

### BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 07 tháng 05 năm 2016

**Trưởng Bộ phận Phân tích DN**

**Lý Hoàng Anh Thi**

lhathi@vcbs.com.vn

+84-8 38 205 510 (Ext: 649)

#### KQKD 2015

Chỉ tiêu	TH 2014	TH 2015	KH 2015	2015/2014	TH 2015/ KH 2015
Tổng DT (tỷ đồng)	2.027,0	2.260,2	2.100	+11,5%	7,6%
LNTT (tỷ đồng)	95,4	120,9	100	+27,6%	21,0%
LNST (tỷ đồng)	74,4	90,5	na	+21,6%	na
Cổ tức %	45%	(*)25%	15%	55,56%	166,67%

Nguồn: PAC

(\*) Đã tạm ứng tiền mặt 15%, dự kiến chia thêm 10%.

**KQKD 2015 khá ấn tượng với các chỉ tiêu DT và LN đều tăng trưởng so với năm trước và vượt kế hoạch năm.** PAC ghi nhận 2.116,8 tỷ đồng DTT (+4,5% yoy) và 90,5 tỷ đồng LNST (+21,6% yoy).

Nếu đúng hơn, DTT năm 2015 của Pinaco đạt 2.260 tỷ đồng (+11,5% yoy, vượt 7,6% KH năm), nhưng công ty phải hạch toán các khoản mục chi phí khuyến mãi theo TT200 vào khoản giảm trừ doanh thu (trong năm 2014 các chi phí này vẫn hạch toán ở khoản mục chi phí bán hàng), nên DTT 2015 chỉ tăng nhẹ 4,5% so với năm trước.

**Trong năm 2015, sản phẩm ác quy đạt 1.987 tỷ đồng DT (+12,7% yoy, chiếm tỷ trọng 88% tổng DT).** Nhóm sản phẩm chủ lực hiện nay của công ty là mảng thị trường thay thế, ngoài ra công ty cũng đẩy mạnh tiêu thụ tại mảng thị trường OEM, tuy nhiên mảng này chỉ chiếm khoảng 7% trong cơ cấu DT của Pinaco. DT kinh doanh ác quy năm 2015 tăng trưởng tốt nhờ sự cải thiện trong phân khúc OEM sản xuất ác quy cho xe hơi và xe gắn máy, cụ thể dòng ác quy xe gắn máy kín (PTX) đạt mức tăng trưởng cao 27% so với năm trước và dòng sản phẩm ác quy CFM (ác quy bảo dưỡng) với tốc độ tăng trưởng hơn 45% so với năm 2014. Năm 2014, công ty đã ký hợp đồng trở thành nhà cung cấp ác quy khô (PTX) cho Yamaha Việt Nam (Q4/2014) và Piaggio (Tháng 4/2014) (Pinaco hiện đang cung cấp ác quy cho 3 hãng xe gắn máy lớn Honda tháng 4/2013, Yamaha và Piaggio). Mảng OEM đối với xe hơi cũng có những điểm sáng khi công ty đã nhận được Chứng nhận Toàn Cầu Q1 từ hãng xe Ford, đây là chứng nhận cao nhất Ford dành cho các nhà cung cấp và có giá trị toàn cầu, từ đó công ty có thể bán hàng cho Ford ở các nước.

**DT từ nhóm sản phẩm pin chủ yếu đáp ứng cho nhu cầu nội địa, đạt 267 tỷ đồng (+1,4% yoy, chiếm tỷ trọng 12% tổng DT).** Thị trường tiêu thụ nội địa đối với nhóm sản phẩm pin khá ổn định qua các năm, công ty cố gắng giữ năng lực sản xuất pin đạt 250 triệu viên/năm.

**Về cơ cấu doanh thu, thị trường nội địa chiếm gần 81% tổng DT và tăng 5,5% so với năm 2014.** Thị trường xuất khẩu vẫn duy trì ổn định, do phải điều chỉnh giá bán để cạnh tranh nên mặc dù sản lượng xuất khẩu tăng 6% yoy nhưng doanh thu xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 0,3% yoy, chiếm 19% tổng DT.

