

CTCP NHỰA AN PHÁT XANH (HSX: AAA)
Nguyễn Hoàng Khương Duy

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

 Email: duynhk@fpts.com.vn
Phạm Thị Thảo Vy

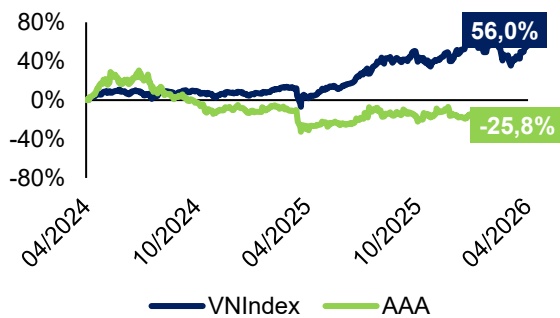
Chuyên viên Phân tích cơ bản

 Email: vyptt@fpts.com.vn

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

 Email: oanhlk@fpts.com.vn
Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu AAA & VNIndex


Thông tin giao dịch	20/04/2026
Giá đóng cửa (VND/cp)	7.040
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	7.090
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	7.040
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	3,9
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	3,9
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	958,433
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1,7%
Vốn hóa (tỷ VND)	2.768
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	921
P/E Trailing 12 tháng	7.63

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Nhựa An Phát Xanh
Địa chỉ	Cụm CN An Đồng, Xã Nam Sách, Thành phố Hải Phòng
HĐKD chính	Sản xuất nhựa bao bì, nhựa xây dựng và kỹ thuật, thương mại
Chi phí chính	Hạt nhựa PE, PP, và PVC
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu

Cơ cấu cổ đông (20/04/2026)	(%)
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	49%
Quý Pyn Elite	5%
Khác	46%

Giá hiện tại:

7.040
Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

8.680
MUA

Tăng:

23,3%
TRIỂN VỌNG DÀI HẠN CẢI THIỆN NHỜ HAI NHÀ MÁY NHỰA BAO BÌ VÀ NHỰA KỸ THUẬT MỚI

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA với giá mục tiêu là **8.680 VND/cp**, cao hơn **23,3%** so với giá đóng cửa ngày 20/04/2026 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF ([chi tiết](#)). Các luận điểm đầu tư như sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

- **Doanh thu của AAA dự phóng đạt 9.170 tỷ VNĐ năm 2026F, giảm 14,5% YoY ([chi tiết](#)).** Trong đó:
 - Doanh thu mảng bao bì (chiếm 48,1% doanh thu) dự phóng tăng 0,7% YoY chủ yếu do giá bán bao bì điều chỉnh (+4,0% YoY) theo giá hạt nhựa, trong khi sản lượng tiêu thụ dự phóng giảm 3,0% YoY do nhu cầu yếu và gián đoạn nguồn cung hạt nhựa PE. ([chi tiết](#))
 - Doanh thu mảng thương mại (chiếm 22,5% doanh thu) dự phóng giảm 45,6% YoY do không còn hợp nhất HII và gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông. ([chi tiết](#))
 - Doanh thu nhựa kỹ thuật (chiếm 15,7% doanh thu) ước tính giảm 8,1% YoY do sụt giảm cả hai sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy (-4,1% YoY) và linh kiện điện – điện tử (-19,9% YoY) do thị trường xe máy xăng bão hòa và gián đoạn sản xuất khi di dời nhà máy. ([chi tiết](#))
- **Giai đoạn 2026-2030F, doanh thu AAA dự phóng tăng trưởng với CAGR = 5,9%/năm, động lực đến từ:**
 - Sản lượng tiêu thụ bao bì dự phóng đạt CAGR = 5,4%/năm giai đoạn 2026-2030F nhờ dự án nhà máy bao bì mới (sản phẩm chính túi zip và màng bọc thực phẩm) vận hành từ Q3/2026 và được hỗ trợ bởi xu hướng tiêu dùng tiện lợi thực phẩm đóng gói.
 - Doanh thu mảng nhựa kỹ thuật dự phóng đạt CAGR = 12,7%/năm giai đoạn 2026-2030F nhờ dự án mở rộng nhà máy An Trung (vận hành từ Q4/2026) và xu hướng mở rộng sản xuất của các tập đoàn điện tử FDI tại Việt Nam.
 - KCN An Phát 5 dự kiến đóng góp ổn định 76 tỷ VNĐ hàng năm (chiếm 30,9% doanh thu mảng BĐS KCN) từ năm 2029F khi đạt tỷ lệ lấp đầy 100%.

RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Rủi ro biến động giá và thiếu hụt hạt nhựa ([chi tiết](#))**
- **Kết quả cuộc điều tra tình trạng dư thừa công suất và sản xuất quá mức theo Mục 301 của Mỹ ([chi tiết](#))**

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển



CTCP Nhựa An Phát Xanh (HSX: AAA) thành lập vào năm 2005, lĩnh vực kinh doanh chính là sản xuất bao bì nhựa (bao bì màng mỏng và công nghiệp), nhựa kỹ thuật (linh kiện ô tô – xe máy, linh kiện điện – điện tử), nhựa xây dựng (sàn nhựa SPC) và thương mại hạt nhựa, chiếm 97,3% doanh thu năm 2025. Ngoài ra, AAA còn kinh doanh bất động sản khu công nghiệp (BĐS KCN) và các dịch vụ khác, chỉ chiếm 2,7% tỷ trọng doanh thu.

2. Cơ cấu công ty

AAA hiện sở hữu 9 công ty con hoạt động chính trong ngành nhựa và 3 công ty con hoạt động trong lĩnh vực BĐS KCN. ([chi tiết](#))

3. Hoạt động kinh doanh chính

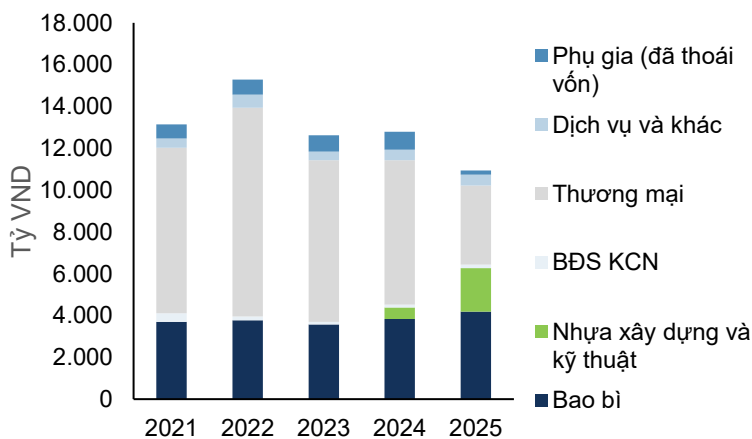
AAA có hoạt động kinh doanh truyền thống là sản xuất bao bì nhựa (bao bì màng mỏng và bao bì công nghiệp). Những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp có nhiều thay đổi, đặc biệt trong giai đoạn 2024 – 1H2025:

(1) **Mở rộng sản xuất các sản phẩm mới bao gồm nhựa kỹ thuật và nhựa xây dựng** thông qua trở thành công ty mẹ của CTCP Nhựa Hà Nội (HSX: NHH) kể từ 26/09/2024 (sau khi tăng tỷ lệ sở hữu từ mức 47,44% lên 62,75%). Ngoài ra, AAA cũng đã đưa vào hoạt động nhà máy sản xuất sàn SPC mới (nhà máy số 8) kể từ đầu năm 2025 với CSTK 6,0 triệu m²/năm.

