

Quick Report

PAC

05/09/2013

DVCSpeculator

Khuyến nghị: Nắm Giữ

Công ty Cổ phần PinẮc quy Miền Nam

(PAC - HOSE)

I. Đánh giá chung của ngành SX Pin vàẮc quy tại Việt Nam

- Năm 2012 thị trường nội địa tiêu thụ rất khó khăn, cầu tiêu thụ Pin vàẮc quy tại Việt Nam sụt giảm do tổng cầu của toàn bộ nền kinh tế giảm. Nhu cầu ắc quy truyền thống bị thu hẹp, trong khi đó thị trường bộc lộ sự cạnh tranh gay gắt, khe hở trong khai báo hàng nhập khẩu tạo điều kiện dề choẮc quy ngoại nhập tràn vào tạo chỗ đứng ở thị trường Việt Nam, trong nước cũng xuất hiện thêm doanh nghiệp sản xuấtẮc quy mới tham gia thị trường khiến cho nguồn cung càng thêm dư thừa.
- Để đối phó với sức cầu giảm sút, hầu hết các hãng Pin vàẮc quy đã đẩy hàng ra thị trường bằng mọi giá, bên cạnh đó là chủ trương dùng chiết khấu khuyến mãi cao để cân đối khi giá nguyên vật liệu giảm, đã tạo nên làn sóng khuyến mãi triền miên. Kết quả là chi phí bán hàng buộc phải tăng cao, đây cũng là tiền đề khó cho thời gian sắp tới khi giá nguyên vật liệu bắt đầu tăng trở lại.
- Khuyh hướng tiêu dùng đã chuyển sang sử dụng các loạiẮc quy miễn bảo dưỡng, có mẫu mã chủng loại đa dạng dùng cho xe đời mới. Trong khi đó, các Công ty sản xuất ắc quy trong nước hiện nay chủ yếu là ắc quy chì axit truyền thống, có nút hở thoát khí độc hại trong quá trình sử dụng; có quy mô vừa và nhỏ, thiết bị khá cũ, lạc hậu, không đồng bộ nên chất lượng ắc quy còn bị hạn chế. Trong khi đó, ắc quy kín khí không bảo dưỡng có nhiều tính năng ưu việt hơn như cấu trúc bình kín, không bị rò rỉ, không phải thường xuyên kiểm tra trước trong quá trình sử dụng, tuổi thọ cao gấp 2 lần ắc quy chì axit, khả năng phục hồi nhanh sau khi phóng điện. Hiện nay, ở các nước phát triển như Mỹ, Nhật, Anh, Pháp đã sử dụng hầu hết loại ắc quy kín miễn bảo dưỡng này, riêng đối với các nước đang phát triển, tỷ lệ sử dụng ít hơn. Mặc dù sự chuyển hướng sản xuất các sản phẩm mới trong thời gian một vài năm trở lại đây nhưng sản phẩm đưa ra thị trường chưa nhiều và chưa đủ chủng loại đã làm giảm cơ hội bán hàng.

II. Phân tích HD.SXKD của CTCP Pin vàẮc quy Miền Nam (PAC – HOSE)

1. Thông tin cơ bản:

- Tiền thân là Công ty Pin ắc quy Miền Nam thành lập vào ngày 19/04/1976. Năm 2004 chuyển sang hoạt động theo mô hình cổ phần. Hiện tại, PAC có hai nhà máy sản xuất ắc quy tại Đồng Nai và KCN Tân Tạo (TP.HCM) và 1 cơ sở sản xuất pin tại Gia Phú, Q6. Sản phẩm chính của công ty gồm 2 mảng chính:

- ❖ **1. Sản xuất ắc quy:** Đây là dòng sản phẩm chủ đạo đóng góp chính vào doanh thu(85%) với các dòng sản phẩm là ắc quy xe hơi, ắc quy xe tải, de gắn máy, ắc quy dân dụng với các thương hiệu: Đồng Nai, JP, Pinaco, Sakura. Trong đó, ắc quy phục vụ cho các phương tiện vận tải gồm hai nhóm phân theo thị trường tiêu thụ đó là Ắc quy cho thị trường thay thế và Ắc quy cho các nhà sản xuất, chế tạo ô tô, mô tô (OEM).
- ❖ **2. Sản xuất Pin:** là sản phẩm truyền thông của PAC với mức đóng góp chiếm khoảng 15% vào cơ cấu doanh thu gồm các thương hiệu như: Con Ó, Super, X power.
 - Về cơ cấu doanh thu, thị phần của PAC chủ yếu là sản xuất tiêu dùng cho thị trường nội địa chiếm 85% tổng doanh thu của Công ty, thị phần xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 15% doanh thu và thị trường chủ yếu là các nước đang phát triển như: Campuchia, Trung Đông, Nam Phi, Ai Cập...
 - 70% nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào của PAC phải nhập khẩu do đó chênh lệch tỷ giá ảnh hưởng rất lớn đến hoạt động kinh doanh của Công ty.
- ❖ **Vị thế công ty trong ngành:**
 - Khởi nguồn của PAC là doanh nghiệp Nhà nước với 37 năm hoạt động do đó công ty có vị trí đứng đầu ngành sản xuất Pin và Ắc quy tại Việt Nam với thị phần chiếm khoảng 45% thị phần Ắc quy nói chung. PAC là doanh nghiệp có năng lực sản xuất đứng đầu trong ngành trong đó sản phẩm Ắc quy đạt 1,8 triệu KvWH/năm, đối với sản phẩm pin đạt 600 triệu viên/năm. Trong đó, mảng thị trường thay thế ắc quy xe tải chiếm khoảng 60-70% thị phần, xe hơi khoảng 40% thị phần, xe máy và ắc quy dân dụng mỗi mảng chiếm khoảng 30% thị phần từng loại. Riêng thị trường OEM (cung cấp cho các nhà SX chế tạo ô tô, mô tô), PAC chiếm khoảng 80% cho các hãng ô tô xe máy sản xuất trong nước như: Ford, Daiwoo, Hyundai, Suzuki...
 - Tuy nhiên, trong những năm gần đây PAC phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt của các công ty cùng ngành như Tia Sáng, Vĩnh Phú, Globe(đài loan), GS (Nhật Bản)...

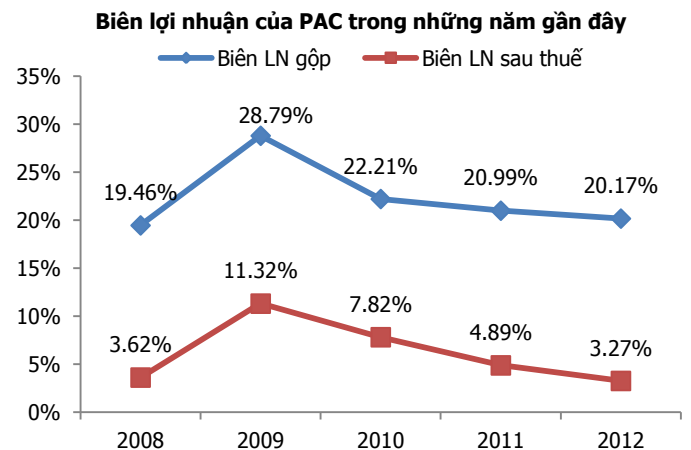
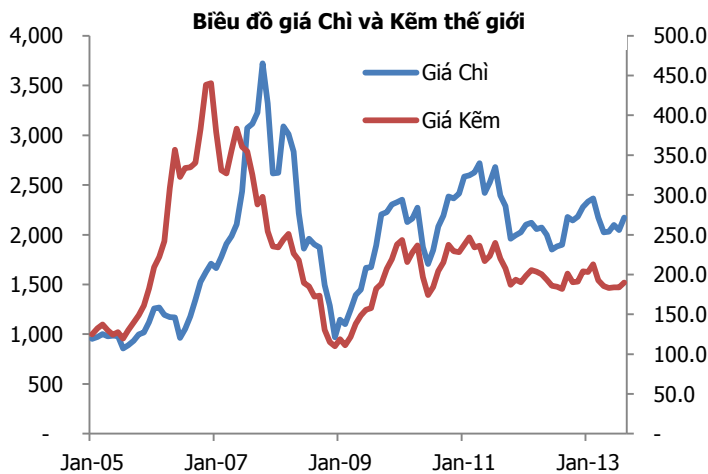
2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

