Báo cáo cổ phiếu: PAC

Doanh thu tăng, lợi nhuận giảm: kênh phân phối và lãi vay ăn phần tăng trưởng, không phải giá chì

CTCP Pin Ắc quy Miền Nam – PINACO (HOSE: PAC) · pin, ắc quy · BCTC đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và năm 2027 · dữ liệu chốt 09/10/2026 · giá tham chiếu 15,05 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST 6T/2026	DT GỘP 6T/2026	CHIẾT KHẤU + CPBH	VAY / TIỀN + TIỀN GỬI	THUẾ GTGT CHỜ KHẤU TRỪ	LÃI SAU KÊNH / DT GỘP
48 tỷ đồng · **–30%**	**2.191** tỷ · +3%; XK 25%	**20,2** đồng / 100 đồng DT gộp 2025	**1.373 / 721** tỷ · 30/06/2026	**323** tỷ · đầu 2024: 112	**4,9%** 6T/2026 · 2021: 6,8%

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST 2026F CƠ SỞ	P/E TRƯỢT · P/B
NẮM GIỮ	**15,05**	**14,6 (–3%)**	**97 tỷ**	**11,9x · 1,09x**

Nắm giữ; tích lũy từng phần dưới 13,8 nghìn (P/B 1,0x), mạnh hơn dưới 12,4 nghìn. **Nâng hạng khi** lãi sau kênh/DT gộp trở lại trên 6% hai quý liền, hoặc PAC được hoàn phần lớn 323 tỷ thuế GTGT và trả bớt nợ. **Hạ hạng khi** lãi sau kênh dưới 4% hai quý liền, hoặc tổng mức đầu tư An Phước vượt ~700 tỷ mà không có kế hoạch doanh thu tương ứng.

KẾT LUẬN

PAC vẫn là nhà sản xuất ắc quy nội địa lớn nhất, doanh thu tăng đều, nhưng mỗi đồng tăng thêm phải trả cho kênh phân phối nhiều hơn: chiết khấu và CPBH đã lên ~20% doanh thu gộp. Lợi nhuận giảm từ 174 tỷ (2021) xuống 118 tỷ (2025) và ~97 tỷ (2026F) không phải do giá chì mà do cạnh tranh giá, chi phí di dời nhà máy và lãi suất.

2027 là năm đầu tư (An Phước) nên lợi nhuận còn thấp. Giá 1,09x giá trị sổ sách đã phản ánh phần lớn điều này; lịch sử cho thấy vùng P/B dưới 1,2x hiếm và thường mang lại lợi suất tốt, nhưng khi đó ROE cao hơn nhiều. Vì vậy AAS nắm giữ và chỉ tích lũy dưới giá trị sổ sách.

TRONG NƯỚC

1.407 tỷ DT thuần 6T/2026 (+8%)

- Biên gộp 12,7% (6T/25: 14,6%)
- Chiết khấu 304 tỷ/6T (13,9% DT gộp)
- OEM: VinFast 100%, Honda, THACO

XUẤT KHẨU

480 tỷ DT thuần 6T/2026 (+3%)

- Biên gộp 9,5% (6T/25: 8,3%)
- Trung Đông ~32% DT XK
- Ắc quy CMF > 310.000 bình (2025)

VỐN, VAY VÀ DỰ ÁN

1.373 tỷ vay; lãi VND 6–7,8%

- Tiền + tiền gửi 721 tỷ (lãi 6–9,2%)
- Thuế GTGT chờ khấu trừ 323 tỷ
- An Phước 1,3 triệu kWh, chạy 2027

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **6T/2026 LNST 48 tỷ (–30%)** dù DT gộp +3%. LNTT 63 tỷ đạt 103% kế hoạch 6 tháng, nhưng kế hoạch năm (LNTT 123 tỷ) vốn đã thấp hơn 2025 18%.
2. **Kênh phân phối ăn phần tăng trưởng:** chiết khấu thương mại + CPBH tăng từ 11,7 đồng (2014) lên 20,2 đồng trên 100 đồng DT gộp (2025). Lãi sau kênh/DT gộp giảm từ 6,8% (2021) xuống 5,5% (2025) và 4,9% (6T/2026).
3. **Giá chì không phải thủ phạm:** chì LME quy VND gần như đi ngang 2021–2026 (+1% 6T/2026 so cùng kỳ). Giá vốn/DT gộp tăng năm 2026 chủ yếu là mặt kia của việc giảm chiết khấu (chiết khấu giảm 1 đồng thì giá vốn/DT gộp tăng 0,66 đồng). Chỉ chỉ tác động ngắn hạn khi giá thay đổi đột ngột; Q3/2026 chì giảm ~5% hỗ trợ nhẹ.
4. **Chi phí vốn tăng:** lãi vay VND lên 6,0–7,8% (cuối 2025: 3,1–5,5%); lãi vay 6T/2026 +42%. PAC vay 1.373 tỷ trong khi giữ 721 tỷ tiền và tiền gửi; 323 tỷ thuế GTGT chờ khấu trừ chưa được hoàn (~17 tỷ lãi vay/năm).
5. **Dự báo:** LNST Q3/2026 23 tỷ (+42% so với nền thấp Q3/2025 có chi phí di dời), Q4 26 tỷ; năm 2026 97 tỷ (–18%); 2027 65 tỷ do lãi vay và khấu hao An Phước đến trước doanh thu.
6. **Khuyến nghị NẮM GIỮ**, giá trị hợp lý 14,6 nghìn (–3%). P/B 1,09x thấp nhất 3 năm, nhưng ROE chỉ ~9%; tích lũy dưới 13,8 nghìn (P/B 1,0x), mạnh hơn dưới 12,4 nghìn.
7. **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (lãi sau kênh, chiết khấu, lãi vay); hoàn thuế GTGT; tổng mức đầu tư và tiến độ An Phước; ĐHĐCĐ bất thường 07/11/2026; tạm ứng cổ tức tiền 2026.