**Biên LN gộp 2015 giảm nhẹ 1,3% yoy.** Trong cơ cấu GVHB, chi phí nguyên vật liệu nhập khẩu (chì, kẽm, cadimi) chiếm khoảng 60-65% GVHB. Mặc dù, công ty đã nỗ lực thay đổi cách thức nhập nguyên vật liệu cũng như thay thế nhu cầu chì mỏ bằng chì tái sinh, tuy nhiên các chi phí khác như xăng, dầu, điện, nước...cũng tăng, dẫn đến GVHB năm 2015 của Pinaco vẫn tăng 5,8% yoy, tăng cao hơn mức tăng của DT, dẫn đến LN gộp đạt 372,4 tỷ đồng, giảm nhẹ 1,3% yoy và tỷ suất LN gộp cũng giảm còn 17,6% so với mức 18,9% của năm 2014

**LN ròng tăng trưởng 21,6% so với năm 2014 bất chấp lỗ tỷ giá tăng.** Trong năm 2015, DTTC ít thay đổi so với năm trước, nhưng chi phí tài chính tăng 31,2% yoy, chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện là 28,4 tỷ đồng, tăng gấp 2,9 lần so với năm 2014. Ngược lại, chi phí lãi vay giảm 48,7%, đồng thời chi phí bán hàng giảm 18,6% yoy (do thay đổi cách hạch toán theo TT200) nên đã giúp LNTT đạt 121 tỷ đồng (+26,6% yoy), LNST đạt 90,4 tỷ đồng (+21,6% yoy).

### SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Tính đến cuối năm 2015, Pinaco không có nhiều thay đổi trong cơ cấu tài sản và nguồn vốn so với năm trước đó.** Yếu tố tích cực nhất là lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng dưới 1 năm (hạch toán ở khoản mục ĐTTC ngắn hạn) vẫn ở mức cao, lên đến gần 333 tỷ đồng, chiếm 37,4% TSNH. Đáng ngạc nhiên là với số dư tiền lớn như vậy, PAC không giảm hẳn nợ vay ngắn hạn để theo đó phải trả chi phí lãi vay, mà vẫn duy trì mức nợ vay ngắn hạn 421 tỷ đồng (chỉ giảm 13,5% so với cuối năm trước). Phải thu tuy tăng 79% nhưng chủ yếu là phải thu khách hàng và chỉ chiếm tỷ trọng khiêm tốn 12,3% TS ngắn hạn. PAC cũng không có dự án đầu tư lớn nào trong năm, nên TS dài hạn giảm nhẹ 2,8% chủ yếu là khấu hao TS cố định.

**Khả năng thanh toán nhanh của PAC cuối năm 2015 khá thấp 0,6 lần, nhưng đây cũng là mức được duy trì trong mấy năm qua,** do PAC luôn được đối tác cho trả chậm. Hơn nữa, nếu bóc tách riêng về khả năng chi trả nợ vay ngắn hạn thì tỷ lệ này lại lớn hơn 1 lần, điều này cho thấy rủi ro thanh toán của PAC là rất thấp. Có lẽ vấn đề đối với PAC là hầu hết các khoản vay đều là đồng USD, hoặc VND nhưng tham chiếu qua USD, nên được lãi suất thấp từ 1,4-4%/năm, tuy nhiên kể từ tháng 4/2016, sau khi NHNN siết cho vay tín dụng ngoại tệ thì những công ty như PAC sẽ phải chuyển qua vay bằng VND, dẫn đến chi phí lãi vay tăng lên.

### KẾ HOẠCH KINH DOANH 2016

Chỉ tiêu	TH 2015	KH 2016	TH 2015/ KH 2016
Tổng DT (tỷ đồng)	2.260	2.440	+7,96%
LNTT (tỷ đồng)	122	130	+6,55%
Cổ tức %	25%	12%	-52,0%

Nguồn: PAC

**Lãnh đạo Pinaco cho biết công ty luôn có các biện pháp dự phòng với những biến động giá kim loại chì, kẽm.** (1) Về mặt kỹ thuật, công ty đang tăng dần tỷ trọng vật tư chì, kẽm dùng trong nước có mức giá cạnh tranh và việc thanh toán chậm. Trước đây công ty nhập 100% kẽm và 80% chì, đến nay đã sử dụng 50% kẽm trong nước và khoảng 40% chì với giá thấp hơn rất nhiều so với giá nhập. (2) Về mặt đầu tư, công ty đang có một số nghiên cứu cải tiến về mặt công nghệ để giảm tiêu hao vật tư.