- ❖ **Nhu cầu thị trường sụt giảm mạnh:**
 - Năm 2012, do sức cầu tiêu thụ Pin và Ắc quy suy giảm cùng chiều với tổng cầu của nền kinh tế khiến nhu cầu tiêu thụ ắc quy ô tô và xe máy sản xuất mới thu hẹp, doanh thu của PINACO đạt 1.870 tỷ đồng giảm 5,5% so với năm trước. Tuy nhiên, với mục tiêu muốn giữ vững thị phần, PAC đã tăng chiết khấu thay vì giảm giá bán, một phần đối phó với sức cầu giảm sút và sự cạnh tranh khốc liệt của các hãng trong nước đã khiến chi phí bán hàng tăng mạnh(+23%) so với 2011 khiến lợi nhuận sau thuế giảm -34% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, chi phí khấu hao nhà máy Đồng Nai 2 cao do đầu tư mới nhưng chưa phát huy được hết công suất, làm tăng giá thành, ảnh hưởng đến hiệu quả và khả năng cạnh tranh của Công ty.
 - **Đối với sản phẩm ắc quy:** Tình hình suy thoái kinh tế Việt Nam trong năm 2012 đã làm giảm nhu cầu tiêu thụ ắc quy ô tô và xe máy, cả nhu cầu lắp mới lẫn thay thế. Cụ thể, doanh thu ắc quy cho xe ô tô đã giảm 112 tỷ đồng, doanh thu ắc quy cho xe máy giảm 41 tỷ đồng trong năm, tương ứng giảm 10,2% và 15,5% so với năm trước.

- **Đối với sản phẩm pin:** Thị trường tiêu thụ nội địa đối với sản phẩm này khá ổn định qua các năm. Pin Con Ó hiện được nhiều Công ty lắp ráp điện tử tại Việt Nam sử dụng kèm theo sản phẩm của họ như: Belco, Daewoo-Hanel, Chau-Electronic, Viettronics Tân B.nh (VTB), Tiến Đạt, Maseco,... HĐQT đặt ra mục tiêu duy trì sản xuất pin bền vững, cố gắng giữ năng lực sản xuất pin đạt 250 triệu viên/năm.

❖ **Ảnh hưởng từ biến động giá nguyên liệu đầu vào:**

- Nguyên liệu đầu vào của PAC đến hơn 70% là phải nhập khẩu do đó biến động tăng giá nguyên liệu cũng như ảnh hưởng của tỷ giá tác động rất lớn đến lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận của PAC trong thời gian qua. Nguồn nguyên liệu chính để sản xuất Pin vàẮc quy là Chì và Kẽm khi giá hai kim loại này trong xu hướng tăng lên đã khiến hiệu quả kinh doanh cũng như lợi nhuận của PAC giảm dần.
- Biên lợi nhuận của PAC tăng mạnh trong năm 2009 (khi giá Chì và Kẽm tụt đáy về mức thấp nhất) và giảm dần trong những năm gần đây khi giá Chì và Kẽm nhập khẩu có xu hướng tăng trở lại. Bên cạnh đó, yếu tố tỷ giá cũng là một trong những nguyên nhân chính làm biên lợi nhuận giảm mạnh điển hình trong năm 2011 khi lỗ chênh lệch tỷ giá hạch toán lên tới 51,85 tỷ đồng.
- Tập đoàn nghiên cứu chì và kẽm quốc tế (ILZSG), nhu cầu chì toàn cầu trong năm nay dự kiến sẽ tăng 4,8%, lên 11,09 triệu tấn, trong khi đó nhu cầu kẽm tăng 5,2% lên 12,98 triệu tấn. Dự báo giá Chì và Kẽm thế giới tiếp tục sẽ có biến động tăng trong năm 2013 tạo áp lực tăng chi phí giá vốn đầu vào với PAC trong khi giá đầu ra khó có thể điều chỉnh được nhiều sẽ khiến biên lợi nhuận của PAC tiếp tục sụt giảm.