1 Mô hình kinh doanh: nhà sản xuất ắc quy nội địa lớn nhất, bán qua kênh nhiều tầng; mỗi 100 đồng doanh thu, kênh lấy 20 đồng

Mô hình kinh doanh



Nguồn: BCTN 2025; BCTC soát xét 6T/2026 (báo cáo bộ phận theo địa lý); biên bản ĐHĐCĐ 2026. AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: từ chì nhập khẩu đến nhà phân phối, hãng xe và nhà nhập khẩu

Hoạt động Ô vàng: khoản mục BCTC chịu ảnh hưởng

1 Nguyên liệu chì nhập khẩu	2 Sản xuất ắc quy, pin	3 Thương hiệu, kỹ thuật	4 Kênh nội địa	5 Xuất khẩu
◆ Chì 31.377 tấn (2025); NCC chính Trafigura, Gravita, Thai United ◆ Chì, nhựa, điện, axit > 80% giá thành ◆ Axit sulfuric mua của Hóa chất Cơ bản MN (Vinachem)	◆ Nhơn Trạch (Đồng Nai 2): 1,7 → ~2,45 triệu kWh/năm ◆ Biên Hòa 1 di dời 2025–2026 ◆ An Phước 1,3 triệu kWh, vận hành 2027	◆ Đồng Nai, Con Ó, Pinaco ◆ Kỹ thuật Furukawa (cổ đông 10,5%), phí ~0,5% DT sản phẩm ◆ Ắc quy CMF, sodium S76, BESS	◆ ~200 nhà phân phối, > 17.000 điểm bán ◆ GT 2.700 tỷ; OEM 417 tỷ (VinFast 100%, Honda, THACO, Yamaha) ◆ Thị phần mục tiêu 31% sản lượng	◆ ~25% DT thuần; ~50 nước ◆ Trung Đông ~32% DT XK; CMF > 310.000 bình ◆ Biên gộp XK 6,9% (2025)
NVL 2.648 tỷ = 78% chi phí 2025	**Giá vốn; khấu hao ~94 tỷ/năm**	**Phí bản quyền ~3 tỷ/năm**	**Chiết khấu 646 tỷ + CPBH 188 tỷ**	**DT XK 905 tỷ; biên thấp**

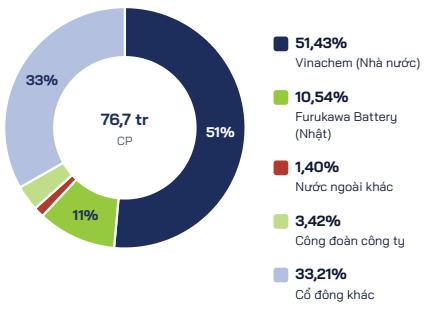
Nguồn: BCTN 2024–2025; biên bản ĐHĐCĐ 2026; NQ HĐQT 192 (An Phước), 108 (giao dịch liên quan); BCTC soát xét 6T/2026. AAS tổng hợp.

- **Giá trị nằm ở thương hiệu và kênh, không ở nhà máy:** nguyên liệu chiếm ~78% chi phí và theo giá chì quốc tế. PAC giữ được ~13–14 đồng lãi gộp trên 100 đồng doanh thu gộp nhờ thương hiệu và mạng lưới đại lý, nhưng phải trả lại ~20 đồng cho kênh (chiết khấu thương mại + CPBH).
- **Kênh là biến số chính của lợi nhuận:** chiết khấu, giá niêm yết và CPBH là ba cách chia cùng một khoản cho đại lý. Khi chiết khấu giảm 1 đồng thì giá vốn/DT gộp tăng ~0,66 đồng và CPBH tăng ~0,27 đồng. Vì vậy AAS dự báo "lãi sau kênh" (DT gộp – giá vốn – chiết khấu – CPBH), không dự báo từng dòng.
- **Xuất khẩu tăng nhanh nhưng biên mỏng:** 25% doanh thu thuần, biên gộp 6,9% năm 2025 (trong nước 13,4%). OEM (VinFast, Honda, THACO) giữ sản lượng nhưng giá thấp hơn kênh thay thế.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) DT gộp; (2) lãi sau kênh/DT gộp theo mức 4 quý gần nhất, mùa vụ Q4 và thay đổi giá chì; (3) QLDN; (4) khấu hao ~24 tỷ/quý; (5) lãi vay = nợ bình quân × lãi suất; (6) lãi tiền gửi.

