tân Tạo, phường Tân Tạo A, Q. Bình Tân, TP. HCM	Đường N2, KCN Dệt May Nhơn Trạch, Nhơn Trạch, Đồng Nai		Đã hoàn tất di dời trong 2018 và sáp nhập với Xí Nghiệp Ấc quy Đồng Nai 2.
Xí nghiệp Pin Con Ó	752 Hậu Giang, Phường 12, Quận 6, TP. HCM	Lô 64, đường số 2, KCN Tân Tạo, phường Tân Tạo A, Q. Bình Tân, TP. HCM	300 triệu viên	Đã tiến hành di dời trong năm 2018, dự kiến hoàn tất trong năm 2019.

Năm 2019, công ty đặt kế hoạch nâng công suất toàn hệ thống lên 2,4 triệu kwh.

Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

## Cơ cấu cổ đông

**Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông tại ngày 20/4/2019**



- Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam
- Furukawa Battery CO. LTD
- Công Đoàn Pinaco
- Khác

**Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem)** hiện là cổ đông lớn nhất nắm giữ 51,4% cổ phần. Theo lộ trình thoái vốn nhà nước 2017- 2020, Vinachem sẽ giảm tỷ lệ sở hữu tại PAC xuống còn 36%. Tại ĐHCĐ, ban lãnh đạo - đại diện phần vốn Vinachem cho biết việc xác định giá trị doanh nghiệp PAC đã hoàn tất tuy nhiên thời điểm thoái vốn chưa được công bố.

Tính đến ngày 20/4/2019, nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 28,2% cổ phần, trong đó **công ty Furukawa Battery (FB)** đang giữ 10,5% và là cổ đông lớn thứ 2. FB là một trong những nhà sản xuất ắc quy lớn nhất Nhật Bản, thành lập năm 1914 có trụ sở tại Yokohama, Nhật Bản và có 2 công ty con cùng ngành tại Thái Lan và Indonesia. Ông Shinichiro Ota đại diện FB hiện đang tham gia vào hội đồng quản trị của PAC.

Room khối ngoại của PAC là 49%, do đó phần dư địa còn lại 20,8% tạo điều kiện để thu hút đối tác nước ngoài trong thương vụ thoái vốn của Nhà nước.

Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

**Công ty liên kết**
**Bảng 2: Công ty liên kết**

Công ty liên kết	Nơi thành lập	Tỷ lệ cổ phần sở hữu và biểu quyết	Ngành nghề
Công ty TNHH Đầu tư Kinh Doanh Bất động sản Thịnh Phát (*)	Tp. HCM	26%	Kinh doanh bất động sản, xây dựng công trình kỹ thuật

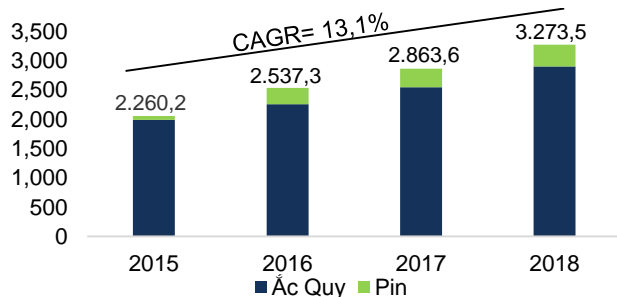
Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

(\*) Nghị quyết HĐQT tháng 11/2015 của PAC đã thông qua chủ trương tìm kiếm nhà đầu tư để hợp tác đầu tư dự án bất động sản tại khu đất 752 Hậu Giang, quận 6, TP HCM sau khi hoàn thành di dời Xí nghiệp Pin Con Ó tại đây. Tháng 3/2016, Công ty TNHH Đầu tư Kinh Doanh Bất động sản Thịnh Phát được thành lập với vốn điều lệ 125 tỷ đồng để triển khai dự án này. Tính đến cuối 2018, PAC không trích lập dự phòng giảm giá cho khoản đầu tư trên do năm 2018, Công ty TNHH Đầu tư Kinh Doanh Bất động sản Thịnh Phát phát sinh khoản lỗ không đáng kể.