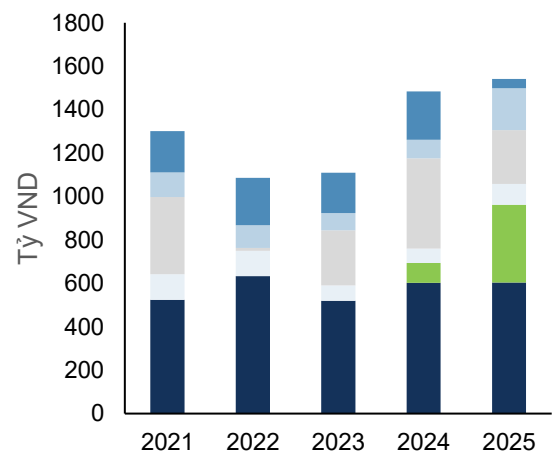
(2) **Giảm tỷ trọng mảng thương mại hạt nhựa và thoái vốn mảng hạt nhựa phụ gia** thông qua giảm tỷ lệ sở hữu tại CTCP An Tiến Industries (HSX: HII) từ mức 54,9% về 45,1% kể từ Q2/2025.

Năm 2025, hoạt động kinh doanh của AAA bao gồm 4 mảng chính: (1) sản xuất nhựa bao bì (40,8% doanh thu); (2) sản xuất nhựa xây dựng và kỹ thuật (21,8% doanh thu); (3) thương mại hạt nhựa (35,3% doanh thu); (4) BĐS KCN (1,6% doanh thu).

Biểu đồ 2: Doanh thu các mảng của AAA



Biểu đồ 3: Lợi nhuận gộp các mảng của AAA



Nguồn: AAA, FPTTS tổng hợp

II. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2025 CỦA AAA

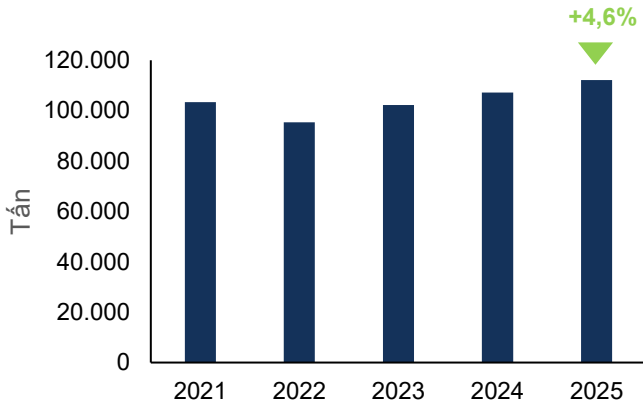
Bảng 1: Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2025 của AAA

Đơn vị: Tỷ VND	2024	2025	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	12.782	10.734	-16,0%	Giảm 16,0% YoY chủ yếu do thoái vốn công ty con HII nên không hợp nhất mảng phụ gia và thương mại hạt nhựa. <i>Cụ thể:</i>
<i>Màng bao bì</i>	4.241	4.372	+3,1%	Tăng do sản lượng xuất khẩu tăng trưởng 4,6% YoY nhờ nhu cầu bao bì tại thị trường Châu Âu và Nhật Bản cải thiện.
<i>Màng nhựa xây dựng và kỹ thuật</i>	544	2.087	+283,6%	Màng nhựa xây dựng và kỹ thuật của công ty con NHH bắt đầu được hợp nhất vào quý IV/2024 và tính vào nguyên năm 2025.
<i>Màng thương mại</i>	6.904	3.783	-45,2%	Màng phụ gia và thương mại hạt nhựa giảm mạnh do không còn hợp nhất công ty con HII từ quý II/2025.
<i>Màng phụ gia</i>	693	202	-70,1%	
<i>BĐS KCN</i>	141	166	+17,8%	Doanh thu từ hai KCN An Phát Complex (APC) và An Phát 1 (AP1) đạt 166 tỷ VNĐ năm 2025 và dự kiến duy trì ổn định nhờ đạt tỷ lệ lấp đầy 100% và ghi nhận doanh thu theo đường thẳng.
Lợi nhuận gộp	1.484	1.498	+1,0%	Biên lợi nhuận gộp tăng +2,3 đpt YoY nhờ đóng góp của mảng nhựa xây dựng và kỹ thuật, có biên cao hơn 2,8 đpt mảng bao bì và 10,7 đpt thương mại.
<i>- Biên lợi nhuận gộp</i>	11,6%	14,0%	+2,3 đpt	
<i>Chi phí bán hàng</i>	717	542	-24,4%	Chi phí bán hàng giảm do giá cước WCI giảm 39,6% YoY trong năm 2025.
<i>Chi phí QLDN</i>	380	379	-0,3%	
Lợi nhuận HĐKD	387	554	+43,2%	
<i>Doanh thu tài chính</i>	271	173	-36,1%	Giảm khi lãi chênh lệch tỷ giá chỉ đạt 96 tỷ VNĐ (-38,7% YoY) do tỷ giá USD/VND trung bình năm 2025 chỉ tăng 3,8% YoY, thấp hơn 1,3 đpt YoY.
<i>Chi phí tài chính</i>	201	232	+15,5%	Chi phí tài chính tăng do ghi nhận lỗ 71 tỷ VNĐ từ thoái vốn công ty con HII và công ty liên kết Nam Việt.
<i>- Chi phí lãi vay</i>	160	134	-16,1%	
LNTT	416	537	+29,1%	
LNST	320	424	+32,5%	

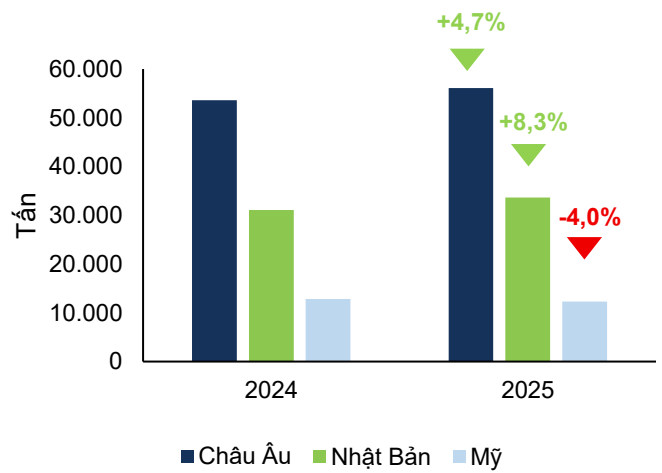
Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