Cơ cấu cổ đông: Vinachem 51,4%, Furukawa 10,5%; khối ngoại gần như chỉ là Furukawa

Cơ cấu sở hữu

% vốn



Cổ đông (sau cổ tức CP 10%, 06/2026)	Số CP (ước)	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) – vốn Nhà nước	**~39.432.000**	**51,43%**
The Furukawa Battery Co., Ltd (Nhật Bản)	~8.084.000	10,54%
Công đoàn Công ty	~2.621.000	3,42%
Nhà đầu tư nước ngoài (08/10/2026), gồm Furukawa	9.152.563	11,94%
Room ngoại tối đa / còn trống	38.338.813 / 29.186.250	50%

Nguồn: BCTC Q2/2026 (cổ đông lớn); BCTN 2025; kết quả phát hành cổ phiếu cổ tức 06/2026; room ngoại theo dữ liệu giao dịch 08/10/2026. Số CP sau đợt 10% là AAS ước theo tỷ lệ.

- **Vinachem quyết định vốn và cổ tức:** cổ tức 2025 trả bằng cổ phiếu 10% (không trả tiền); kế hoạch 2026 phấn đấu 5%. Không tìm thấy quyết định thoái vốn Nhà nước đang hiệu lực (Vinachem vẫn 51,43%).
- **Furukawa vừa là cổ đông vừa là bên cấp công nghệ:** phí bản quyền ~0,5% doanh thu sản phẩm liên quan (~3 tỷ/năm); phụ lục mới 5 năm từ 09/2026, tổng ~23 tỷ. ĐHĐCĐ bất thường dự kiến 07/11/2026 để sửa ngành nghề,

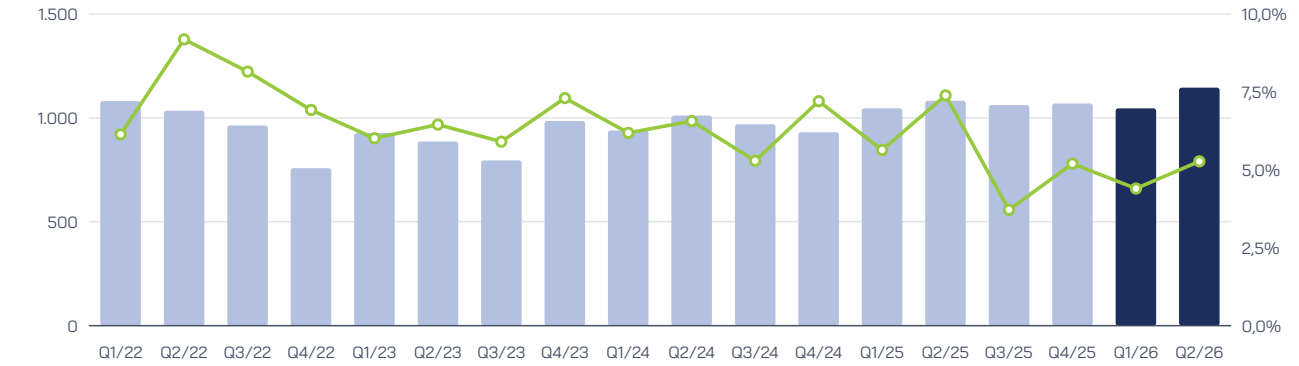
Điều lệ.

2 Kết quả kinh doanh: DT gộp 2025 cao hơn 2021 21%, LNST thấp hơn 32%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu gộp	3.531	3.836	3.593	3.849	4.259	2.128	2.191	+3%
Chiết khấu, giảm trừ	−482	−437	−408	−644	−672	−360	−305	n/m
Doanh thu thuần	3.049	3.399	3.185	3.205	3.587	1.768	1.886	+7%
Giá vốn trừ khấu hao	−2.528	−2.833	−2.674	−2.708	−3.081	−1.496	−1.621	n/m
CPBH	−207	−191	−202	−173	−188	−90	−118	n/m
Lãi sau kênh trước KH	**314**	**374**	**309**	**324**	**318**	**181**	**148**	**−18%**
Chiết khấu + CPBH / DT gộp	19,5%	16,4%	17,0%	21,2%	20,2%	21,2%	19,3%	−1,9 điểm
QLDN trừ khấu hao	−44	−53	−52	−56	−60	−34	−31	n/m
EBITDA	**271**	**321**	**257**	**268**	**258**	**148**	**117**	**−21%**
Khấu hao	−82	−91	−86	−90	−94	−47	−46	n/m
EBIT	**188**	**230**	**171**	**178**	**164**	**100**	**71**	**−29%**
Lãi vay	−46	−53	−59	−42	−49	−21	−30	n/m
Lãi tiền gửi, DT tài chính	71	66	58	46	44	21	29	+40%
CP tài chính khác, thu nhập khác	10	−42	−16	−18	−9	−9	−7	n/m
LNTT	**222**	**205**	**154**	**167**	**150**	**91**	**63**	**−31%**
LNST	**174**	**156**	**115**	**129**	**118**	**68**	**48**	**−30%**
Dòng tiền kinh doanh (CFO)	208	−32	175	31	−54	−167	85	n/m
Chi mua sắm TSCĐ	−64	−171	−7	−58	−91	−44	−175	n/m

