Securities
THANHCONG
QUALITY MAKES DIFFERENCE

CÔNG TY CỔ PHẦN PIN ẮC QUY MIỀN NAM (PAC - HOSE)

Ngày 1 tháng 4 năm 2020

NỘI DUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

DỰ PHÓNG, ĐÁNH GIÁ VÀ RỦI RO

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TÍCH CỰC

1. Doanh nghiệp số 1 trong ngành pin và ắc quy tại Việt Nam
2. Hoạt động trong ngành tương đối ổn định.
3. Giá trị tài sản đất của công ty lớn hơn rất nhiều so với giá trị sổ sách
4. Biên lợi nhuận có thể được cải thiện trong năm 2020
5. Định giá gần về mức hấp dẫn

RỦI RO

1. Catalyst chính của PAC là việc thoái vốn của Vinachem có khả năng cao là sẽ còn bị trì hoãn trong lâu dài
2. Nhìn chung ngành tương đối ổn định nhưng tiềm năng tăng trưởng cao là khó, do cạnh tranh và khả năng sản xuất của PAC có hạn.
3. Việc di dời nhà máy sản xuất Ắc Quy tại Đồng Nai sang KCN An Phước trong năm 2022 cũng sẽ làm gián đoạn hoạt động sản xuất của công ty.

NỘI DUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

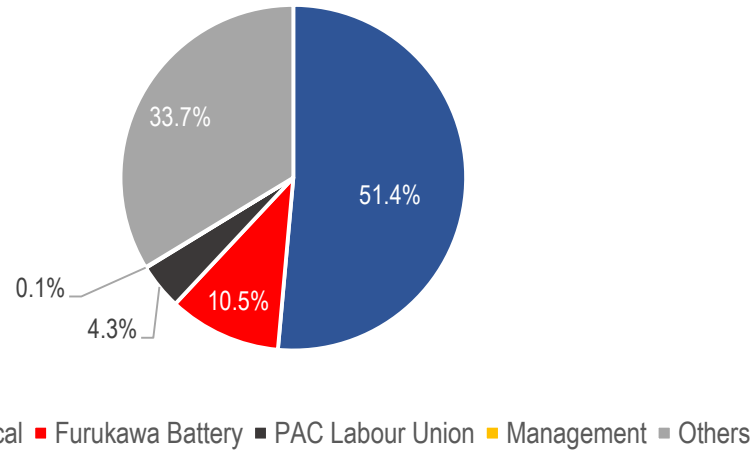
DỰ PHÓNG VÀ ĐÁNH GIÁ

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

Thông tin chung

Ngành nghề	Pin và Ắc Quy
VĐL	465 tỷ
Giá thị trường	16,750 VND
Vốn hóa	1,068.85 tỷ
Tăng trưởng DT (5y CAGR)	12%
Tăng trưởng LNST (5y CAGR)	14%
Tỷ suất cổ tức 2020 (chi cho 2019)	Tối thiểu 15% tiền mặt
Trailing P/E	5.19x

Cơ cấu cổ đông



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 Ắc quy Miền Nam

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.

2016: Furukawa tham gia là cổ đông chiến lược, hiện đang nắm hơn 10% cổ phần tại PAC.

Ngành nghề kinh doanh

Sales breakdowns (bil. VND)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
OEM products							
OEM vehicles (80%)	68	73	101	137	178	208	262
OEM motorbikes (20%)	17	18	25	34	45	43	43
Replacement products	1,659	1,911	2,136	2,400	2,674	2,913	3,124
Vehicle battery	879	1,342	1,604	1,913	2,249	2,519	2,764
Motorbike battery	391	273	279	286	295	316	319
Electric accumulator	389	296	254	200	131	78	41
Battery cells	260	258	274	292	377	377	302
Total sales	2,027	2,260	2,537	2,864	3,274	3,541	3,731

NỘI DUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

DỰ PHÓNG VÀ ĐÁNH GIÁ

CÁC LOẠI PIN & ẮC QUY

Pin sơ cấp:

- Phản ứng hóa học chỉ diễn ra một chiều (xả-discharge) chứ không sạc. Thường thì pin sơ cấp được sử dụng cho các thiết bị gia dụng như điều khiển từ xa (TV, máy lạnh), radio, đèn pin,…
- Các loại pin sơ cấp là pin kẽm-carbon hoặc pin kiềm (kẽm-mangan). Các ví dụ điển hình là: pin AA Energizer, Duracell, Pin con ó (Việt Nam)

Pin thứ cấp: Có thể sạc lại được, dùng cho xe & sản xuất công nghiệp

- Ắc quy ướt (aka Vented Lead Acid): Thường là ắc quy axít chì hoặc Nikel-Cadmium, dùng cho xe hoặc sản xuất công nghiệp
- Ắc quy khô: gồm 2 loại
    - Truyền thống: Sử dụng cho xe chạy bằng xăng/dầu. Thường là ắc quy kín khí (AGM) hoặc ắc quy gel (có 1 lớp điện phân dạng gel, đủ ẩm để dòng điện dịch chuyển)
    - Lithoim-ion: sử dụng cho các loại xe điện

Pin nhiên liệu: Tạo ra dòng điện miễn là khí hydro được cung cấp ở cực âm, kết hợp với oxi ở cực dương => phụ phẩm là nước.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TỔNG QUAN CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA CÔNG TY