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**
**CTCP Pin Ác quy Miền Nam hoạt động sản xuất và kinh doanh 2 sản phẩm chính:**

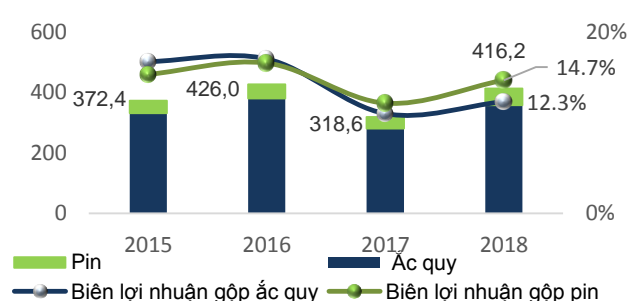
- **Ác quy:** Sản phẩm chủ yếu của PAC là ác quy ít bảo dưỡng (MF), tuy nhiên chúng tôi cho rằng công ty sẽ dịch chuyển dần sang sản xuất ác quy miễn bảo dưỡng (CMF) theo xu hướng tiêu dùng.
- **Pin:** Với đa dạng các dòng pin tiểu (AA, UM3, R6P, LR6); pin đĩa (AAA, UM4, R03, LR03); pin đại: UM1, R20 AA, R20, R03, R6... gắn liền thương hiệu Con Ó, Eagle.

**Biểu đồ 2: Doanh thu theo từng loại sản phẩm của PAC (từ 2015 - 2018) (tỷ đồng)**



Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ 3: Lợi nhuận gộp theo từng loại sản phẩm 2015 – 2018 (tỷ đồng)**



Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2015 – 2018, PAC liên tục duy trì hoạt động kinh doanh tăng trưởng doanh thu với mức tăng trưởng CAGR đạt 13,1%. Trong đó, ác quy là sản phẩm chủ lực chiếm khoảng 88% doanh thu và khoảng 86% lợi nhuận gộp mỗi năm.

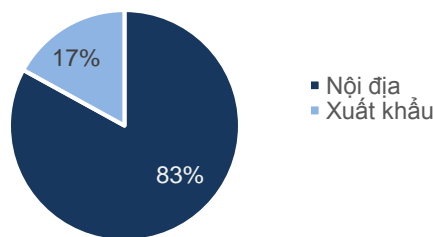
**1. Ác quy**

Ác quy là sản phẩm chủ lực của PAC, được tiêu thụ chủ yếu tại thị trường nội địa. Hiện PAC đang dẫn đầu thị trường với 40% thị phần tuy nhiên sản phẩm ác quy đang chịu áp lực cạnh tranh lớn từ các doanh nghiệp FDI. Trong đó chia làm 2 phân khúc:

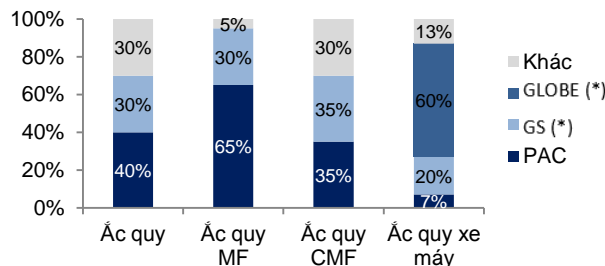
- Phân khúc thay thế: PAC bán hàng thông qua hệ thống 159 đại lý phân phối trên toàn quốc, đóng góp đến 83% tỷ trọng doanh thu nội địa mỗi năm.
- Phân khúc khách hàng OEM<sup>1</sup>: Tuy chưa đóng góp nhiều trong cơ cấu doanh thu nhưng là phân khúc tạo động lực tăng trưởng trong tương lai. Hiện PAC cung cấp trực tiếp khoảng 7% tổng năng lực sản xuất của các hãng lắp ráp ô tô lớn như THACO, Ford, Hyundai, Mercedes, Mazda, Hyundai, TMT... Ngoài ra, PAC còn cung cấp

<sup>1</sup> OEM (Original Equipment Manufacturer): Nhà sản xuất thiết bị gốc. Tại phân khúc này các doanh nghiệp sẽ mua ác quy của PAC cho quá trình sản xuất, lắp ráp sản phẩm.

khoảng 10% nhu cầu ắc quy xe máy cho 3 nhà sản xuất xe máy lớn tại Việt Nam như Honda, Yamaha và Piaggio. Năm 2018, công ty phát triển thêm 4 khách hàng OEM cung cấp ắc quy ô tô mới.

**Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 2018**


Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

**Biểu đồ 5: Thị phần trong nước các loại ắc quy năm 2018**


Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

(\*) GS – Công ty TNHH GS Việt Nam, 100% vốn Nhật Bản, thành lập năm 1997. Sản phẩm sản xuất chính gồm: ắc quy ô tô, xe máy, công nghiệp. Globe – Thương hiệu ắc quy thuộc Công ty Quang Điện Kung Long, doanh nghiệp FDI Đài Loan, thành lập năm 1990. Sản phẩm sản xuất chính gồm: ắc quy xe máy, ô tô, công nghiệp.

## 2. Pin

Mảng pin được duy trì khá ổn định qua các năm chiếm khoảng 12% tỷ trọng doanh thu và 14% tỷ trọng lợi nhuận gộp.

Sản phẩm chủ yếu được tiêu thụ nội địa, chiếm 50% thị phần cả nước và 80% tính riêng tại thị trường miền Nam. PAC hiện là nhà cung cấp pin cho nhiều hãng điện tử lớn có nhà máy tại Việt Nam (Sam Sung Vina, Daewoo, Hanelm,...), các công ty lắp ráp điện tử (Belco, Daewoo-Hanel, ChauElectronic, Viettronics Tân Bình (VTB), Tiến Đạt, Maseco,...). Tuy nhiên, đây cũng là dòng sản phẩm bị cạnh tranh rất cao với pin Mỹ, Nhật và các dòng pin giá rẻ Trung Quốc trong khi thị trường trong nước bão hòa, do đó chúng tôi đánh giá mảng kinh doanh này ổn định và mang tính duy trì.

## KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

**Bảng 3: Kết quả kinh doanh 2018**

(Đvt: Tỷ đồng)	2017	2018	%yoy	%TH/KH 2018
<b>Doanh thu</b>	<b>2.863,6</b>	<b>3.273,5</b>	<b>+14,3%</b>	<b>109,1%</b>
Doanh thu ắc quy	2.549	2.905	+13,96%	
Doanh thu pin	315	369	+17,1%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.612,9</b>	<b>2.965,4</b>	<b>+13,5%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>318,6</b>	<b>416,2</b>	<b>+30,6%</b>	
Chi phí bán hàng	138,2	163,6	+18,4%	
Chi phí quản lý	43,4	51,3	+18,2%	
<b>EBIT</b>	<b>137</b>	<b>201,1</b>	<b>+46,8%</b>	
Doanh thu tài chính	49,6	52,9	+6,7%	
Chi phí tài chính	36,8	58,1	+57,9%	
Chi phí lãi vay	24,4	43,6	+78,7%	
Lợi nhuận khác	25,1	1,8	-92,8%	
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>174,8</b>	<b>197,3</b>	<b>+12,9%</b>	<b>135,9%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>135,8</b>	<b>157,9</b>	<b>+16,3%</b>	
EPS* (đồng)	2.688	3.074	+14,4%	

EPS đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi

Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp

Năm 2018, PAC tiếp tục duy trì hoạt động kinh doanh tăng trưởng với doanh thu đạt 3.273,5 tỷ đồng (+14,3% yoy), LNTT đạt 197,3 tỷ đồng (+12,8% yoy), lần lượt hoàn thành 109,1% và 135,9% kế hoạch. LNST tăng 16,3% yoy, đạt 157,9 tỷ đồng. Cụ thể:

**Doanh thu ắc quy đạt 2.905 tỷ đồng, tăng 13,96% yoy chủ yếu nhờ giá bán trung bình ắc quy tăng mạnh:**

- **Sản lượng ắc quy đạt mức tăng 3,6% yoy**, thấp nhất trong 3 năm gần nhất do năng lực sản xuất bị thiếu hụt:
  - (1) Việc di dời Xí nghiệp Ắc quy Sài Gòn từ KCN Tân Tạo về KCN Nhơn Trạch đã làm gián đoạn sản xuất. Đầu năm 2018, giá nguyên liệu chì tăng mạnh, các đại lý có xu hướng mua hàng tích trữ trong khi đó PAC không đủ sản phẩm đáp ứng nhu cầu thị trường tăng đột biến.
  - (2) Sau di dời, việc đẩy mạnh sản xuất ở Xí nghiệp Đồng Nai 2 khiến máy móc hoạt động quá công suất, dẫn đến phát sinh nhiều vấn đề như thiết bị hư hỏng, bên cạnh là tình trạng thiếu lao động khiến năng lực sản xuất giảm.
  - (3) Thị trường năm 2018 chuyển hướng nhanh từ tiêu dùng ắc quy MF sang ắc quy CMF ở ô tô và ắc quy kín khí (VALR) ở xe máy, song 4 dây chuyền CMF đều hoạt động hết công suất (đạt khoảng 300.000 kwh) và không kịp mở rộng gây tình trạng thiếu hụt hàng cung ứng đến các đại lý.
- **Giá bán trung bình trong năm tăng 10,1% yoy** khi PAC và các đối thủ đều có các đợt tăng giá bán do giá nguyên vật liệu chì tăng mạnh và đạt đỉnh đầu năm 2018.

**Doanh thu pin đạt 369 tỷ đồng, tăng 17,1% yoy:** nhờ sản lượng pin tiêu thụ tăng 10,0% yoy và giá bán bình quân tăng 6,4% yoy. Trong năm 2018, PAC đã thành công trong việc đẩy mạnh tiêu thụ pin tại các hệ thống phân phối như siêu thị, cửa hàng tiện lợi giúp sản lượng pin đạt mức tăng trưởng cao nhất trong 20 năm qua.

**Lợi nhuận gộp tăng mạnh 30,6% yoy** do giá bán trung bình ắc quy, pin tăng lần lượt 10,1% yoy và 6,4 % yoy cao hơn mức tăng của giá nguyên vật liệu (giá trung bình chì và kẽm chỉ tăng nhẹ lần lượt 1,7% và 0,6%).

**Lợi nhuận trước thuế tăng 12,9% yoy:** Mặc dù tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng lên 5,5% từ 5,3%, chi phí lãi vay tăng mạnh 78,7% yoy và không còn ghi nhận khoản lợi nhuận khác 25 tỷ đồng từ đền bù di dời như 2017 nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 14,0% so với mức 12,2% năm 2017 đã giúp LNTT tăng 12,9% yoy.

**LNST tăng 16,3% yoy cao hơn mức tăng của LNTT là 12,9%** do trong năm 2017, theo quyết toán của cơ quan thuế khoản chi phí thuế tính trên lợi nhuận những năm trước ghi vào năm 2017 là 3,8 tỷ đồng. Trong khi đó, năm 2018 công ty lại được hoàn nhập 277 triệu đồng khoản chi phí này.

**Cổ tức năm 2018:** Đại hội cổ đông đã thông qua chia cổ tức 2.000 đồng/cp (đã tạm ứng 1.500 đồng/cp trong 2018). Việc chia cổ tức 2018 thấp hơn so với các năm trước được ban lãnh đạo chia sẻ: do nhu cầu vốn đầu tư mở rộng và di dời giai đoạn 2019 – 2022 lớn, nên công ty đã chủ động gia tăng tỷ lệ trích quỹ đầu tư phát triển lên 30% LNST năm 2018 từ mức 10% trước đó. Tỷ lệ trích quỹ khen thưởng phúc lợi tăng từ 8% lên 10% LNST.

**Bảng 4: Cổ tức giai đoạn 2015 - 2018**

	2015	2016	2017	2018
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	3.000	2.200	4.500	2.000

*Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp*

## **KẾ HOẠCH KINH DOANH 2019**

**Bảng 5: Kế hoạch kinh doanh 2019**

(Đvt: Tỷ đồng)	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	% yoy
Doanh thu	3.273,5	3.400	+3,9%
Lợi nhuận trước thuế	197,3	182	-7,8%
Cổ tức (đồng/cp)	2.000	Không thấp hơn 1.500	

*Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp*

PAC đặt kế hoạch năm 2019 với doanh thu 3.400 tỷ đồng, tăng 3,9% yoy và LNTT 182 tỷ đồng, giảm 7,8% yoy. Chúng tôi đánh giá công ty đã đưa ra kế hoạch thận trọng và ước tính PAC có thể đạt doanh thu 3.696 tỷ đồng và