Nguồn: BCTC PAC; khấu hao tách theo thuyết minh. AAS tính.

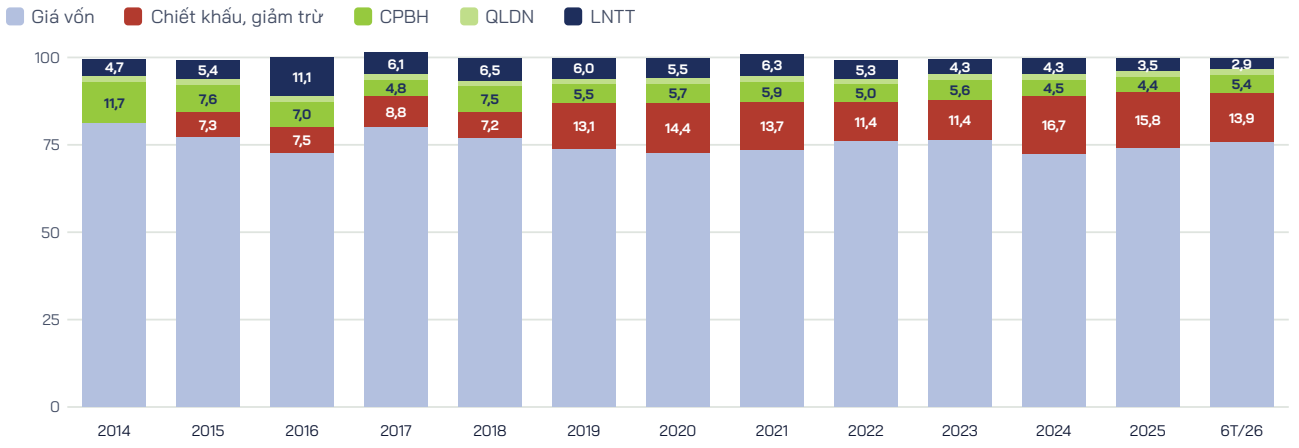
Doanh thu gộp và lãi sau kênh theo quý



◆ **Lưu ý số liệu:** 2025 gánh chi phí di dời nhà máy khỏi KCN Biên Hòa 1 từ 07/2025; Q3/2025 chịu nặng nhất.

3 Chi phí kênh: mỗi 100 đồng doanh thu gộp, chiết khấu và CPBH lấy ~20 đồng, từ ~12 đồng năm 2014

100 đồng doanh thu gộp chia thế nào



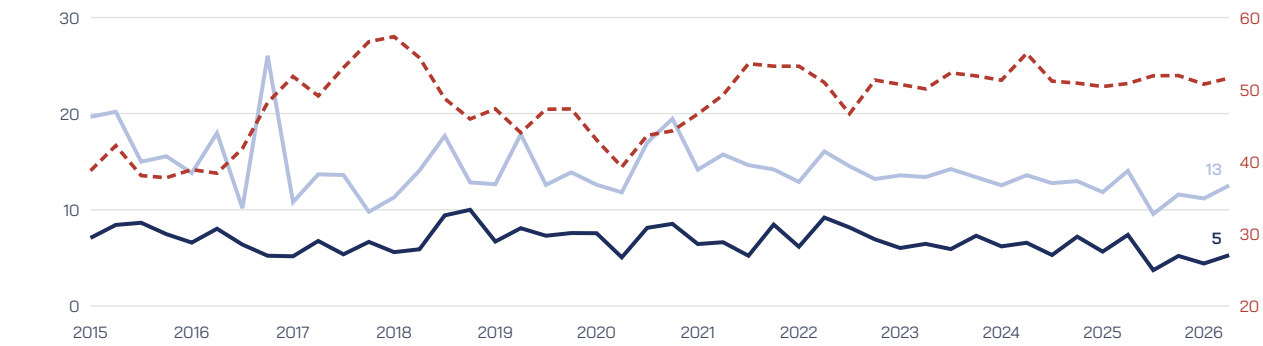
Trên 100 đồng DT gộp	2014	2016	2019	2021	2023	2024	2025	6T/2026
Giá vốn	81,3	72,8	73,9	73,7	76,6	72,4	74,3	75,9
Chiết khấu, giảm trừ	0,0	7,5	13,1	13,7	11,4	16,7	15,8	13,9
CPBH	11,7	7,0	5,5	5,9	5,6	4,5	4,4	5,4
QLDN	1,8	1,8	1,5	1,5	1,7	1,7	1,6	1,6
Tài chính ròng, khác	−0,4	0,2	−0,1	1,0	−0,5	−0,3	−0,3	−0,3
LNTT	**4,7**	**11,1**	**6,0**	**6,3**	**4,3**	**4,3**	**3,5**	**2,9**
Chiết khấu + CPBH	**11,7**	**14,5**	**18,6**	**19,5**	**17,0**	**21,2**	**20,2**	**19,3**