Đầu vào

- 75% chi phí sản xuất của Pinaco tới từ chi phí NVL
- Trong chi phí NVL, khoảng 70% chi phí NVL tới từ chì & kẽm nhập khẩu, còn lại 30% là chì & kẽm nội & thu gom/ tái chế

Sản xuất

- 2 nhà máy sản xuất ắc quy ở Biên Hòa & Nhơn Trạch
- 1 nhà máy sản xuất pin ở TP HCM

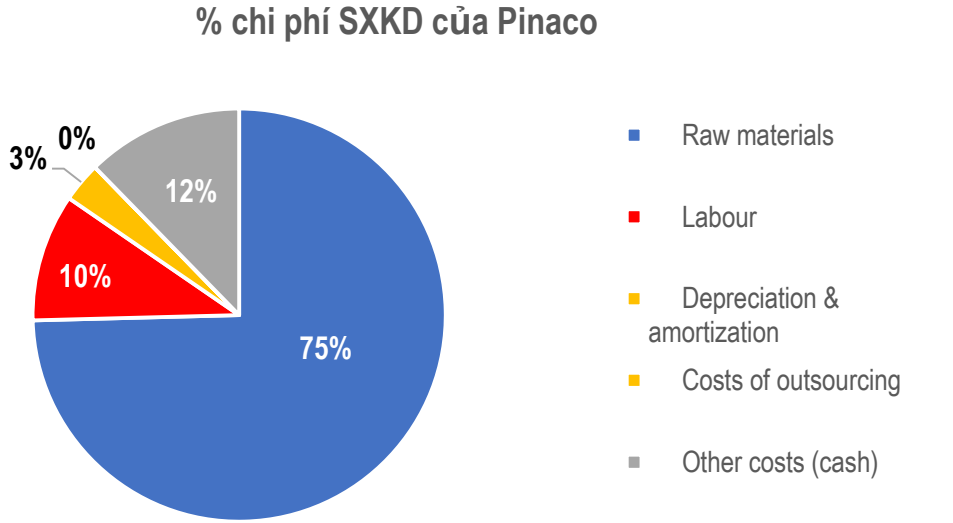
Đầu ra

- Doanh thu theo vị trí địa lý: 83% doanh thu trong nước & 17% doanh thu xuất khẩu
- Về thị phần trong nước (2017): Đối với ắc quy ô tô, Pinaco chiếm 40-45% thị phần ô tô. Đối với ắc quy xe máy, Pinaco chiếm khoảng 7%.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đầu vào:

- 75% chi phí sản xuất của Pinaco tới từ chi phí NVL.
- Khoảng 70% chi phí sản xuất ắc quy là chì nhập khẩu.
- 30% chi phí sản xuất pin là kẽm nhập khẩu.
- Dựa trên việc tỷ suất sinh lời của pin cao gấp đôi so với pin lợi nhuận của ắc quy, chúng tôi ước tính COGS của ắc quy chiếm hơn 92% tổng COGS.



Nguồn: BCTC PAC, 2019

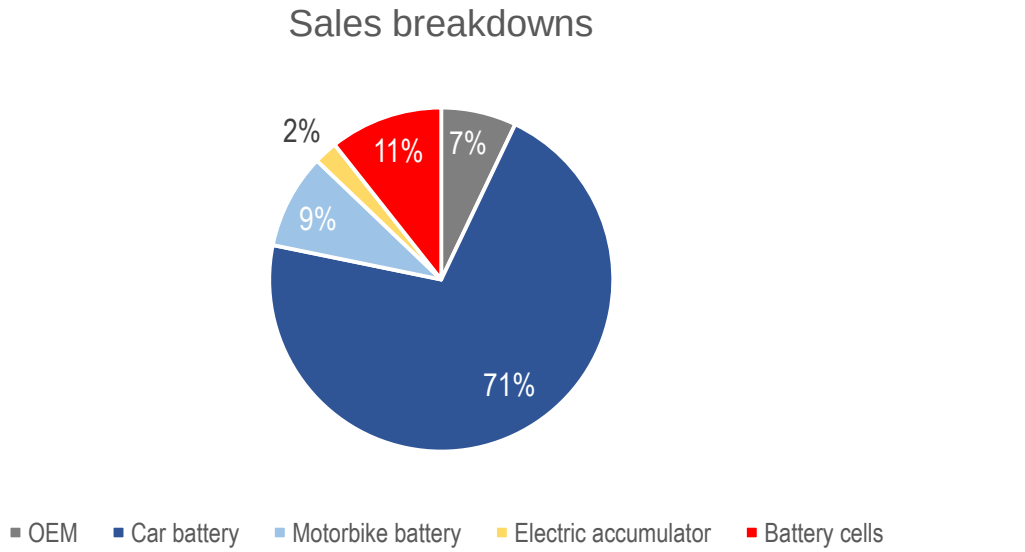
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Các cơ sở sản xuất:

	Tên	Địa chỉ	Địa chỉ mới	Công suất	Ghi chú
1	Xí nghiệp Ắc 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.
2	Xí nghiệp Ắc 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
3	Xí nghiệp Ắc 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 Ắc quy Đồng Nai 2.
4	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 2019.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đầu ra:



Nguồn: TCSC tổng hợp

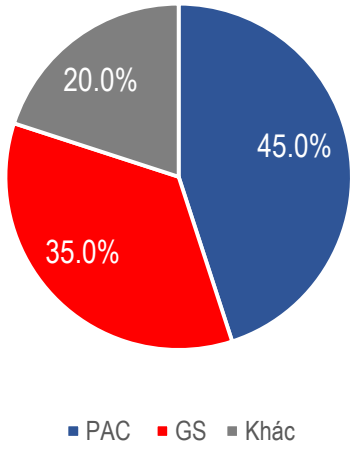
Danh sách khách hàng OEM của Pinaco

- Mảng ắc quy thay thế là hướng đi của Pinaco với khoảng 82% tổng doanh thu, chủ yếu là ắc quy thay thế cho ô tô (71% tổng doanh thu).
- Những năm gần đây mảng OEM tăng trưởng khá nhanh (3y CAGR = 25%), đây là yếu tố tích cực khi người tiêu dùng có xu hướng thay thế ắc quy chính thống đi theo xe.
- Sản phẩm chủ yếu của PAC là ắc quy ít bảo dưỡng (MF), tuy nhiên công ty sẽ dịch chuyển dần sang sản xuất ắc quy miễn bảo dưỡng (CMF) theo xu hướng tiêu dùng.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

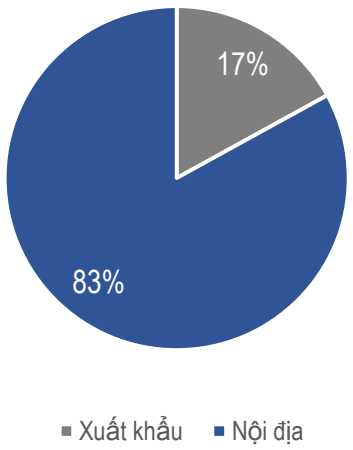
Đầu ra:

Thị trường ắc quy ô tô nội địa (2017)



Nguồn: TCSC tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo thị trường tiêu thụ (2017)



Nguồn: TCSC tổng hợp

- Thị trường ắc quy ô tô Việt Nam khá ít cạnh tranh với **độ tập trung cao (Concentration ratio của 2 doanh nghiệp = 80%).** 2 doanh nghiệp đầu ngành là PAC & GS cũng tương đối ít cạnh tranh với nhau.
- Nửa cuối năm 2017, PAC & GS **cùng thỏa thuận tăng giá bán 5% để tránh ảnh hưởng tới hệ thống phân phối của cả 2 bên.**

NỘI DUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

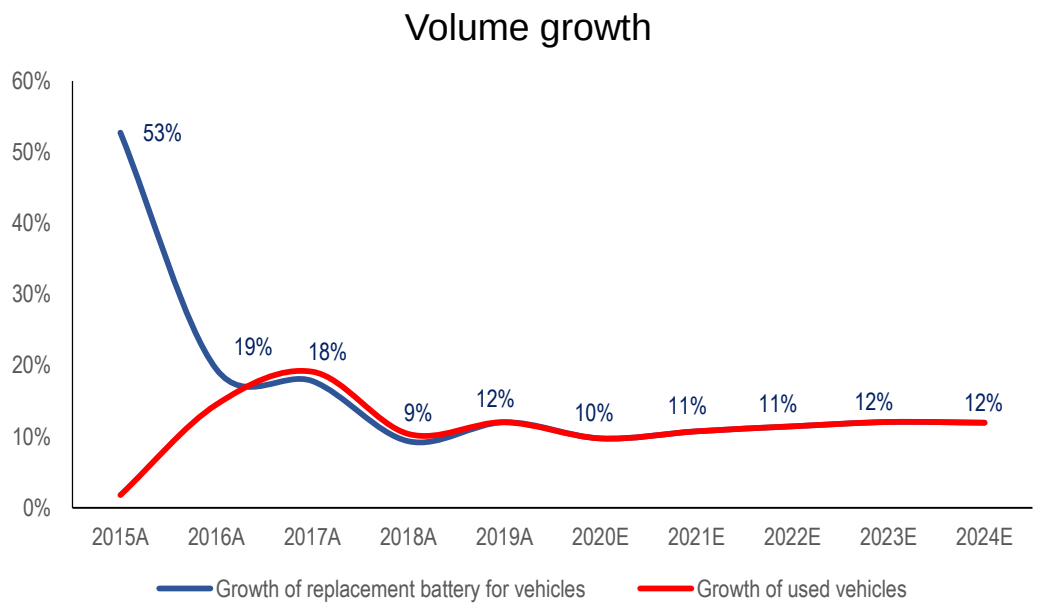
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