1. Màng nhựa bao bì (đóng góp 40,8% doanh thu): Động lực tăng trưởng nhờ sản lượng xuất khẩu tăng khi nhu cầu duy trì tích cực ở thị trường Châu Âu và Nhật Bản

Biểu đồ 4: Sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA tăng 4,6% nhờ nhu cầu cải thiện



Biểu đồ 5: Sản lượng xuất khẩu bao bì thị trường chính của AAA



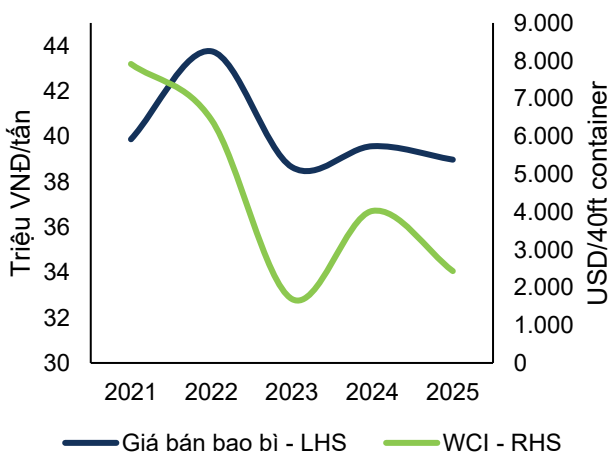
Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA đạt 112.165 tấn trong năm 2025, tăng 4,6% YoY. Cụ thể, sản lượng xuất khẩu sang Châu Âu và Nhật Bản lần lượt tăng 4,7% YoY và 8,3% YoY đến từ tiêu dùng hộ gia đình Châu Âu và Nhật Bản cải thiện, với mức tăng 1,2% (+0,2 đpt YoY) và 0,9% (+0,9 đpt YoY) trong năm 2025. Ngược lại, xuất khẩu sang Mỹ chậm lại do nhu cầu suy yếu (tiêu dùng hộ gia đình của Mỹ giảm 0,7 đpt YoY) do ảnh hưởng của thuế đối ứng 10% từ tháng 04/2025, khiến giá hàng nhập khẩu tăng và tạo áp lực lên tiêu dùng.

➤ Biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán CIF giảm theo giá cước vận tải WCI

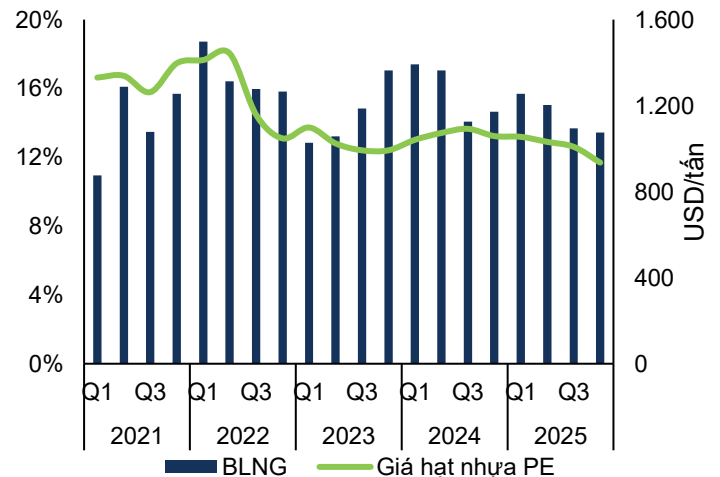
Biên lợi nhuận gộp của màng bao bì đạt 14,6%, giảm 1,6 đpt YoY năm 2025 do (1) giá bán CIF (giá bán bao gồm chi phí vận chuyển) ước tính giảm 1,5% YoY do giá cước vận tải container toàn cầu WCI giảm 39,6% YoY đến từ tình trạng dư cung đội tàu, trong khi (2) biên gộp không bị ảnh hưởng bởi biến động của giá hạt nhựa vì giá bán được điều chỉnh theo giá nguyên vật liệu đầu vào.

Biểu đồ 6: Giá bán bao bì* giảm 1,5% YoY theo giá cước WCI năm 2025



Nguồn: Drewry Shipping Consultant, AAA, FPTS tổng hợp
*Ghi chú: Giá bán bao bì bắt đầu từ 30 triệu VND/tấn

Biểu đồ 7: Giá hạt nhựa PE ít ảnh hưởng đến biên gộp màng bao bì do cơ chế chuyển giá



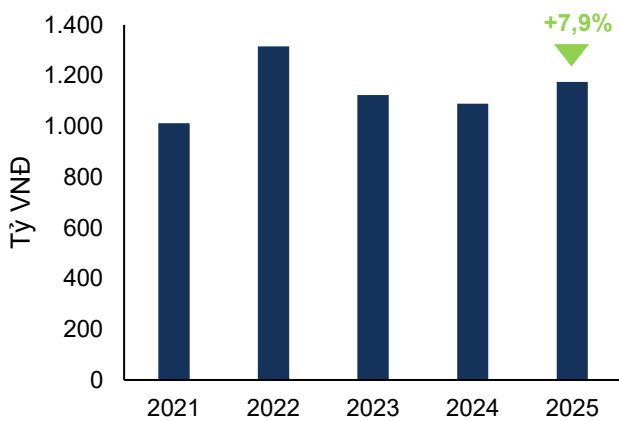
Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

2. Mảng nhựa kỹ thuật (đóng góp 14,9% doanh thu) ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực năm 2025

- **Doanh thu linh kiện ô tô – xe máy (chiếm 74,9% mảng nhựa kỹ thuật) phục hồi nhờ Honda Việt Nam tăng doanh số bán xe máy**

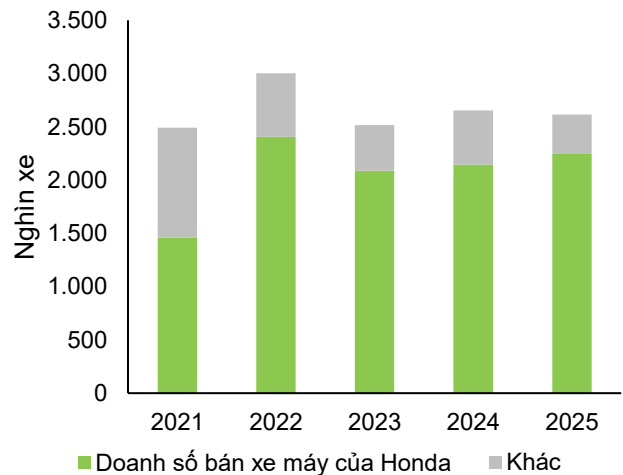
Doanh thu linh kiện ô tô – xe máy đạt 1.175 tỷ đồng trong năm 2025, tăng 7,9% YoY, nhờ doanh số xe máy của Honda Việt Nam (HVN) phục hồi từ nền thấp năm trước. Với việc HVN là khách hàng lớn nhất (đóng góp 58,4% doanh thu NHH năm 2024), doanh thu sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy nhìn chung biến động cùng chiều với doanh số xe máy của hãng. Trong năm 2025, doanh số xe máy HVN tăng 4,6% YoY, chủ yếu nhờ đẩy mạnh các chương trình kích cầu như hỗ trợ tài chính, quà tặng quy đổi và quay số trúng thưởng, trong bối cảnh sản lượng xe máy xăng toàn thị trường vẫn giảm 1,5% YoY.