**Đánh giá về áp lực cạnh tranh trong tương lai:** Đối với sản xuất ắc quy, các nước EU, Hàn Quốc là các quốc gia mạnh về ngành này, về sản xuất pin thì có Nhật và Hàn Quốc cũng là những đối thủ mạnh của Pinaco. Do đó, trong thời gian tới áp lực mà Pinaco đối mặt đó là chất lượng sản phẩm, cơ cấu sản phẩm, giá cả và chất lượng phục vụ. Hiện tại PAC có hệ thống kênh bán hàng phủ đều trên toàn quốc và đội ngũ gần 200 nhân viên bán hàng ở tất cả các tỉnh thành. Về giá cả, công ty sẽ cố gắng quản lý chặt chẽ các khoản chi phí, phấn đấu giảm 2% giá thành. Về cơ cấu sản phẩm, công ty cho rằng nhu cầu pin trong vòng 3-4 năm tới vẫn còn tiêu dùng ở Việt Nam nên vẫn sản xuất nhiều loại pin. Đối với ắc quy, hiện công ty có 4 nhóm sản phẩm gồm ắc quy cho xe máy; ắc quy cho ô tô; ắc quy dùng cho thấp sáng dân dụng, nhóm ắc quy công nghiệp. Đối với ắc quy xe máy, công ty có đủ các chủng loại sản phẩm mà thị trường. Đối với ắc quy xe ô tô, Pinaco là một trong số ít công ty ở Việt Nam có cơ cấu sản phẩm ắc quy ô tô đầy đủ nhất.

Năm 2015 thị phần ắc quy đạt khoảng 45-50%, thị phần pin 50%, tuy nhiên 2016 thị phần pin vẫn duy trì mức 50%, thị phần ắc quy sẽ tăng lên khoảng 50-55% (ắc quy xe gắn máy 30-35%, ắc quy dân dụng trên 70% thị phần, ắc quy ô tô chiếm 50-55% thị phần cả nước).

#### **Kế hoạch triển khai hợp tác đầu tư mặt bằng ở TP.HCM**

**(1) Dự án 445-449 Gia Phú, diện tích 8.000 m<sup>2</sup>:** Pinaco hợp tác với Công ty Thương mại Địa Ốc Việt đầu tư khu cao ốc thương mại, văn phòng, dự kiến 1-2 tháng tới sẽ có giấy phép xây dựng. Theo thỏa thuận hợp tác giữa hai bên, khi đối tác dành được giấy phép xây dựng, thì họ sẽ thanh toán lại cho PAC phần tiền hỗ trợ là 25 tỷ đồng (chậm nhất cuối Q3.2016).

**(2) Dự án 752 Hậu Giang, Quận 6, diện tích 17.000 m<sup>2</sup>:** Công ty đã ký hợp đồng hợp tác với Công ty CP Thương mại Địa Ốc Việt để đầu tư khu thương mại, tuy nhiên đối tác đang trong quá trình làm thủ tục xin giấy phép triển khai dự án. Khi nào đối tác xin được giấy phép xây dựng, họ sẽ hỗ trợ cho Pinaco 30 tỷ đồng tiền hỗ trợ di dời đất.

**Kế hoạch di dời nhà máy:** Công ty có kế hoạch sẽ dời nhà máy Ắc quy Sài Gòn ở KCN Tân Tạo, quận Bình Tân lên Đồng Nai (công ty đã có nhà máy Ắc quy Đồng Nai ở KCN Biên Hòa 1 và Nhà máy Ắc quy Đồng Nai 2 ở KCN Vinatex Tân Tạo, Nhơn Trạch). Để dời nhà máy Ắc quy Sài Gòn về Đồng Nai, công ty sẽ phải xây dựng một nhà xưởng mới ở Đồng Nai, hiện công trình đã khởi công. Trong năm 2016, công ty sẽ hoàn thành việc xây dựng chuẩn bị mặt bằng cho công tác di dời, dự kiến đến ngày 31/12/2017, công ty sẽ hoàn thành xong việc di dời nhà máy.