❖ **Triển vọng kinh doanh 2013:**

- Doanh thu 6 tháng đầu năm 2013 của PAC đạt 879,9 tỷ đồng, tăng trưởng nhẹ 7% so với cùng kỳ nhờ sự tăng trưởng trở lại của thị trường nội địa khi Công ty đã chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý nhằm đẩy mạnh bán hàng trong khi gần như giữ nguyên giá bán sản phẩm. Doanh thu tăng chủ yếu nhờ sản lượng dòng ắc quy miễn bảo dưỡng tăng cùng với sự đóng góp của hợp đồng OEM cho Honda từ quý II/2013. Nhìn chung sự gia tăng này là một sự khích lệ lớn trong bối cảnh kinh tế suy giảm và tiêu thụ ô tô và xe máy mới giảm mạnh.
- Tuy nhiên, lợi nhuận gộp và biên LN gộp giảm nhẹ do giá chi đưa vào sản xuất bình quân 6 tháng đầu năm tăng khoảng 10% so với cùng kỳ. Trong khi giá chì thế giới bình quân 6 tháng đầu năm đạt 2.172 USD/tấn tăng khoảng 7% so với cùng kỳ năm ngoái.

- Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh khiến Công ty gia tăng được lợi nhuận song các yếu tố cơ bản như doanh thu, chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét do đó lợi nhuận của Công ty vẫn ở mức thấp.
- Chúng tôi cho rằng PAC nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận trước thuế khả quan trong năm nay, khoảng 66 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 2.481 VNĐ/CP. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận không cao (chỉ khoảng 2-5%/năm) song lại có sức khỏe tài chính lành mạnh và sự ổn định, mức PE kỳ vọng cho PAC từ 6 đến 7 (vẫn thấp so với bình quân ngành), **giá hợp lý của PAC là 16.000 -17.300 VNĐ/cp.**

3. Đánh giá tài chính

Doanh thu:

Doanh thu của PAC có sự chững lại và suy giảm trong 2 năm gần đây do ba yếu tố cơ bản. **Thứ nhất**, nền kinh tế khó khăn và tốc độ tăng trưởng kinh tế suy giảm khiến lượng tiêu thụ ô tô và xe máy mới giảm mạnh ảnh hưởng trực tiếp tới sản lượng tiêu thụ ắc quy dành cho ô tô và xe máy. **Thứ hai**, trong bối cảnh nhu cầu ắc quy truyền thống bị thu hẹp, Công ty lại phải cạnh tranh khắc nghiệt với nhiều đối thủ mạnh cả trong nước và nước ngoài. **Thứ ba**, nhu cầu ắc quy xe gắn máy chuyển sang ắc quy kín trong khi sản phẩm ắc quy kín của Công ty mới được tung ra còn thiếu chủng loại và chưa tạo được vị thế trên thị trường nên tiêu thụ chưa mạnh. Đối với ngành Pin, sản lượng tiêu thụ của Công ty khá ổn định song không có tăng trưởng do các sản phẩm pin của Công ty đang yếu thế so với các sản phẩm nhập ngoại và thị trường cũng đã bão hòa với mức tăng trưởng hàng năm thấp.

Đối với sản phẩm ắc quy: Doanh thu nội địa của PINACO đã chững lại và suy giảm do kinh tế suy thoái, tổng cầu tiêu dùng ô tô xe máy giảm sút và xu hướng tiêu dùng các sản phẩm ắc quy có thay đổi. Hoạt động tiêu thụ sản phẩm của Công ty có bị động trước sự thay đổi từ thị trường và sự biến động của kinh tế, đồng thời sự tác động áp lực từ chỉ tiêu được giao cao hơn khả năng hấp thụ của thị trường.

Đối với sản phẩm pin: Thị trường tiêu thụ nội địa đối với sản phẩm này khá ổn định qua các năm. Pin Con Ó hiện được nhiều Công ty lắp ráp điện tử tại Việt Nam sử dụng kèm theo sản phẩm của họ như: Belco, Daewoo-Hanel, Chau-Electronic, Viettronics Tân B.nh (VTB), Tiến Đạt, Maseco,... Tuy nhiên triển vọng tăng trưởng không cao do chất lượng không sánh được với các thương hiệu nhập ngoại và thị trường bão hòa.