Biểu đồ 8: Doanh thu mảng linh kiện ô tô – xe máy phục hồi nhờ doanh số HVN tăng trưởng



Nguồn: NHH, FPTS tổng hợp

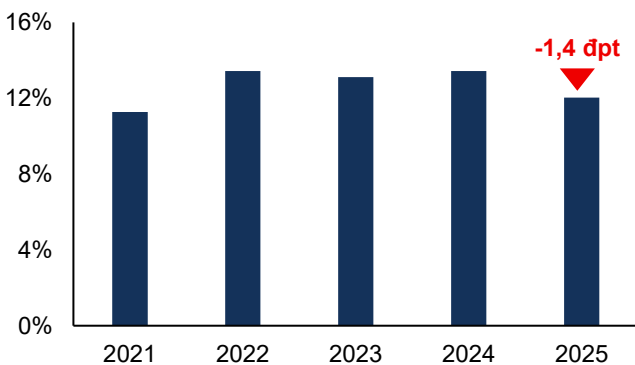
Biểu đồ 9: Doanh số bán xe máy của HVN và các thành viên VAMM



Nguồn: VAMM, Honda Việt Nam, FPTS tổng hợp

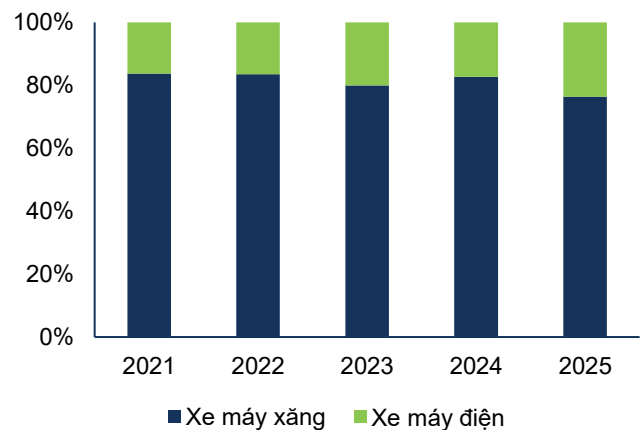
Biên lợi nhuận gộp mảng linh kiện ô tô – xe máy đạt 12,0% năm 2025, giảm 1,4 đpt YoY. Nguyên nhân đến từ giá bán linh kiện ô tô – xe máy ước tính giảm 3,6% YoY khi thị trường đầu ra xe máy xăng (nhóm khách hàng chính của AAA) đã bão hòa và chịu áp lực cạnh tranh từ xe máy điện. Năm 2025, xe máy xăng chiếm 76,4% thị phần xe máy xuất xưởng toàn quốc, giảm 6,3 đpt YoY.

Biểu đồ 10: Biên LNG mảng linh kiện ô tô – xe máy giảm 1,4 đpt YoY



Nguồn: Bloomberg, NHH, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 11: Thị phần xe máy xăng đang dần bị chiếm bởi xe máy điện



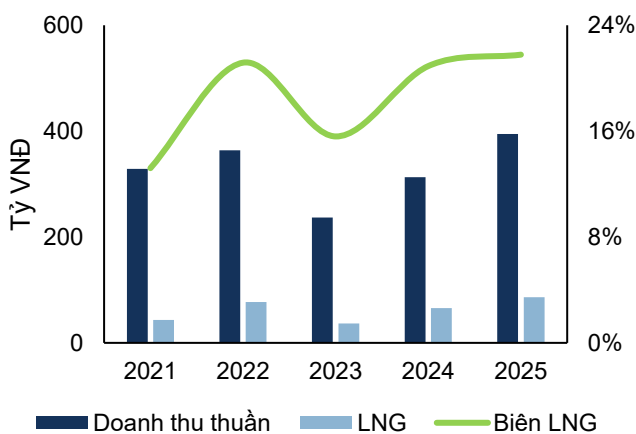
Nguồn: Tổng cục thống kê, VAMM, FPTS tổng hợp

➤ **KQKD mảng linh kiện điện – điện tử (chiếm 25,1% tỷ trọng mảng nhựa kỹ thuật) tích cực nhờ xuất khẩu sản phẩm điện – điện tử của FDI tăng mạnh trong năm 2025**

Trong nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử, NHH hiện đang là nhà cung cấp linh kiện TV, máy in, máy giặt, máy hút bụi, máy lọc không khí, điện thoại, vỏ adaptor,... cho các khách hàng FDI lớn như Samsung, Panasonic, Sony, Foxconn, Brother,... và một số doanh nghiệp nhỏ lẻ khác.

Kết quả kinh doanh của mảng linh kiện điện – điện tử tích cực trong năm 2025 đến từ nhu cầu tăng mạnh. Doanh thu nhóm sản phẩm này tăng 26,2% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 21,8% (+0,9 đpt YoY) nhờ đơn hàng từ khối doanh nghiệp FDI tăng mạnh. Xuất khẩu điện – điện tử của khối FDI tăng 31,6% YoY trong năm 2025, cao nhất giai đoạn 2021–2025, chủ yếu nhờ các nhà nhập khẩu Mỹ đẩy mạnh tích trữ hàng hóa trước nguy cơ thuế quan gia tăng.

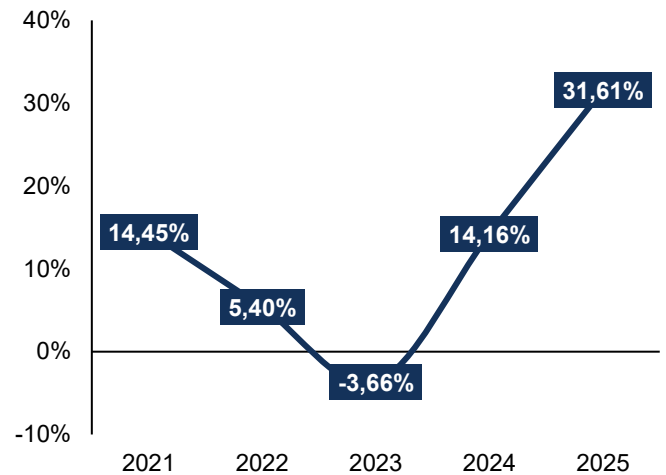
Biểu đồ 12: Kết quả kinh doanh mảng linh kiện điện – điện tử (Công ty con An Trung*)



Nguồn: NHH, FPTS tổng hợp

*Số liệu quá khứ của công ty con phụ trách mảng linh kiện điện – điện tử, chỉ được hợp nhất với AAA từ Q4/2024