DỰ PHÓNG VÀ ĐÁNH GIÁ

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH



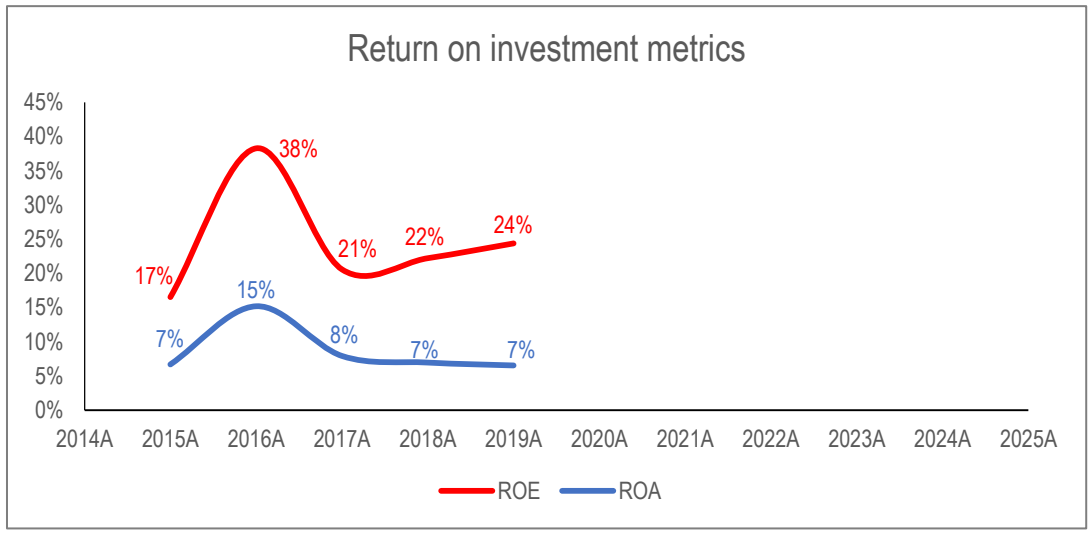
Nguồn: BMI, TCSC tổng hợp

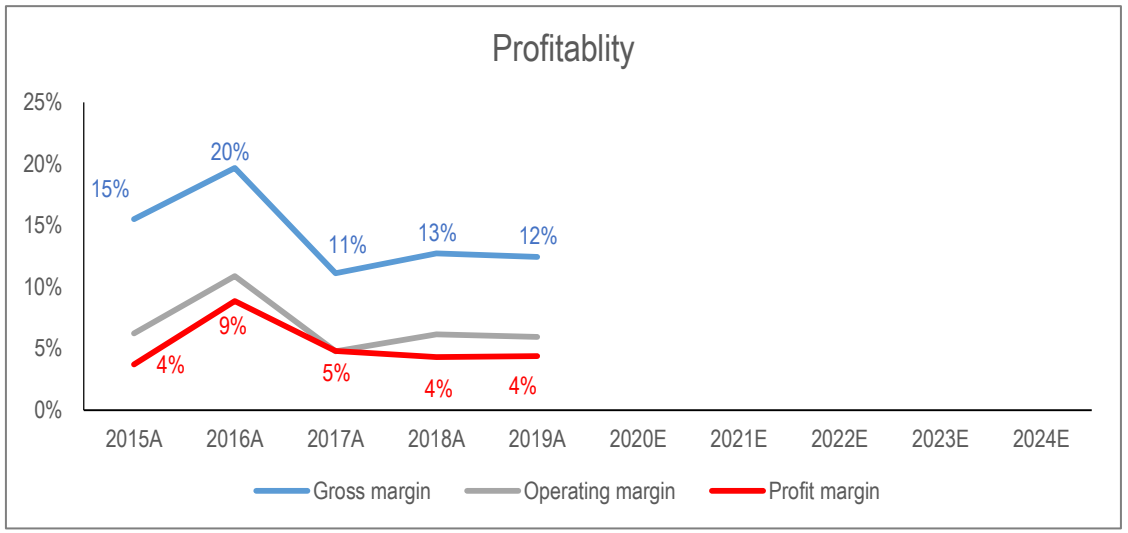
Volume sold (thousand units)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
OEM products							
OEM vehicles	52	56	78	104	126	147	185
OEM motorbikes	113	121	169	226	273	262	265
After market parts							
Vehicle battery	676	1,033	1,234	1,453	1,589	1,780	1,954
Motorbike battery	2,607	1,821	1,861	1,885	1,805	1,937	1,954
Electric accumulator	1,556	1,184	1,015	792	481	288	150
Battery cells		228,000	240,000	250,000	285,000	285,000	228,000