Thị trường tiêu thụ sản phẩm của Công ty hiện nay vẫn chủ yếu là thị trường nội địa, chật hẹp đã bão hòa (đối với sản phẩm ắc quy cho xe máy và pin) do đó Công ty rất khó gia tăng doanh thu nếu không cải thiện được năng lực cạnh tranh của sản phẩm để chiếm lĩnh thêm thị phần. Chúng tôi nhận thấy, các sản phẩm của Công ty có phần lép vế so với các sản phẩm nhập khẩu nước ngoài về thương hiệu. Công ty cũng không cho thấy sự năng động và đổi mới chất lượng sản phẩm đối với sản phẩm pin. Sản phẩm ắc quy kín cho xe máy và ô tô đã được Công ty đầu tư xong chưa chiếm được vị thế thị trường đáng kể và có lợi thế cạnh tranh rõ rệt với các sản phẩm cùng loại.

Chúng tôi cho rằng trong một hai năm tới, đóng góp chủ yếu cho doanh thu của Công ty sẽ vẫn là các sản phẩm pin và ắc quy kín cho ô tô và xe máy. Chúng tôi cho rằng ắc quy dành cho xe máy chủ yếu sẽ dùng cho nhu cầu thay thế (do lượng xe mới sẽ giảm khi thị trường đã bão hòa). Ắc quy dành cho ô tô của Công ty sẽ phải cạnh tranh quyết liệt với các sản phẩm trong và ngoài nước. Chúng tôi cho rằng doanh thu trong những năm tới của Công ty sẽ tăng trưởng với tốc độ thấp (chỉ khoảng 2 – 5%/năm).

Doanh thu hai quý đầu năm 2013 của PAC đã có sự tăng trưởng nhẹ 7% so với cùng kỳ nhờ Công ty đã chủ động tăng chiết khấu cho các đại lý nhằm đẩy mạnh bán hàng trong khi gần như giữ nguyên giá bán sản phẩm. Nhìn chung sự gia tăng này là một sự khích lệ lớn trong bối cảnh kinh tế suy giảm và tiêu thụ ô tô và xe máy mới giảm mạnh.

Total Revenue	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
PAC	1,241.21	1,304.78	1,665.81	1,978.85	1,800.47	1,598.22	
Industrial Goods & Services	524.97	490.12	619.78	737.28	733.76	611.19	
%Δ diff of indus	136%	166%	169%	168%	145%	161%	
Revenue Growth		2009	2010	2011	2012	ave 4y	7 2%
PAC		5.1%	27.7%	18.8%	-9.0%	13.6%	
Industrial Goods & Services		-6.6%	26.5%	19.0%	-0.5%	11.3%	
%D diff of indus		-177%	5%	-1%	1792%	20%	

Lợi nhuận:

Lợi nhuận của PAC suy giảm đều trong 4 năm gần đây và chỉ tăng nhẹ trong 2 quý đầu năm 2013 so với cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu vẫn là tiêu thụ sản phẩm suy giảm do cạnh tranh ác liệt và thị trường bão hòa (dấu hiệu rõ ràng xuất hiện từ năm 2012). Lãi suất trong các năm 2011 và 2012 tăng cao cộng thêm chi phí bán hàng tăng do phải tăng chiết khấu cho các kênh phân phối trong khi giá bán không tăng đã khiến lợi nhuận suy giảm rất đáng kể.

Trong các tháng đầu năm 2013, lãi suất cho vay giảm mạnh khiến Công ty gia tăng được lợi nhuận song các yếu tố cơ bản như doanh thu, chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý vẫn không có sự tiến triển nào rõ nét do đó lợi nhuận của Công ty vẫn ở mức thấp.

Giá nguyên liệu đầu vào (như chì, kẽm) tăng nhẹ trở lại trong 6 tháng đầu năm 2013 cùng với chi phí khấu hao nhà máy mới đi vào hoạt động khiến chi phí giá vốn tiếp tục tăng so với cùng kỳ. Tỷ trọng Giá vốn/doanh thu 6 tháng đầu năm đạt 81,1% tăng so với mức 79.6% của cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi nhận thấy triển vọng lợi nhuận của Công ty sẽ khả quan hơn năm 2012 song không nhiều khi lãi suất cho vay giảm mạnh và vay nợ của Công ty cũng giảm. Tuy nhiên, các chi phí trung gian của Công ty không có sự cải thiện đáng kể do áp lực cạnh tranh và tiền lương gia tăng khiến chi phí bán hàng và quản lý vẫn tăng.