**Công tác đầu tư 2016:** Tổng nguồn vốn đầu tư năm 2016, công ty dự kiến (1) Đầu tư thiết bị để giải quyết các nút thắt tăng năng lực sản xuất ắc quy, chi phí dự kiến khoảng 30-40 tỷ đồng. (2) Mua một số vị trí khu đất để phục vụ cho hướng phát triển trong tương lai, dự kiến chi phí khoảng 160 tỷ đồng tiền đất, bao gồm (i) Mua 2 ha đất ở Bắc Ninh để xây dựng tổng kho trung chuyển và văn phòng chi nhánh phía Bắc; (ii) 9,8 ha đất kế bên nhà máy Ắc quy Đồng Nai 2 để chuẩn bị cho hướng mở rộng sản xuất ắc quy trong thời gian tới.

Ngoài ra, khi mua đất xong phải quyết định đầu tư, và dự kiến nếu nhu cầu 3 năm tới tăng thêm, công ty sẽ xây dựng thêm nhà máy mới, lúc đó nhu cầu cần đầu tư khoảng 400-600 tỷ đồng, sẽ tùy vào quy mô nhà máy mới. Đầu tư sẽ gồm có đầu tư ngắn hạn để giải quyết những khó khăn trước mắt và đầu tư phát triển cho định hướng lâu dài. Nguồn vốn cho đầu tư (i) một mặt sẽ đi vay một phần từ các ngân hàng (vay ngắn hạn và vay trung hạn); (ii) một mặt sẽ cân

nhắc phát hành cổ phiếu. Khi nào dự án xây nhà máy mới đến thời điểm thì công ty sẽ công bố chi tiết thông tin nhà máy đến các cổ đông.

**Cổ tức năm 2015 sẽ tăng thêm 10% và chia thưởng 50%:** Công ty đã quyết định tăng tỷ lệ cổ tức năm 2015 lên 25% bằng tiền mặt, tăng 10% so với Nghị quyết cũ ban hành trong năm 2015. Như vậy, sau kỳ ĐHCĐ này, công ty sẽ trả nốt 1.000 đồng/cp (đã tạm ứng hai đợt 700 đồng/cp và 800 đồng/cp cuối năm 2015). Ngoài ra, công ty sẽ quyết định chia thưởng cổ phiếu cho các cổ đông, tỷ lệ 2:1, nguồn chia thưởng từ thặng dư cổ phần và quỹ đầu tư phát triển. Việc chia thưởng này sẽ nâng vốn điều lệ lên 465 tỷ đồng, và cũng là lý do chính khiến công ty chỉ đặt mục tiêu cổ tức 12% cho niên độ 2016.

### KQKD Q1.2016

**Công ty đã công bố KQKD Q1.2016 với các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận đều tăng trưởng so với cùng kỳ năm 2015,** cụ thể DT đạt 542,5 tỷ đồng (+10,4% yoy, hoàn thành 22,2% KH năm), LNTT đạt 30,2 tỷ đồng (+11,3% yoy, đạt 23,2% KH năm) và LNST đạt 21,9 tỷ đồng (+12% yoy).

Trong Q1.2016, DT tăng 10,4% nhờ sản lượng tăng, mặc dù giá bán hầu như không thay đổi. Đáng chú ý là trong số các hãng ô tô lớn mà Pinaco cung cấp ắc quy như Ford, Mercedes, THACO, Mazada, Hyundai... thì trong Q1.2016, Thaco chiếm 50% doanh thu OEM. Tuy nhiên, GVHB lại tăng mạnh hơn DT (+18,5% yoy) nên LN gộp chỉ đạt 74,9 tỷ đồng (-22,4% yoy), tỷ suất LN gộp giảm xuống còn 13,8%, thấp hơn so với mức 19,6% cùng kỳ năm 2015. **Thực tế, DT Q1/2016 tăng trưởng đến 19,7% yoy do Pinaco vẫn chưa áp dụng TT200 vào BCTC Q1/2015. Do đó, chúng tôi cho rằng LN gộp không thực sự giảm trong Q1 vừa qua.**