Biểu đồ 13: Xuất khẩu điện – điện tử của khối FDI tăng mạnh năm 2025 kéo theo nhu cầu linh kiện



Nguồn: Tổng Cục Hải quan, FPTS tổng hợp

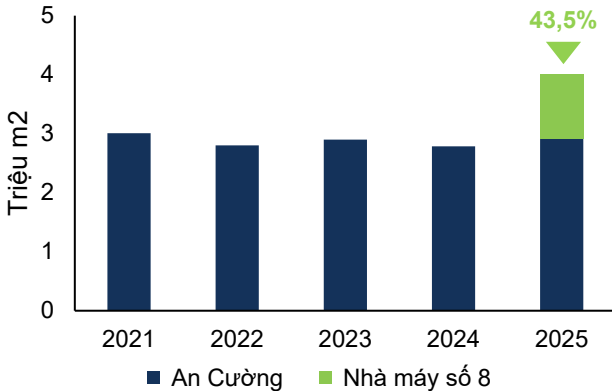
3. Nhựa xây dựng – Sản lượng tiêu thụ sản nhựa SPC tăng mạnh từ vùng đáy 2024

➤ **Sản lượng tăng trưởng nhờ nhà máy số 8 và xu hướng chuyển dịch nguồn cung khỏi Trung Quốc**

Năm 2025, sản lượng tiêu thụ sản nhựa SPC đạt mức 3,9 triệu m² (+43,5% YoY) nhờ (1) sản lượng tăng thêm từ nhà máy số 8 và (2) xuất khẩu sản nhựa SPC Việt Nam sang Mỹ (thị trường chính của AAA) tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng chuyển dịch khỏi Trung Quốc.

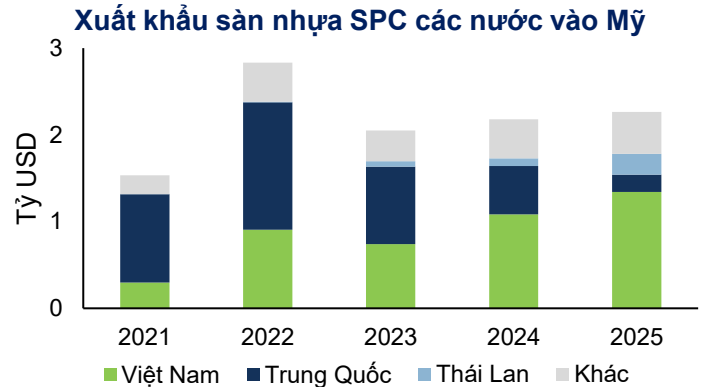
Tăng trưởng sản lượng sản nhựa SPC của AAA đến từ nhà máy số 8 đi vào hoạt động cuối năm 2024. Nhà máy của công ty con An Cường hiện đã đạt tối đa công suất thiết kế 3 triệu m²/năm, nên sản lượng tiêu thụ năm 2025 chỉ đạt 2,9 triệu m² (+4,6% YoY). Trong khi đó, nhà máy số 8 với CSTK 6,0 triệu m²/năm đi vào hoạt động trong năm 2025, giúp tăng thêm 1,1 triệu m² (tương ứng hiệu suất huy động 40%), đóng góp vào 27,1% sản lượng ván sàn của doanh nghiệp trong năm.

Sản lượng tiêu thụ sản nhựa SPC của AAA được hỗ trợ nhờ xuất khẩu sản nhựa Việt Nam tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch ra khỏi Trung Quốc. Theo ITC, giá trị xuất khẩu sản SPC Việt Nam qua Mỹ đạt 1,3 tỷ USD trong năm 2025, tăng 23,7% YoY trong khi Trung Quốc giảm 64,4% YoY. Xu hướng chuyển dịch này đến từ (1) sản nhựa SPC Trung quốc phải chịu thêm mức thuế fentanyl 20% từ tháng 02/2025, nâng mức chênh lệch thuế suất so với Việt Nam từ 25% lên 45% ([chi tiết về các mức thuế](#)) và (2) sản nhựa sử dụng hạt nhựa PVC có nguồn gốc từ Tân Cương, Trung Quốc (khu vực cung cấp 10% hạt nhựa PVC thế giới) bị chặn nhập khẩu vào Mỹ theo đạo luật UFLPA từ tháng 03/2023.

Biểu đồ 14: Sản lượng tiêu thụ sàn nhựa SPC của AAA tăng 43,5% YoY*


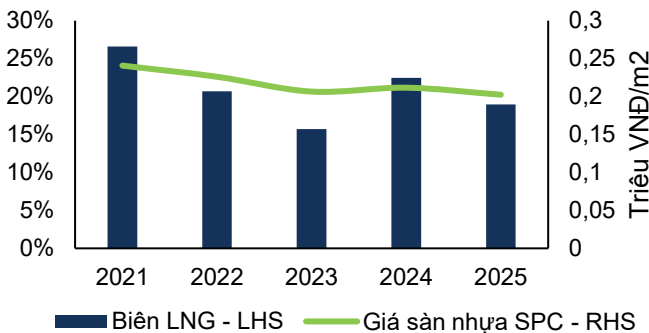
Nguồn: NHH, AAA, FPTS tổng hợp

*Số liệu quá khứ của công ty con An Cường phụ trách mảng nhựa xây dựng, chỉ được hợp nhất với AAA từ Q4/2024

Biểu đồ 15: Xuất khẩu sàn SPC Việt Nam hưởng lợi nhờ xu hướng chuyển dịch khỏi Trung Quốc


Nguồn: US ITC, FPTS tổng hợp

➤ **Biên lợi nhuận gộp giảm do giá bán sàn nhựa SPC giảm theo giá cước WCI và chi phí khấu hao cao khi nhà máy số 8 chưa chạy hết công suất**

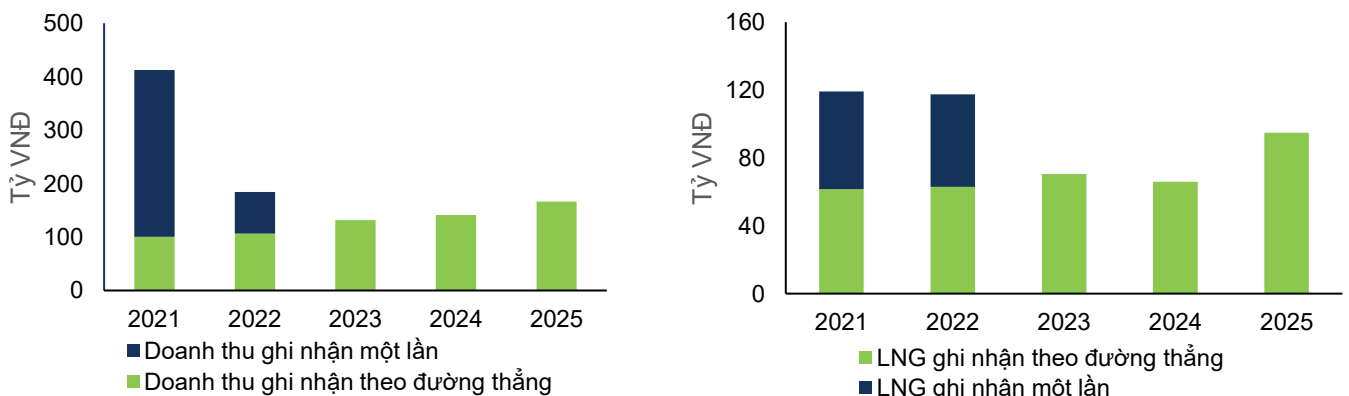
Biểu đồ 16: Biên lợi nhuận gộp mảng nhựa xây dựng biến động cùng chiều với giá bán sàn SPC