Nhìn chung, Chúng tôi không kỳ vọng Công ty có sự tăng trưởng đáng kể song cho rằng Công ty sẽ ổn định trong năm nay và các năm sau nhờ các sản phẩm ắc quy vẫn có nhu cầu ổn định.

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của PAC sẽ tăng nhẹ so với 2012 nhờ lãi suất giảm và vào khoảng 66 tỷ VNĐ trong năm 2013. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm tiếp theo là khó khăn hơn do lãi suất cho vay được đánh giá là đã chạm đáy.

NI / Profit	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2%
PAC	77.77	147.76	130.24	96.86	61.06	102.74	
Industrial Goods & Services	27.51	41.48	38.81	31.30	27.56	31.90	
%Δ diff of indus	183%	256%	236%	209%	122%	222%	

Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của Công ty trong các năm tới sẽ không cải thiện nhiều và thậm chí có thể suy giảm nếu Công ty không có được giải pháp đột phá nhằm tăng sức cạnh tranh cho các sản phẩm của mình so với các sản phẩm ngoại nhập trên thị trường đặc biệt là ắc quy dành cho ô tô.

Hiệu quả quản lý:

ROA và ROE của PAC bị suy giảm đều trong bốn năm trở lại đây do các khó khăn chung của nền kinh tế khiến tiêu thụ xe máy và ô tô mới giảm dẫn tới tăng trưởng tiêu thụ ắc quy giảm song cũng một phần do sức cạnh tranh của các sản phẩm ắc quy của PAC kém dẫn tới Công ty không thể tăng giá bán trong khi phải tăng chi phí bán hàng (tăng chiết khấu) nhằm giữ hệ thống phân phối. Điều này khiến cho lợi nhuận biên của PAC giảm đều đặn trong 4 năm liên tục và xu hướng này vẫn chưa có dấu hiệu dừng.

Bên cạnh đó, mặt bằng lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 khiến chi phí lãi vay tăng vọt cũng khiến hiệu quả sinh lời giảm. Trong năm 2013 và các năm sau nhiều khả năng lãi suất sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.

Quy mô tổng tài sản của Công ty tăng lên trong các năm gần đây do các khoản đầu tư tại các dây chuyền sản xuất pin và nhà máy mới nâng công suất nhà máy ắc quy Đồng Nai 2 từ 300.00 KWh/năm lên 600.000kwh/năm và quyết định đầu tư bổ sung dây truyền lắp ráp bình ắc quy kín khí (VRLA) xe gắn máy cung cấp cho Honda Việt Nam. Tuy nhiên hoạt động đầu tư chưa mang lại hiệu quả khi doanh thu không tăng được tương ứng do sản phẩm mới chưa chiếm lĩnh được thị trường.

Từ năm 2013 trở đi, Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ duy trì được khả năng sinh lời hiện tại và thúc đẩy được các sản phẩm mới chiếm lĩnh thị trường. Tuy nhiên, Chúng tôi không kỳ vọng biên lợi nhuận tăng lên do áp lực cạnh tranh là rất cao.

ROE	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2.5%
PAC	25.1%	35.5%	27.1%	17.6%	0.0%	23.4%	
Industrial Goods & Services	11.0%	15.0%	12.2%	9.1%	6.7%	10.6%	
%Δ diff of indus	128%	137%	123%	94%		121%	
ROA	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10 2.5%
PAC	15.4%	22.1%	11.8%	8.2%	5.1%	11.0%	
Industrial Goods & Services	5.1%	6.9%	5.4%	4.0%	3.4%	4.7%	
%D diff of indus	200%	222%	117%	106%	53%	136%	

Cơ cấu vốn:

Công ty chủ yếu sử dụng vốn vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động. Mức độ sử dụng vốn vay vừa phải khiến hoạt động của Công ty trở nên an toàn và hài hòa. Thêm vào đó Công ty đã chủ động dùng lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh để trả bớt vay nợ và điều này giúp cho Công ty đứng vững trong các biến động của thị trường và trong các năm khó khăn. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là thấp và tình trạng

này sẽ tiếp diễn trong tương lai khi dòng tiền hoạt động kinh doanh của Công ty khá lành mạnh và đủ sức tài trợ cho hoạt động thông thường. Bên cạnh đó, Công ty cũng không có nhu cầu mở rộng đầu tư quá lớn trong các năm tới.

Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	7
PAC	0.63	0.61	1.30	1.16		0.97	3.3%
Industrial Goods & Services	1.14	1.20	1.24	1.29	1.20	1.26	
%Δ diff of indus	-45%	-49%	4%	-10%		-23%	
Current Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	2
PAC	0.63	0.55	1.20	1.13		0.92	3.3%
Industrial Goods & Services	0.62	0.70	0.74	0.77	0.71	0.76	
%D diff of indus	0%	-21%	62%	47%		22%	
Longterm Liabilities / Equity	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	10
PAC	0.00	0.06	0.10	0.03		0.05	3.3%
Industrial Goods & Services	0.59	0.54	0.52	0.54	0.70	0.50	
%D diff of indus	-99%	-89%	-82%	-95%		-90%	

Chúng tôi đánh giá mức độ vay nợ hiện nay của Công ty khá an toàn với vốn vay chủ yếu là ngắn hạn song hoạt động kinh doanh của Công ty có mức quay vòng nhanh đem lại dòng tiền đều đặn. Các tỷ suất về khả năng thanh khoản và thanh toán của Công ty đều lành mạnh. Chúng tôi đánh giá cao khả năng phân bổ nguồn vốn của ban lãnh đạo Công ty khi vẫn giữ được mức độ thanh khoản lành mạnh trong bối cảnh lãi suất tăng cao.

Định giá:

PE và PB của PAC đều ở mức khá thấp cho thấy thị trường đang không kỳ vọng nhiều vào **triển vọng tăng trưởng tương lai** của Công ty. Chúng tôi đánh giá mức kỳ vọng của thị trường là hợp lý do doanh thu và lợi nhuận tương lai của PAC trong năm nay và các năm tới không hứa hẹn sự tăng trưởng vượt trội.

Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng với dự báo lợi nhuận trong năm 2014 sẽ không tăng nhiều do Công ty không còn hưởng lợi từ xu hướng giảm lãi suất cho vay khi mặt bằng lãi suất cho vay đã chạm đáy.

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	3
PAC	7.12	10.08	9.20	4.18	6.24	7.84	6.7%
Industrial Goods & Services	5.17	7.64	7.95	5.35	6.76	6.62	
%Δ diff of indus	38%	32%	16%	-22%	-8%	18%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
PAC	1.77	3.59	2.49	0.74		2.05	6.7%
Industrial Goods & Services	0.85	1.38	1.15	0.64	0.65	0.91	
%D diff of indus	109%	161%	118%	15%		125%	
MBS valuation						2012	7
PAC						23,729	10%

Price						17,700	
%D diff of indus						34%	
Dividend in 2012			No of company	Paid	Plan		5
PAC				2,200	1,500		6.7%
Industrial Goods & Services			102	3,120	1,438		
%Δ diff of indus				-29%	4%		

Chúng tôi cho rằng PAC nhiều khả năng sẽ đạt mức lợi nhuận trước thuế khả quan trong năm nay, khoảng 66 tỷ VND và mức EPS dự kiến khoảng 2.481 VNĐ/CP. Với sự kỳ vọng cho mức độ tăng trưởng lợi nhuận không cao (chỉ khoảng 2-5%/năm) song lại có sức khỏe tài chính lành mạnh và sự ổn định, mức PE kỳ vọng cho PAC từ 6 đến 7 (vẫn thấp so với bình quân ngành), giá hợp lý của PAC là 14.800-17.300VNĐ/cp.

Kết luận:

PAC là một công ty ổn định song lại hoạt động trong lĩnh vực cạnh tranh cao và triển vọng tăng trưởng thấp. Tăng trưởng lợi nhuận tương lai phụ thuộc vào khả năng tăng năng lực cạnh tranh của PAC. Mức giá hiện nay đã phản ánh kỳ vọng lợi nhuận của năm nay và các năm tới. Chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể xem xét để **Giữ**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111