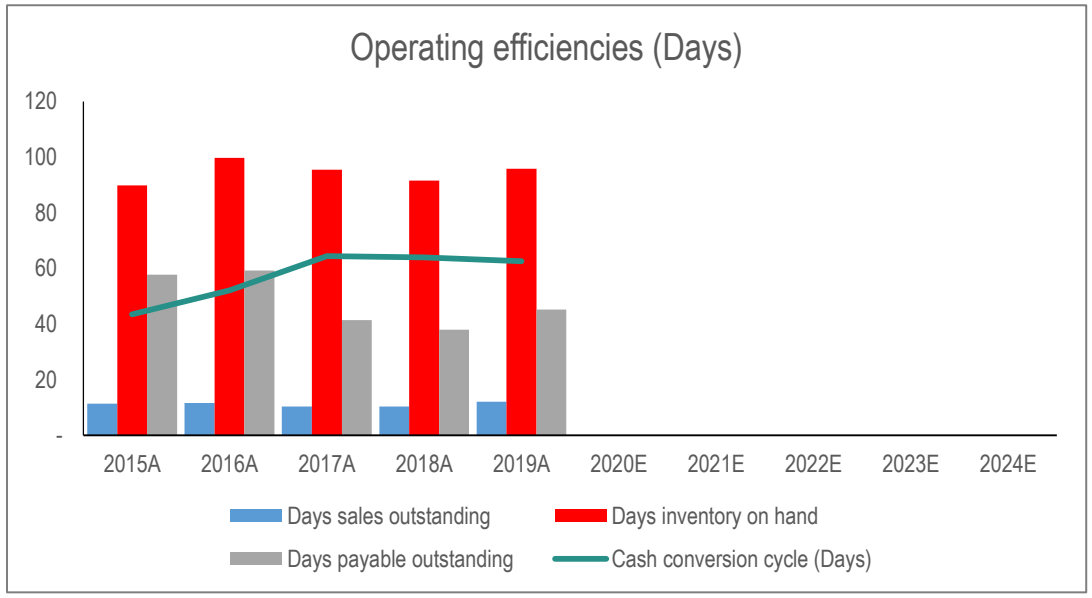
Nguồn: TCSC tổng hợp & ước tính

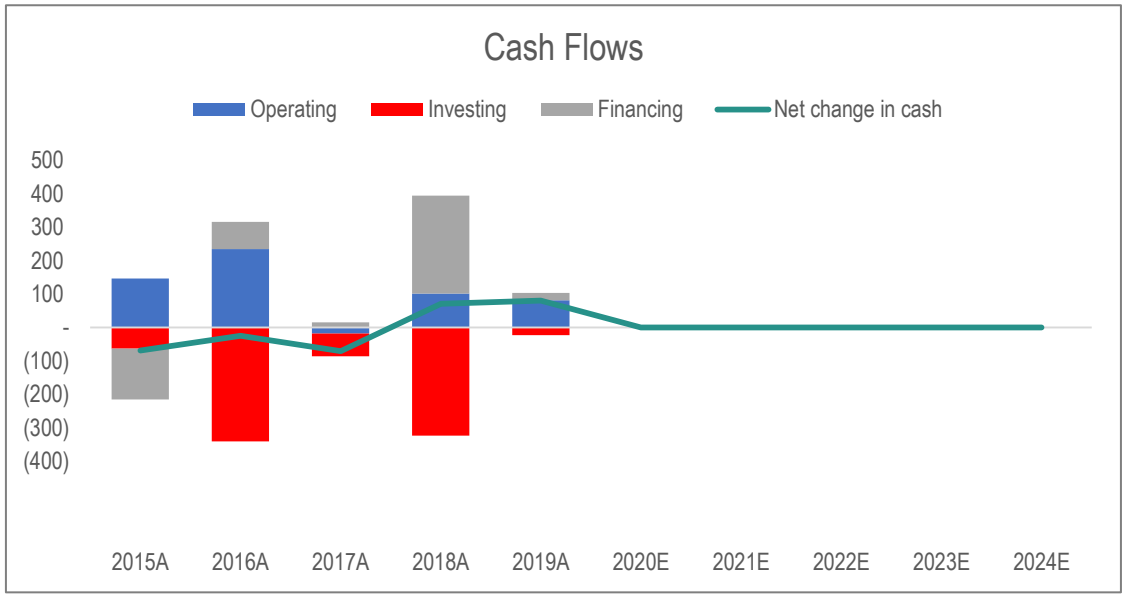
- Ngoại trừ năm 2015 số lượng ắc quy thay thế tăng lên đột biến do độ trễ của thông tư số 03/2011 của bộ GTVT, thì trong khoảng 3 năm vừa qua, tăng trưởng tiêu thụ ắc quy ô tô của Pinaco khá đồng nhất với tăng trưởng sản lượng ô tô lưu thông.
- Do vậy, chúng tôi kì vọng sản lượng ắc quy ô tô thay thế sẽ tăng đồng nhất với tăng trưởng sản lượng ô tô lưu hành trong 5 năm tới

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH









NỘI DUNG

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

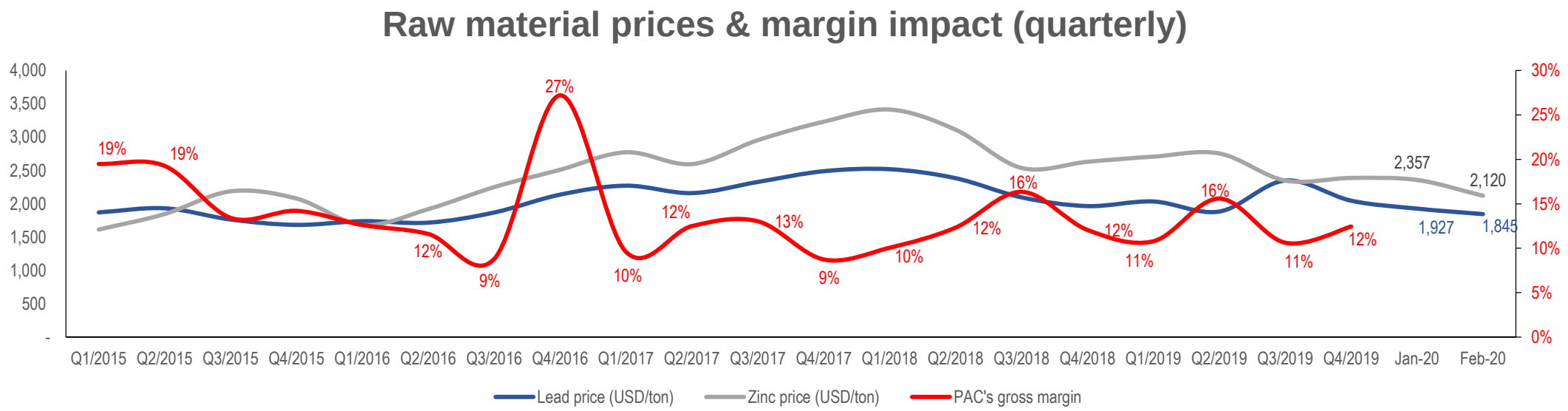
TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