Nguồn: Drewry Shipping Consultant Ltd, NHH, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của mảng nhựa xây dựng đạt 19,1% năm 2025, giảm 3,4 đpct YoY do (1) giá bán CIF (đã bao gồm chi phí vận chuyển) ước tính giảm 4,4% YoY khi giá cước WCI giảm 39,6% YoY và (2) chi phí khấu hao (chiếm 15,0% giá vốn hàng bán) ước tính tăng 201,0% YoY năm 2025 do tính thêm khấu hao từ nhà máy số 8 (vận hành đạt 40% CSTK).

4. Mảng BĐS KCN – KCN APC và AP1 dự kiến duy trì doanh thu ổn định

Doanh thu hai KCN APC và AP1 đạt 166 tỷ đồng năm 2025 và dự kiến duy trì ổn định khi hai KCN này ghi nhận doanh thu theo đường thẳng và đã được lấp đầy từ 2021 và 2024. Chúng tôi ước tính hai KCN APC và AP1 sẽ đóng góp ổn định ~169 tỷ VNĐ doanh thu và ~96 tỷ VNĐ lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2026-2030F.

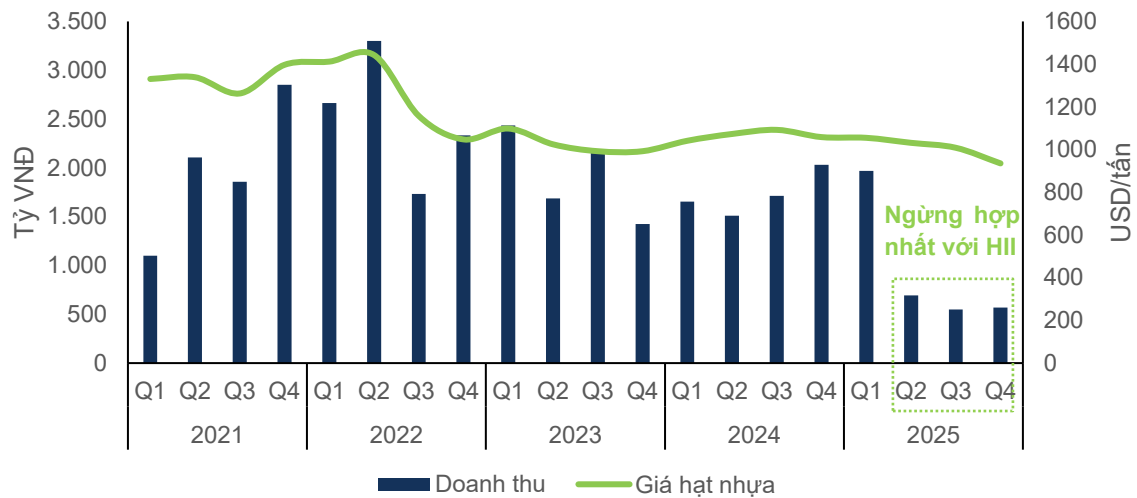
Biểu đồ 17: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng BĐS KCN chủ yếu ghi nhận theo đường thẳng


Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

5. Mảng thương mại hạt nhựa

Doanh thu mảng thương mại hạt nhựa đạt 3.783 tỷ VNĐ năm 2025, giảm 45,2% YoY do (1) AAA ngừng hợp nhất mảng thương mại hạt nhựa của CTCP An Tiến Industries (HSX: HII) từ quý 2/2025 và (2) giá hạt nhựa PE giảm 5,5% YoY trong năm 2025.

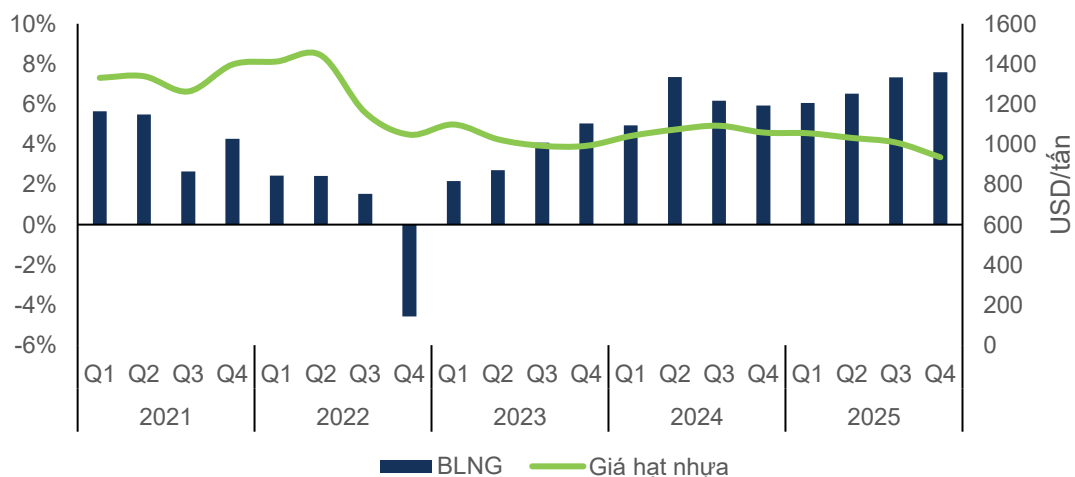
Biểu đồ 18: Doanh thu mảng thương mại hạt nhựa sụt giảm do ngừng hợp nhất với HII



Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTS tổng hợp

Biên gộp mảng thương mại năm 2025 đạt 6,6% (+0,6 đpt YoY) và cao hơn mức 2,0% của giai đoạn 2022–2023 nhờ (1) doanh nghiệp đẩy mạnh bán chuyển khẩu, bán giáp lưng¹ và (2) mặt bằng giá hạt nhựa ổn định hơn giai đoạn 2022-2023. Trong đó, bán chuyển khẩu giúp giảm chi phí vận chuyển và lưu kho trong nước do hàng được giao thẳng từ nhà cung cấp nước ngoài tới khách hàng, còn bán giáp lưng giúp hạn chế tích trữ tồn kho do doanh nghiệp chốt đầu ra trước khi thu xếp đầu vào.