Nguồn: BCTC kiểm toán các năm, soát xét 6T/2026; AAS tính.

- **Chi phí kênh tăng ~70% trong 11 năm:** chiết khấu + CPBH từ 11,7 đồng (2014) lên 20,2 đồng trên 100 đồng DT gộp (2025). Giá vốn/DT gộp giảm tương ứng (81,3 → 74,3 đồng), tức PAC tăng giá niêm yết rồi trả lại cho đại lý dưới dạng chiết khấu.
- **Phần còn lại cho cổ đông mỏng dần:** LNTT trên 100 đồng DT gộp giảm từ 6,3 (2021) xuống 3,5 (2025) và 2,9 (6T/2026). Ban điều hành nói năm 2026 "phải tăng chiết khấu bán hàng" vì cạnh tranh (hàng nhập khẩu, nhà máy dịch chuyển từ Trung Quốc).
- **2026 đổi cách chia, không đổi tổng:** Q2/2026 chiết khấu giảm còn 12,1% DT gộp, CPBH tăng lên 5,7% (chi phí vận chuyển, chi phí phải trả bán hàng 47,7 tỷ), giá vốn/DT gộp tăng; lãi sau kênh Q2 5,3%, gần mức 4 quý.

4 Giá chì: tác động ngắn hạn khi biến động mạnh, không phải lý do biên giảm dài hạn

Lãi sau kênh, biên gộp và giá chì



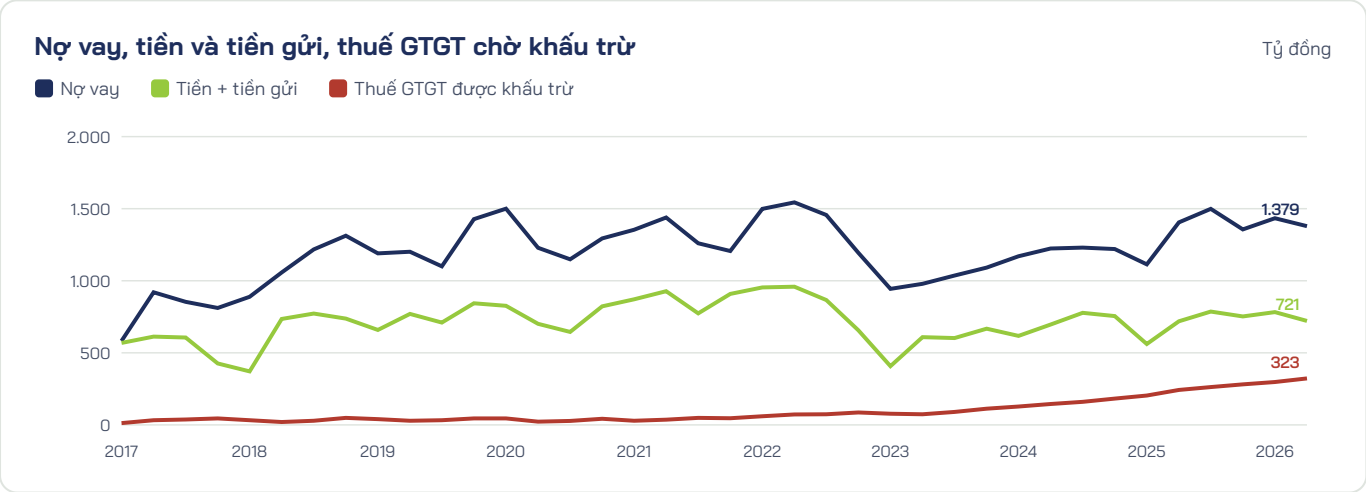
Nguồn: World Bank (giá chì LME); tỷ giá VCB; BCTC PAC. AAS tính.

- **Mức giá chì không giải thích được biên:** chì quy VND 2021–2026 đi ngang quanh 50–52 triệu đồng/tấn, trong khi lãi sau kênh giảm từ ~7% xuống ~4,7%.
- **Thay đổi đột ngột thì có tác động ngắn hạn:** chì tăng 10% trong một quý làm lãi sau kênh giảm ~0,7 điểm ngay quý đó và ~0,4 điểm quý sau, rồi PAC chuyển được vào giá bán. Q3/2026 chì giảm ~5% so với Q2, hỗ trợ ~+0,4 điểm.
- **Giải trình của công ty cần đọc kỹ:** PAC nêu "tỷ giá và giá chì duy trì ở mức cao làm giá vốn tăng" (giá vốn/DT gộp 6T/2026 75,9%, +4,9 điểm). Theo AAS, phần lớn mức tăng này là mặt kia của việc giảm chiết khấu (16,9% → 13,9% DT gộp); tổng chi phí kênh + giá vốn chỉ tăng nhẹ. PAC không công bố giá chì thực mua (gồm phí, chênh lệch).