LNTT 221 tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 108,7% và 121% kế hoạch. LNST ước đạt 176 tỷ đồng (+11,5% yoy). Một số cơ sở đánh giá:

#### Về doanh thu:

**Doanh thu ắc quy ước tính** tăng 15% yoy nhờ sản lượng tăng 15% yoy và giá bán trung bình dự kiến không đổi do giá nguyên vật liệu chỉ duy trì ở mức thấp. Chúng tôi dự báo sản lượng tăng dựa trên những lý do sau:

- Nhu cầu tiêu thụ ắc quy tiếp tục tăng khoảng 20% yoy trong năm 2019. Dự báo dựa trên giả định mức tăng nhu cầu ắc quy thay thế sẽ tương ứng với mức tăng 30% yoy của sản lượng ô tô bán ra giai đoạn 2014-2016 (do vòng đời sử dụng ắc quy ô tô dao động từ 3-5 năm) theo số liệu thống kê từ Hiệp hội các nhà Sản xuất ô tô (VAMA).
- Năng lực sản xuất dự báo tăng 15% yoy sau khi nhà máy ắc quy Đông Nai 2 đi vào hoạt động ổn định sau di dời. Ngoài ra, dây chuyền số 5 CMF đưa vào vận hành đầu năm 2019, nâng công suất CMF lên 400.000 kwh (tăng 30% so với trước khi nâng cấp) sẽ giúp PAC gia tăng sản xuất đáp ứng tốt hơn xu hướng tiêu dùng chuyển dịch từ ắc quy MF sang ắc quy CMF.
- Mở rộng thêm nhiều hợp đồng cung ứng với các khách hàng OEM. Năm 2018, PAC đã phát triển thêm 4 khách hàng OEM mới vì thế sẽ gia tăng khoảng 5% sản lượng tiêu thụ từ phân khúc này năm 2019.

**Doanh thu pin** ước tính đạt mức tăng trưởng 8% yoy. Trong đó, giá bán trung bình được dự báo tăng nhẹ 1% yoy do giá nguyên liệu kẽm dự báo duy trì mức tương đương 2018. Sản lượng tiêu thụ tăng 7% yoy, thấp hơn mức tăng 10% năm 2018 do thị trường pin đang ở mức bão hòa. Quá trình phân phối pin tại các hệ thống cũng đã được đẩy mạnh trong năm trước nên 2019 sẽ không đạt được mức tăng ấn tượng như 2018.

#### Về lợi nhuận:

- Theo dự báo từ cổng thông tin thống kê Statista.com<sup>2</sup> giá chì trung bình năm 2019 giữ mức 2.238 USD/tấn, giảm 1,7% yoy do đó chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp 2019 đạt khoảng 13%.
- Chi phí lãi vay 2019 tăng khoảng 30% yoy: Sau khi đẩy mạnh vay nợ trong 2018 và quý 1/2019, chúng tôi đánh giá nguồn vốn của công ty đã được đáp ứng đủ nhu cầu vốn phục vụ kinh doanh và công tác đầu tư di dời nhà máy trong năm nay và sẽ không cần tăng vay nợ trong những quý tới.

**Do đó, LNTT ước tính đạt 221 tỷ đồng, hoàn thành 121% kế hoạch. LNST ước đạt 176 tỷ đồng tăng 11,5% yoy.**

**Kết quả kinh doanh quý 1/2019:** Doanh thu đạt 892,5 tỷ đồng tăng 9,1% yoy, hoàn thành 26,3% kế hoạch. LNTT đạt 45,5 tỷ đồng tăng mạnh 24,3% yoy, hoàn thành 25% kế hoạch. LNST đạt 36,2 tỷ đồng, tăng 23,1% yoy. Biên LNST cải thiện từ mức 3,6% lên 4,1% nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 10% lên 10,7% khi giá vốn hàng bán giảm (giá chì, kẽm quý 1/2019 thấp hơn lần lượt 20% yoy và 21% yoy).