DỰ PHÓNG VÀ ĐÁNH GIÁ

DỰ BÁO GIÁ CHÌ SẼ GIẢM TRONG NĂM 2020

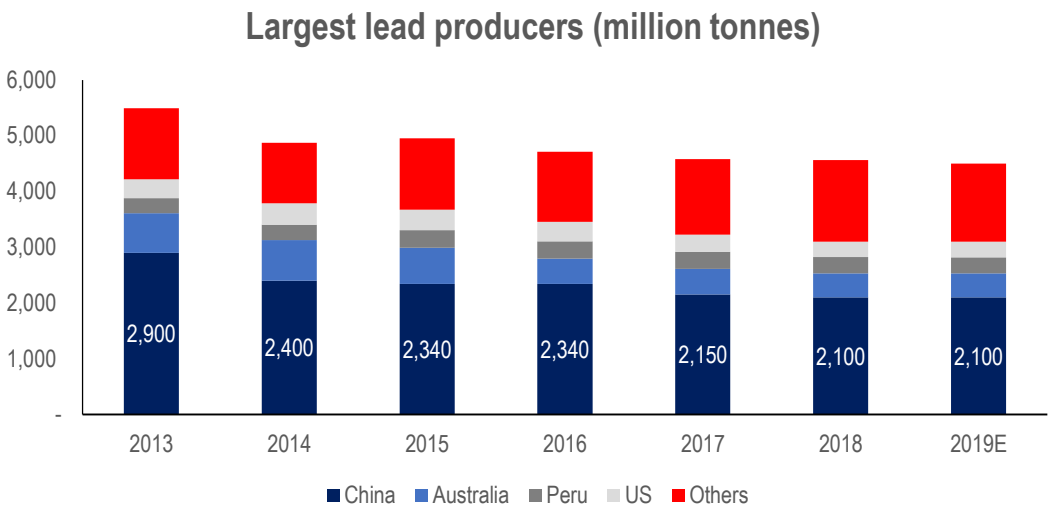


Nguồn: LME

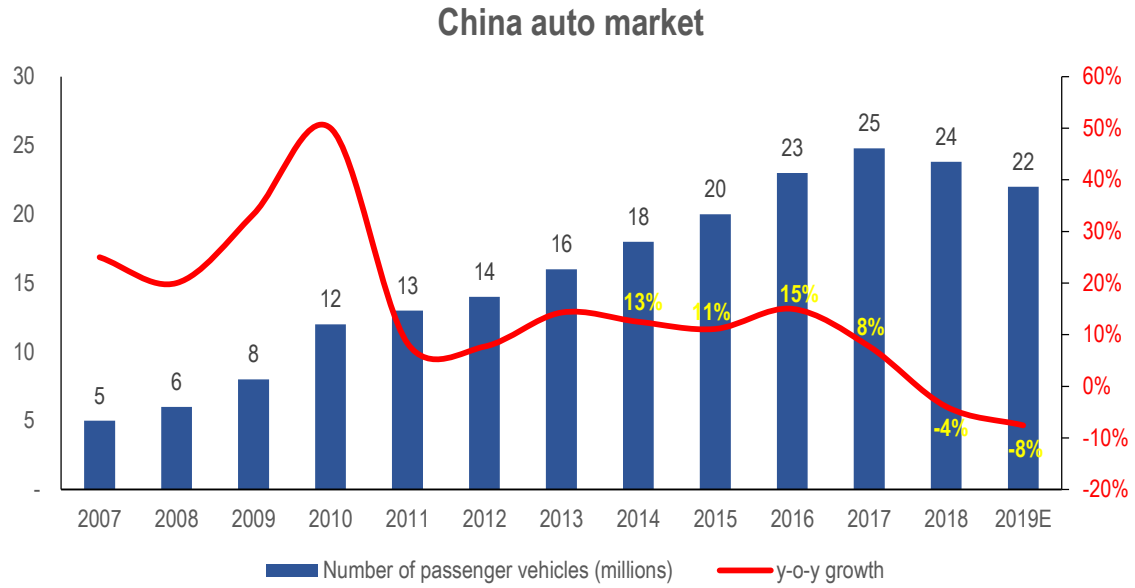
- Trong năm 2020, giá chì có thể giảm giảm do nhu cầu tiêu thụ xe mới ở Trung Quốc đang có xu hướng tăng trưởng âm cũng như hoạt động sản xuất trì trệ vì dịch Covid-19 (trong ngắn hạn).
- Về lâu dài, việc sử dụng xe điện thay thế xe chạy xăng & dầu cũng làm giảm nhu cầu khai thác chì để sản xuất ắc quy axit-chì mà thay vào đó là sản xuất pin lithium-ion

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DỰ BÁO GIÁ CHÌ SẼ GIẢM TRONG DÀI HẠN



Nguồn:US Geological Survey



Nguồn: McKinsey China Auto Consumer Insights

Những năm gần đây, xu hướng khai thác & sản xuất chì giảm trên thế giới & đặc biệt ở Trung Quốc do:

- Vấn đề môi trường,
- Sản lượng tiêu thụ xe ở Trung Quốc đang tăng trưởng âm 2 năm liên tiếp
- Sự tăng trưởng nhanh của sản phẩm thay thế - xe điện, khiến cho việc sản xuất pin lithium-ion cũng là xu hướng tương lai