5 Vốn và nợ: vay 1.373 tỷ, giữ 721 tỷ tiền gửi, 323 tỷ thuế GTGT chưa được hoàn

Số ngày (TB quý)	2017	2019	2021	2023	2024	2025	6T/2026
Tồn kho (DIO)	105	81	105	79	86	91	84
Phải thu (DSO)	17	20	22	30	34	30	22
Phải trả người bán (DPO)	22	23	25	19	23	25	26
Chu kỳ tiền mặt	**100**	**79**	**102**	**91**	**97**	**97**	**79**
Thuế GTGT chờ khấu trừ (ngày GV)	**5**	**5**	**6**	**11**	**19**	**27**	**33**
Lãi suất vay ngầm định	3,2%	4,9%	3,5%	5,8%	3,5%	3,7%	4,3%
DT tài chính / tiền + tiền gửi	8,7%	7,6%	8,2%	10,3%	6,7%	6,2%	7,7%

Nguồn: BCTC quý PAC; AAS tính.



- **Vay và gửi cùng lúc:** nợ vay 1.373 tỷ (VND 670 tỷ lãi 6,0–7,8%; USD 667 tỷ lãi 3,5–4,35%), trong khi giữ 570 tỷ tiền gửi có kỳ hạn (6,0–9,2%) và 133 tỷ tiền. Chênh lãi gần như hòa: lãi tiền gửi 6T/2026 21,3 tỷ, lãi vay 30,2 tỷ.
- **Thuế GTGT chờ khấu trừ tăng đều:** từ 112 tỷ (đầu 2024) lên 323 tỷ (30/06/2026), ~32 ngày giá vốn. 6T/2026 phát sinh 299 tỷ, cấn trừ 257 tỷ, chưa được hoàn đồng nào. Với lãi vay ~5,4%, khoản này tốn ~17 tỷ lãi/năm (~15% LNTT 2026F). Nguyên nhân có thể là tỷ trọng xuất khẩu (thuế suất 0%) và chiết khấu lớn làm thuế đầu ra thấp hơn đầu vào; PAC chưa giải trình.
- **Rủi ro tỷ giá tăng:** vay USD tăng từ 400 tỷ (cuối 2025) lên 667 tỷ để hưởng lãi thấp, trong khi PAC chỉ giữ 2,9 triệu USD. Doanh thu xuất khẩu (~1.000 tỷ/năm) là phòng ngừa tự nhiên một phần; nợ USD ròng ~590 tỷ, mỗi 1% VND mất giá ≈ −5,9 tỷ lỗ tỷ giá.
- **Đầu tư sắp tăng mạnh:** kế hoạch đầu tư 2026 216,5 tỷ (vay 140 tỷ); An Phước (1,3 triệu kWh, vận hành 2027) có tổng mức đầu tư ~674 tỷ theo thông tin đấu thầu. Nợ vay vì vậy khó giảm trong 2026–2027.

6 Dự báo: Q3 hồi so với nền thấp, năm 2026 giảm ~18%; 2027 chịu chi phí An Phước

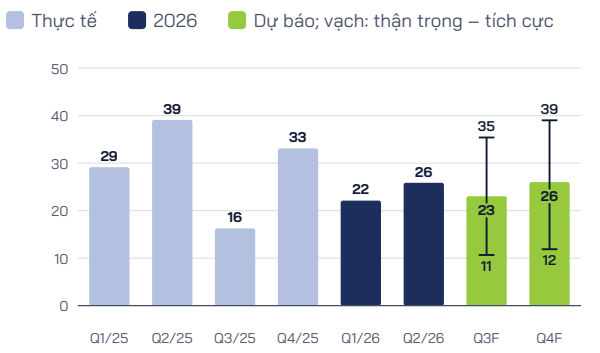
LNST	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	**23 (+42% so với cùng kỳ)**
Khoảng Q3/2026 (thận trọng – tích cực)	11 – 35
Q4/2026F cơ sở (khoảng)	26 (12 – 39); Q4/2025: 33
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	**97 (70 / 122); 2025: 118**
Năm 2027F cơ sở	65 (thận trọng 4, tích cực 124); gồm lãi vay, khấu hao An Phước

Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
Doanh thu gộp	1.070	1.130	1.200	1.080	1.150	1.220
Chiết khấu, giảm trừ	−160	−158	−156	−162	−161	−159
Doanh thu thuần	910	972	1.044	918	989	1.061
Lãi sau kênh / DT gộp	4,4%	5,0%	5,6%	4,8%	5,4%	6,0%
Lãi sau kênh trước KH	68	78	89	74	84	95
QLDN trừ khấu hao	−16	−15	−14	−18	−17	−16
EBITDA	**52**	**63**	**74**	**56**	**68**	**80**
Khấu hao	−24	−24	−24	−24	−24	−24
EBIT	**28**	**39**	**50**	**32**	**44**	**56**
Lãi vay	−21	−19	−18	−23	−21	−19
Lãi tiền gửi, tài chính khác	6	9	13	6	9	13
LNTT	14	29	45	15	32	49
Thuế TNDN	−3	−6	−9	−3	−7	−10
LNST (theo khoản mục)	11	23	35	12	25	39
LNST – dự báo AAS	**11**	**23**	**35**	**12**	**26**	**39**

Nguồn: AAS dự báo.

LNST theo quý

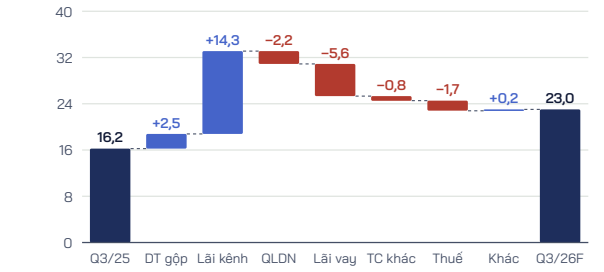
Tỷ đồng



Cầu nối LNST Q3/2025 → Q3/2026F

Tỷ đồng

DT gộp: tăng doanh thu ở biên cũ; Lãi kênh: thay đổi lãi sau kênh/DT gộp



Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F cơ sở	Kế hoạch 2026
Doanh thu gộp	4.259	2.191	4.341	4.471	4.611	4.650	4.800[1]
Doanh thu thuần	3.587	1.886	3.714	3.847	3.992	3.999	–
EBITDA	258	117	226	247	271	253	–
LNTT	150	63	92	124	157	83	123
LNST	**118**	**48**	**70**	**97**	**122**	**65**	**~97[2]**
EPS (đ, 76,7 triệu CP)	1.535	–	919	1.265	1.596	851	–

Nguồn: BCTC; tài liệu ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo. [1]Tổng doanh thu theo kế hoạch. [2]Quy đổi từ LNTT 123 tỷ.

Ba yếu tố theo dõi

- **Lãi sau kênh/DT gộp:** mỗi 0,5 điểm ≈ 5,7 tỷ LNTT/quý. Đây là biến lớn nhất; theo dõi chiết khấu và CPBH cộng lại, không tách riêng.
- **Giá chì:** chì quy VND tăng 10% trong một quý ≈ −13 tỷ LNTT trong hai quý, sau đó PAC chuyển được vào giá bán.
- **Lãi suất và vốn:** +1 điểm lãi suất vay ≈ −3,8 tỷ LNTT/quý; hoàn 200 tỷ thuế GTGT ≈ +2,8 tỷ/quý.

7 Định giá: P/B 1,09x, thấp nhất 3 năm nhưng ROE chỉ ~9%; giá trị hợp lý 14,6 nghìn

Chỉ số (09/10/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Trung vị từ 2012	Phân vị 3 năm
P/E trượt 4 quý	11,9x	13,4x	9,1x	22%
P/B	1,09x	1,64x	1,60x	4%
z P/E · z P/B	−0,78 · −1,68	–	–	–
P/E dự phóng 2026F · 2027F	11,9x · 17,7x	–	–	–
ROE trượt 4 quý	9,2%	–	–	–
Giá trị sổ sách / CP (30/06/2026)	13.819 đ	–	–	–

Nguồn: giá và BCTC PAC; AAS tính.

Phương pháp	Căn cứ	Giá trị (nghìn đ)
P/B 1,0x	ROE ~9% ≈ chi phí vốn → P/B hợp lý ~1,0x × BVPS cuối 2026F 14,0	14,0
P/E 12x × EPS 2026F	P/E 12x (trung vị 3 năm 13,4x, chiết khấu vì lợi nhuận đi xuống) × EPS 2026F 1.265 đ; không dùng EPS 2027F (851 đ) vì đó là năm chịu chi phí đầu tư An Phước	15,2
Giá trị hợp lý (bình quân)	**—**	**14,6 (–3%)**

Vùng giá (nghìn đ)	P/B tương ứng (BVPS 13.819 đ)	Căn cứ	Hành động
< 12,4	< 0,9x	ROE ~9% nhưng tiền + tiền gửi ~9,4 nghìn/CP; lợi suất cổ tức tiền ≥ 3–4%	Tích lũy mạnh
12,4 – 13,8	0,9–1,0x	Dưới giá trị sổ sách; lịch sử P/B dưới 1,2x cho LS 12 tháng dương ở mọi nhóm	Tích lũy từng phần
13,8 – 16,6	**1,0–1,2x**	**Hiện tại 1,09x; giá trị hợp lý 14,6 nghìn**	**Nắm giữ**
16,6 – 20,7	1,2–1,5x	Chỉ hợp lý khi lãi sau kênh hồi về ≥ 6%	Giảm tỷ trọng
> 20,7	> 1,5x	Lịch sử P/B 1,5–2,0x: LS 12 tháng trung vị +2%	Chốt lời

Nguồn: AAS tính.