Biểu đồ 19: Biên LNG mảng thương mại hạt nhựa cải thiện nhờ chính sách bán hàng và giá hạt nhựa ổn định



Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTS tổng hợp

¹ Bán chuyển khẩu: Là hoạt động mua hàng từ một quốc gia hoặc vùng lãnh thổ để bán trực tiếp cho một quốc gia hoặc vùng lãnh thổ khác mà không nhập khẩu về thị trường nội địa.

Bán giáp lưng: Là phương thức kinh doanh trong đó doanh nghiệp ký hợp đồng mua và hợp đồng bán tương ứng, với rủi ro tồn kho hạn chế.

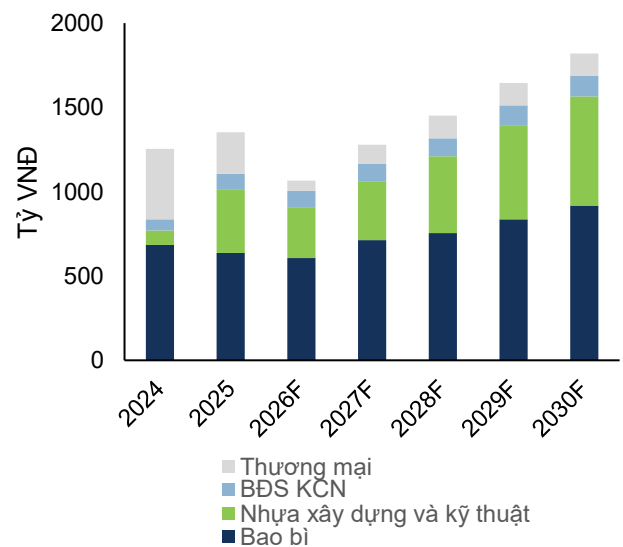
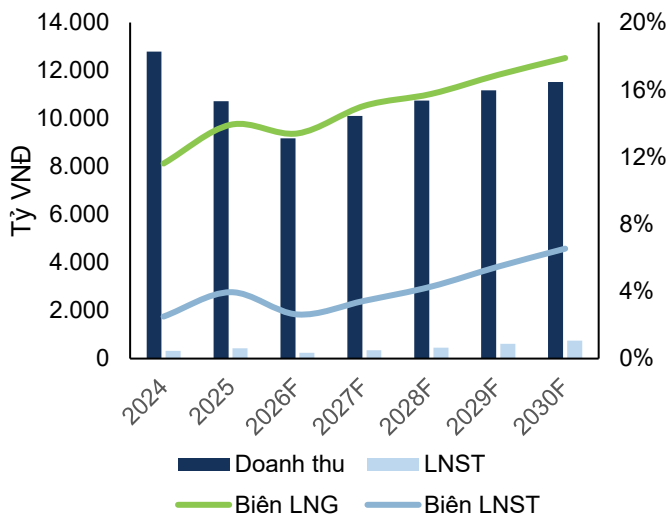
III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH ([quay lại](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST hợp nhất năm 2026F của AAA lần lượt đạt 9.170 tỷ VNĐ (-14,5% YoY) và LNST đạt 241 tỷ VNĐ (-43,2% YoY) do KQKD mảng bao bì, mảng thương mại hạt nhựa, và mảng nhựa kỹ thuật dự phóng tiêu cực năm 2026F. Với mảng bao bì, sản lượng tiêu cực do nhu cầu suy yếu và nguồn cung hạt nhựa gián đoạn, và biên lợi nhuận gộp giảm do không thể chuyển hết mức tăng của giá hạt nhựa PE sang giá bán. Với mảng thương mại, doanh thu dự phóng giảm mạnh 45,6% năm 2026F do không còn hợp nhất HII và gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông. Với mảng nhựa kỹ thuật, doanh thu nhóm sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy sụt giảm do thị trường xe máy xăng bão hòa và nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử giảm do di dời nhà máy An Trung.

Giai đoạn 2026-2030F, doanh thu và LNST kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt đạt 5,9%/năm và 21,4%/năm, động lực đến từ (1) hai nhà máy và KCN mới đi vào hoạt động từ năm 2026 và (2) biên LNG được dự phóng dần cải thiện do chuyển dịch cơ cấu qua các sản phẩm có biên gộp cao hơn (túi zip và màng bọc, bao bì phân hủy sinh học, bao bì công nghiệp trong mảng bao bì, linh kiện điện – điện tử trong mảng nhựa kỹ thuật).

Biểu đồ 20: Dự phóng kết quả kinh doanh AAA giai đoạn 2026-2030F

Biểu đồ 21: Dự phóng cơ cấu LNG AAA giai đoạn 2026-2030F



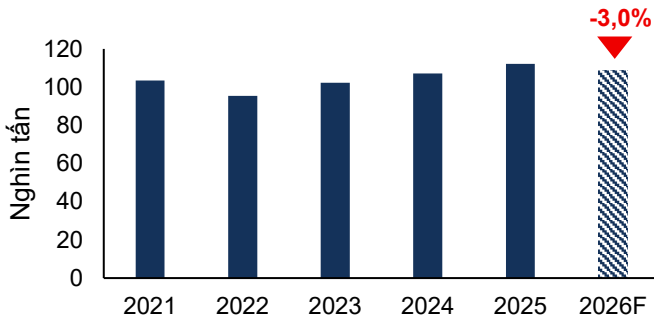
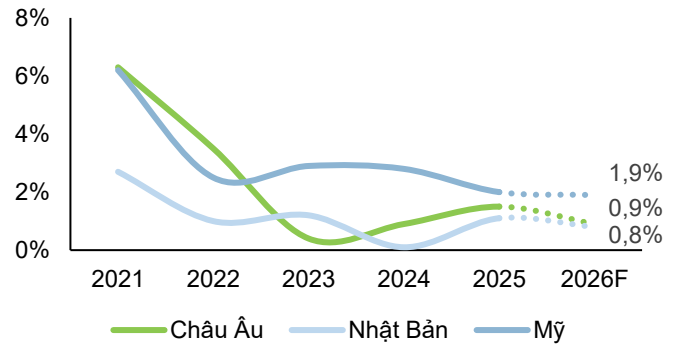
Nguồn: AAA, FPT S dự phóng

1. Màng bao bì – KQKD tiêu cực trong ngắn hạn do nhu cầu yếu và giá hạt nhựa tăng ([quay lại](#))

➤ Sản lượng và biên lợi nhuận gộp dự phóng sụt giảm trong năm 2026F

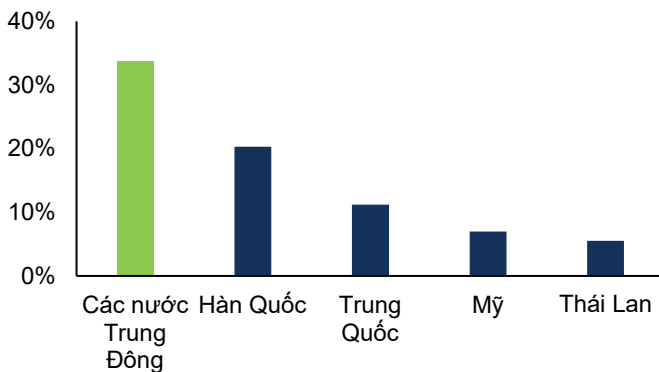
Sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA năm 2026F dự phóng sụt giảm 3,0% YoY, đạt 108.800 tấn do nhu cầu từ các thị trường Châu Âu, Nhật Bản, Mỹ (91% doanh thu xuất khẩu của AAA) suy yếu và gián đoạn nguồn cung hạt nhựa PE do xung đột Trung Đông.