**Cũng vì chưa áp dụng TT20 trong kỳ BCTC Q1/2015, nên chi phí bán hàng trong Q1.2016 giảm đến gần 42% yoy.** Trong Q1/2016 các khoản mục chi phí khác ít có sự thay đổi đáng kể, ngoại trừ chi phí bán hàng. DTTC tuy tăng gần gấp 2 cùng kỳ năm trước do hai yếu tố (1) chênh lệch về tỷ giá khi ký hợp đồng vay với tỷ giá thanh toán thực tế; (2) mặc dù có nhiều tiền mặt và tiền gửi tiết kiệm, tuy nhiên công ty vẫn đi vay vì vay VND lãi suất hiện 4,4%, trong khi lãi suất tiền gửi 6-7%, do đó công ty đi vay ngân hàng và đem tiền đi gửi để hưởng phần chênh lệch > 2%.

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Nhìn chung hoạt động SXKD của Pinaco trong năm 2015 và Q1/2016 vẫn ổn định. Kỳ vọng lớn nhất vào Pinaco là khả năng cung cấp ắc quy cho các hãng ô tô lớn của thế giới đang có mặt ở Việt Nam và Thaco, một thương hiệu lớn của Việt Nam, tuy nhiên chúng tôi chưa thấy được khả năng tăng trưởng đột biến. Đối với mảng pin tuy chỉ chiếm 12% DT, nhưng hầu như không có khả năng tăng trưởng cao do thị trường đã bão hòa, và đang có nhiều sản phẩm có chất lượng rất cao từ Mỹ và Nhật nhập khẩu vào Việt nam. Như vậy pin của Pinaco sẽ chịu sự cạnh tranh rất lớn từ hai phía, đó là chất lượng thấp nhưng giá rẻ (hàng TQ) và chất lượng cao nhưng giá mắc hơn (với hàng Mỹ, Nhật...).

Cho dù rủi ro về biến động giá nguyên liệu thế giới giảm (do công ty chuyển qua mua trong nước nhiều hơn), và rủi ro về tỷ giá được dự phóng chỉ ở mức 5%, nhưng rủi ro về lãi suất lại là một yếu tố cần xem xét đến trong hoạt động SXKD từ Q2 trở đi của Pinaco, do trong tháng Tư vừa qua, NHNN đã chính thức ngưng việc cho vay ngoại tệ. Với quy định này, trong thời gian

tới PAC sẽ phải vay VND với lãi suất cao hơn nhiều, khoảng 7-8% trở lên so với mức vay cũ (khoảng 4%). Theo lãnh đạo Pinaco chia sẻ, công ty đã có công văn xin tiếp tục được vay ngoại tệ và đã được NHNN đồng ý, tuy nhiên đây là thông tin cần kiểm chứng thêm.

Hiện tại, EPS trailing đến cuối Q1/2016 được tạm tính ở mức 2.700 đồng/cp (đã tạm trừ 10% quỹ phúc lợi theo Điều lệ công ty), P/E trailing khoảng 15 lần với thị giá cuối ngày 06/05/2016 là 40.500 đồng/cp. Thị giá Pinaco đã tăng hơn 20% kể từ cuối tháng 3 đến nay, và nhiều khả năng là tăng giá theo thông tin tăng cổ tức tiền mặt 10% (yield 2,5%) và chia thưởng cổ phiếu (50%), tuy nhiên việc chia thưởng sẽ không làm thay đổi P/E. Ngoài ra, có khả năng công ty sẽ tạm ứng cổ tức 12% của niên độ 2016 vào Q3 hoặc Q4, yield vào khoảng 4,6% (sau khi thị giá đã pha loãng theo đợt chia thưởng), tổng mức sinh lời nếu nắm giữ PAC từ nay đến cuối năm vào khoảng 7,1%, cũng không hẳn là mức cao. Chúng tôi khuyến nghị Nắm giữ cổ phiếu PAC.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Anh Tuấn, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
tatuan@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**

Trưởng Bộ phận Phân tích Doanh nghiệp  
lhathi@vcbs.com.vn