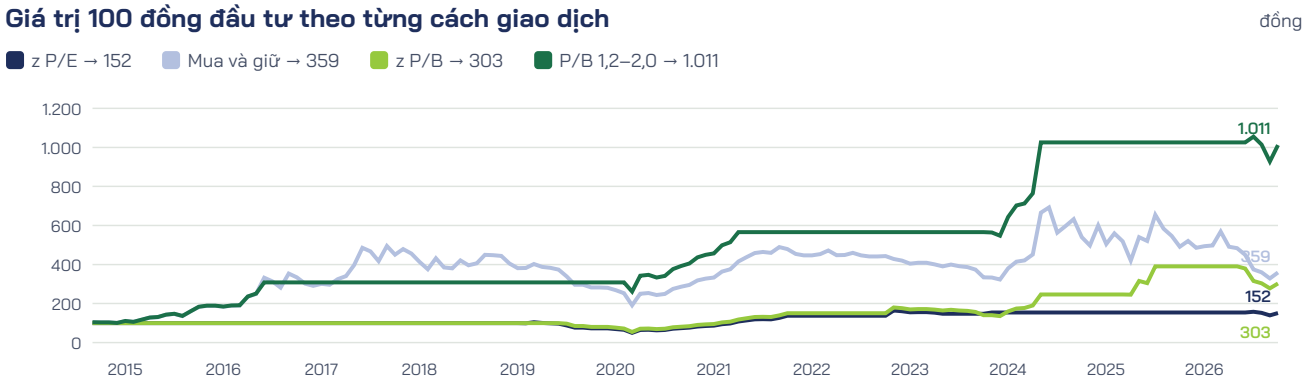
8 Giao dịch: quy tắc định giá đang báo mua, nhưng lợi nhuận đi xuống nên chỉ tích lũy dưới giá trị sổ sách

- **Cách đọc z-score:** z đo P/B (hoặc P/E) hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z < –1 là rẻ bất thường so với chính PAC; hiện z P/B –1,68, z P/E –0,78.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 09/2014 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi z P/B < –1, bán khi > +1 đưa 100 đồng thành 303 đồng (+9,6%/năm), thấp hơn mua và giữ (359 đồng, +11,1%/năm) nhưng sụt giảm tối đa nhỏ hơn (–47% so với –64%). Ngưỡng P/B tuyệt đối 1,2x/2,0x cho 1.011 đồng (+21,1%/năm), nhưng ngưỡng này đặt sau khi xem bảng P/B nên kết quả có phần thuận lợi hơn thực tế.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 4 lệnh trong 12 năm. Các lần P/B dưới 1,2x trước đây (2014, 2020, 2023) xảy ra khi ROE 12–20%; ROE hiện ~9%, nên vùng rẻ hiện nay không cùng chất với các lần trước.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** cả ba quy tắc đang ở trạng thái nắm giữ. Quy tắc z P/B vào lệnh ở 21,25 nghìn (06/2026) và đang lỗ ~29%: định giá thấp chưa đủ khi lợi nhuận còn đi xuống. AAS chỉ tích lũy dưới giá trị sổ sách.

Quy tắc (09/2014–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang nắm giữ?
z P/E < –1 mua, > +1 bán (đặt trước)	152	+3,5%	–55%	4	Có
z P/B < –1 mua, > +1 bán (đặt trước)	303	+9,6%	–47%	4	Có
P/B < 1,2 mua, > 2,0 bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	1.011	+21,1%	–20%	4	Có
Mua và giữ	**359**	**+11,1%**	**–64%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính; phí 0,4% mỗi chiều.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH PAC

- **Đang nắm giữ:** giữ; P/B 1,09x, giá trị hợp lý 14,6 nghìn. Cổ tức tiền 2025 bằng 0 (trả cổ phiếu), 2026 phấn đấu 5% (500 đ/CP, ~3,3%).
- **Chưa có cổ phiếu:** mua từng phần dưới 13,8 nghìn (P/B 1,0x); dưới 12,4 nghìn (0,9x) có thể mua mạnh hơn. Không đuổi giá trên 16,6 nghìn (1,2x) khi ROE còn dưới 10%.
- **Chốt lời:** giảm tỷ trọng trên 16,6 nghìn; chốt lời trên 20,7 nghìn (1,5x), trừ khi lãi sau kênh hồi trên 6%.
- **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (trước 20/10): lãi sau kênh, tỷ lệ chiết khấu, lãi vay; thuế GTGT được hoàn; tiến độ và tổng mức đầu tư An Phước; ĐHĐCĐ bất thường 07/11/2026.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 09/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.