DỰ PHÓNG

Income Statement	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
Revenue	**2,027**	**2,260**	**2,537**	**2,864**	**3,274**	**3,541**	**3,731**
Deduction	1	166	191	251	308	470	485
Net Revenue	**2,026**	**2,095**	**2,347**	**2,613**	**2,965**	**3,071**	**3,246**
COGS	1,649	1,744	1,848	2,294	2,549	2,630	2,757
Gross profit	**378**	**350**	**499**	**319**	**416**	**441**	**489**
Selling cost	237	171	177	138	164	178	188
General & Administrative costs	37	38	45	43	51	52	55
EBIT	**104**	**141**	**276**	**137**	**201**	**211**	**246**
Financial Income	21	20	27	50	53	55	59
Financial Expense	30	39	24	37	58	64	73
Other income	1	2	2	26	2	26	-
Other expense	0	2	0	1	1	5	-
Income (Loss) from associates	-	-	-	-	-	-	-
EBT	**95**	**121**	**281**	**175**	**197**	**223**	**232**
Current Income Tax	21	35	56	39	41	50	46
Deferred Tax	(5)	1	0	(2)	1	-	-
Earnings after tax	**80**	**84**	**225**	**138**	**155**	**173**	**186**
Bonus & welfare fund					14	17	19
Bonus for exceeding business plan						-	-
Consolidated Net Income	**80**	**84**	**225**	**138**	**141**	**156**	**167**
Minority Interest	-	-	-	-	-	-	-
NI for Parent company's shareholders	**80**	**84**	**225**	**138**	**141**	**156**	**167**

Những giả định chính:

- Sản lượng ắc quy ô tô sẽ tăng trưởng ngang với mức tăng trưởng sản lượng xe cũ (10%), dựa trên cơ sở là Pinaco & GS đại diện tới 80% sản lượng ngành và 2 doanh nghiệp trên cũng đã giữ được thị phần đầu ngành trong những năm qua.
- Sản lượng ắc quy xe máy vẫn tăng trưởng vì nhu cầu thay thế, nhưng chỉ ở mức 0.9% - tức ngang mức tăng trưởng dân số
- Những mảng phụ: Sản lượng pin đi ngang (bão hòa) & sản lượng ắc quy dân dụng giảm
- Gross margin: Mặc dù kì vọng giá chì giảm & gross margin có thể cải thiện, TCSC giữ nguyên gross margin ở mức 15% (ngang với 2019) để dự phóng thận trọng

TÌNH HÌNH ĐẤT ĐAI HIỆN TẠI

Vị trí đất	Diện tích (m2)	Thời gian thuê
752 Hậu Giang, Q 6, TP HCM	17,276	1996-2046
321 Trần Hưng Đạo, P. Cô Giang, Quận 1, TPHCM	602	1996-2046
21-23 Trần Hưng Đạo, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TPHCM	153	1996-2046
162 Trần Văn Kiểu, Quận 6, TPHCM	421	1996-2046
Khu Công nghiệp Biên Hòa 1, P. An Bình, TP. Biên Hòa	25,135	1996-2046
445-449 Gia Phú, Quận 6, TPHCM	7,459	1996-2046
Tổng cộng	**51,046**	

Đất thuê lại		
Lô 64, Đường số 2, Khu Công nghiệp Tân Tạo, H Bình Chánh	20,352	50 năm
Đường N2, KCN Dệt May Nhơn Trạch, Nhơn Trạch, Đồng Nai	60,000	50 năm