#### Tình hình thực hiện kế hoạch kinh doanh hàng năm của PAC

**Bảng 6: Tình hình thực hiện kế hoạch PAC 2015 - 2018**

	2015	2016	2017	2018	2019 (dự phóng)
%TH/KH Doanh thu	107,6%	104,0%	104,1%	109,1%	108,7%
%TH/KH LNTT	121%	183,1%	105,9%	135,9%	121,0%

*Nguồn: PAC, FPTS tổng hợp*

Kết quả kinh doanh những năm qua cho thấy PAC xây dựng kế hoạch doanh thu hàng năm khá sát kết quả thực hiện. Tuy nhiên, kế hoạch lợi nhuận lại cho thấy sự thận trọng nhất định và thực tế kết quả thực hiện luôn vượt kế hoạch khi các điều kiện kinh doanh diễn biến tốt hơn. Tại Đại hội 2019, ban lãnh đạo chia sẻ kế hoạch lợi nhuận 2019 là mức lợi nhuận tối thiểu mà PAC dự kiến sẽ đạt được trong kịch bản xấu nhất cho chi phí nguyên liệu đầu

<sup>2</sup> <https://www.statista.com/statistics/675876/average-prices-lead-worldwide/>

vào. Trong trường hợp lợi nhuận vượt kế hoạch, ban lãnh đạo PAC cũng không nhận được khoản tiền thưởng thêm trên phần vượt này.

## KẾ HOẠCH ĐẦU TƯ VÀ DI DỜI

Trong năm 2019, PAC dự kiến:

- Hoàn thành di dời Xí nghiệp Pin Con Ó tại đường Hậu Giang, quận 6, Tp.HCM sang KCN Tân Tạo, Tp.HCM.
- Theo quy hoạch của Ủy ban nhân dân tỉnh Đồng Nai, nhà máy thuộc Xí nghiệp Ắc quy Đồng Nai tại KCN Biên Hòa 1 bắt buộc di dời trước năm 2022 do vấn đề ô nhiễm môi trường. Để chuẩn bị công tác di dời, năm 2018 PAC đã ký mua đất rộng 8,4 ha tại KCN An Phước với tổng tiền đầu tư là 180 tỷ đồng (đã đặt cọc 10%). Trong năm 2019, công ty sẽ tiếp tục công tác xin giấy phép xây dựng cơ sở 2 nhà máy ắc quy Đồng Nai và xây lắp cải tạo mặt bằng tại khu đất với tổng kinh phí kế hoạch đạt 60 tỷ đồng.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra các doanh nghiệp sản xuất pin, ắc quy tại khu vực Châu Á để so sánh với PAC. Dữ liệu được sử dụng dựa trên kết quả kinh doanh năm 2018.

**Bảng 7: So sánh PAC với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực Châu Á:**

Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	DT thuần 2018 (tỷ đồng)	LNST 2018 (tỷ đồng)	Tỷ suất LNST (%)	ROE (%)	D/E (x)	P/E <sup>(*)</sup> (x)
Sebang global battery Co. LTD	Hàn Quốc	13.591	24.058	1.985,4	8,2	10,3	0,14	9,3
Furukawa battery Co. LTD	Nhật Bản	4.782	12.519	438,8	35,0	9,7	0,45	16,4
Yuasa battery PLC	Thái Lan	1.222	1.744	92,7	5,2	20,6	0,01	12,4
<b>Trung bình trọng số</b>								<b>12,7</b>
<b>Pin Ắc quy miền Nam (PAC)</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>1.766</b>	<b>2.965</b>	<b>157,9</b>	<b>5,3</b>	<b>22,1</b>	<b>2,2</b>	<b>12,3</b>

Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

P/E<sup>(\*)</sup>: P/E của doanh nghiệp so sánh được điều chỉnh theo hệ số chênh lệch giữa mức P/E của thị trường Việt Nam (VN-Index) và P/E của chỉ số đại diện cho sản doanh nghiệp so sánh được niêm yết tại từng quốc gia. EPS của PAC đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi.

Tại mức giá đóng cửa ngày 22/04/2019 là 37.800 đồng/cp, PAC đang được giao dịch tại mức P/E trailing là 12,3x tương đương P/E trung bình (có điều chỉnh) của một số doanh nghiệp cùng ngành sản xuất pin, ắc quy trong khu vực (khoảng 12,7x). EPS năm 2019 ước tính đạt 3.098 đồng/cp.

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 52 cổ phiếu PAC và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888