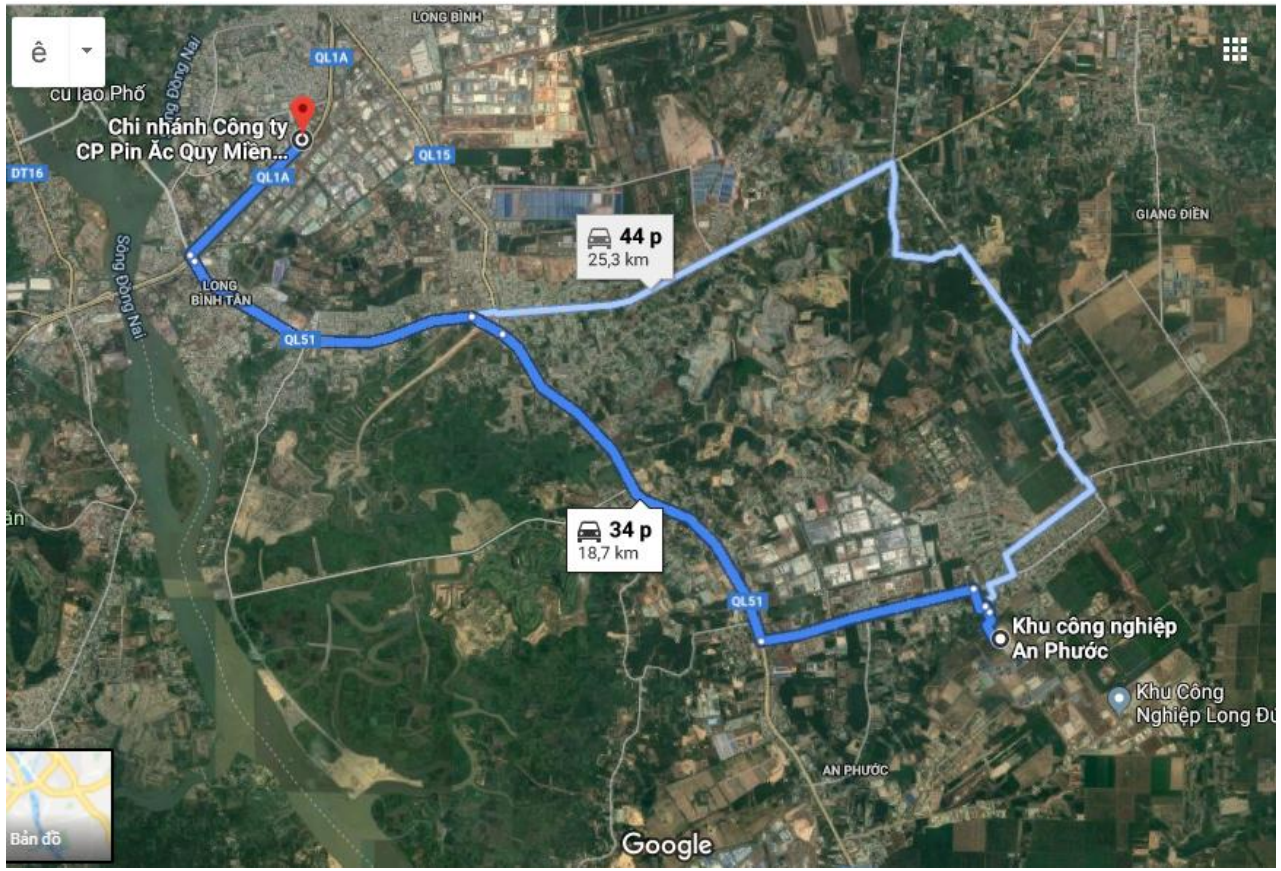
TÌNH HÌNH ĐẤT ĐAI HIỆN TẠI

VIỆC DI DỜI NHÀ MÁY ẮC QUY ĐỒNG NAI 1

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 8,7 ha tại KCN An Phước với tổng tiền đầu tư là 180 tỷ đồng.

Năm 2018, PAC đã giải ngân đợt 1 khoảng 55 tỷ cho việc mua 8,7 diện tích đất tại An Phước.

Năm 2019, nguyên giá quyền sử dụng đất không đổi so với năm 2018.



ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Dividend Discount Model	0	1	2	3	4	5	Terminal
Dividend		1,500	2,000	2,000	2,000	2,000	
Required return		15%	15%	15%	15%	15%	15%
Earnings growth							3%
PV (divdend)		1,304	1,512	1,315	1,144	994	
PV (Terminal value)	8,535						
Value	14,804						

Relative valuation	0	1	2	3	4	5
EPS		3,594				
Fair forward P/E	*7.0x*					
Fair value	25,158					
Market price	16,750					
Target price (50% DCF, 50% P/E)	19,981					
Upside (Target price/Market price)	**19%**					

TCSC dự phóng doanh thu tăng trưởng chậm trong năm 2019, với những giả định chính:

- Sản lượng ắc quy ô tô sẽ tăng trưởng ngang với mức tăng trưởng sản lượng xe cũ (10%), dựa trên cơ sở là Pinaco & GS đại diện tới 80% sản lượng ngành và 2 doanh nghiệp trên cũng đã giữ được thị phần đầu ngành trong những năm qua.
- Sản lượng ắc quy xe máy vẫn tăng trưởng vì nhu cầu thay thế, nhưng chỉ ở mức 0.9% - tức ngang mức tăng trưởng dân số
- Những mảng phụ: Sản lượng pin đi ngang (bão hòa) & sản lượng ắc quy dân dụng giảm
- Gross margin: Giữ nguyên ở mức 15%, với cơ sở thận trọng

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

P/E trong giai đoạn 2010-2020 của PAC

ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Quan điểm & khuyến nghị: Hold & moderate buy

Với forward P/E = 5x, chúng tôi cho rằng PAC đang bị định giá thấp với tăng trưởng dự kiến 2020 khoảng 7.3%.

- Chúng tôi đánh giá PAC là dạng cổ phiếu cyclical vì tuy HĐKD ổn định nhưng biên lợi nhuận của PAC bị ảnh hưởng rất nhiều bởi giá hàng hóa (chì). Do vậy, PAC phù hợp với những nhà đầu tư **trung hạn (thời gian nắm giữ 3 năm)** có khả năng chịu đựng **rủi ro trung bình**.
- Thị giá hiện tại của PAC (16,750) tương đối hấp dẫn với kì vọng upside khoảng 19%.

Rủi ro: No catalyst

- Hiệu ứng tiêu cực từ Covid-19 có thể khiến cho sản lượng xe bán ra sụt giảm & giá cổ phiếu cũng bị ảnh hưởng bởi tâm lý thị trường.
- Tuy vậy, với việc các sản phẩm OEM chiếm chưa tới 10% doanh số của Pinaco thì trong năm 2020, ảnh hưởng của Covid-19 tới HĐKD là tương đối không nhiều.
- Việc thoái vốn của Vinachem là động lực tăng giá chính, nhưng khả năng cao là điều này sẽ còn bỏ ngỏ lâu dài

Securities

THANHCONG

QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCONG SECURITIES CO.

A: 2nd floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | **F**: (+84 28) 3821 80 10

www.tcsc.vn