Theo OECD, triển vọng tiêu dùng năm 2026 tại Châu Âu, Nhật Bản, và Mỹ đều yếu do tăng trưởng kinh tế chậm lại và chi phí năng lượng gia tăng, cụ thể với GDP năm 2026F dự báo giảm lần lượt 0,6 đpt, 0,3 đpt, và 0,1 đpt YoY.

Biểu đồ 22: Sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA dự phóng sụt giảm 2026F

Biểu đồ 23: Tăng trưởng GDP 2026F dự phóng chậm lại ảnh hưởng triển vọng tiêu dùng


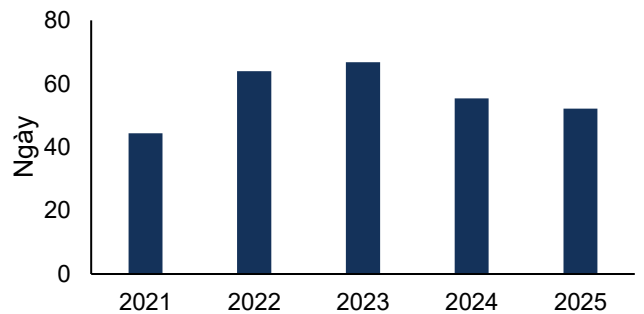
Nguồn: OECD, AAA, FPTs tổng hợp và dự phóng

Ngoài nhu cầu tiêu thụ suy yếu, mảng bao bì của AAA còn chịu thêm áp lực từ gián đoạn nguồn cung PE do xung đột Trung Đông. Trung Đông hiện chiếm khoảng 34% lượng PE nhập khẩu của Việt Nam, trong khi theo ICIS, khoảng 85% sản lượng PE xuất khẩu của khu vực này phụ thuộc vào tuyến vận chuyển qua eo biển Hormuz đã bị đóng cửa do xung đột. Theo báo cáo [Cập nhật Xung đột Mỹ - Iran](#), chúng tôi đưa ra kịch bản cơ sở eo biển Hormuz sẽ đóng cửa 3 tháng do rủi ro sa lầy chiến tranh tăng cao và Mỹ và Iran chưa thống nhất được quan điểm đàm phán. Với lượng tồn kho nguyên vật liệu của AAA chỉ đủ duy trì sản xuất khoảng 40–60 ngày, chúng tôi ước tính doanh nghiệp sẽ đối mặt áp lực thiếu hụt PE khoảng 1 tháng theo kịch bản.

Biểu đồ 24: Nhập khẩu hạt nhựa PE vào Việt Nam chủ yếu đến từ Trung Đông*


Nguồn: ITC, FPTs tổng hợp

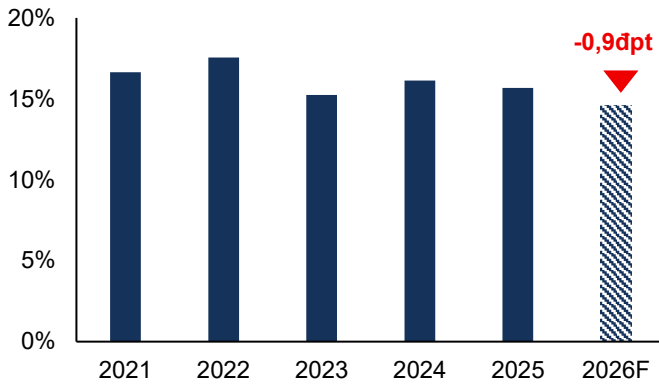
*Các nước Trung Đông bao gồm Saudi Arabia, UAE, Kuwait và Qatar

Biểu đồ 25: Số ngày tồn kho nguyên vật liệu của AAA chỉ đủ phục vụ sản xuất 40 – 60 ngày


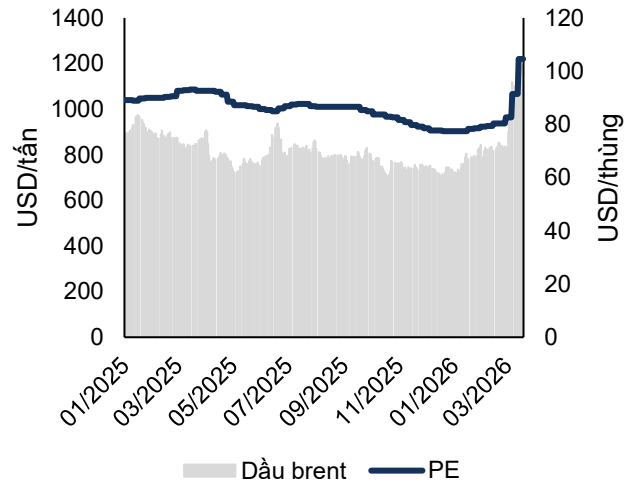
Nguồn: AAA, FPTs tổng hợp

Biên gộp mảng bao bì dự phóng đạt 13,7% trong năm 2026F, giảm 0,9 đpt YoY, do giá hạt nhựa tăng mạnh nên AAA không thể chuyển hết mức tăng của giá hạt nhựa PE sang giá bán. Trong tháng 03/2026, giá PE tăng mạnh lên 1.220 USD/tấn, tăng 40,2% so với đầu năm do ảnh hưởng từ xung đột Trung Đông. Dù cơ chế chuyển giá giúp doanh nghiệp giảm bớt tác động từ biến động đầu vào, chúng tôi đánh giá biên gộp vẫn chịu áp lực khi giá hạt nhựa tăng nhanh trong bối cảnh nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu dự phóng yếu đi. Cụ thể, giá bán bao bì dự phóng tăng ~4,0% YoY dựa trên giá hạt nhựa PE dự báo tăng 5,0% YoY do giá dầu tăng cao vì eo biển Hormuz đóng cửa. ([chi tiết dự phóng giá hạt nhựa](#))

Về giá cước WCI, chúng tôi dự phóng giá cước WCI giảm nhẹ 3,0% YoY trong năm 2026F do tình trạng dư cung đội tàu dự kiến tiếp diễn trong năm 2026F, trong khi nhu cầu vận chuyển container toàn cầu chỉ tăng 1,7% YoY, thấp hơn so với mức tăng 4,7% YoY của công suất đội tàu (*Theo S&P Global*); qua đó không tác động đáng kể đến biên lợi nhuận gộp (ước tính làm giảm 0.05 đpt biên gộp).

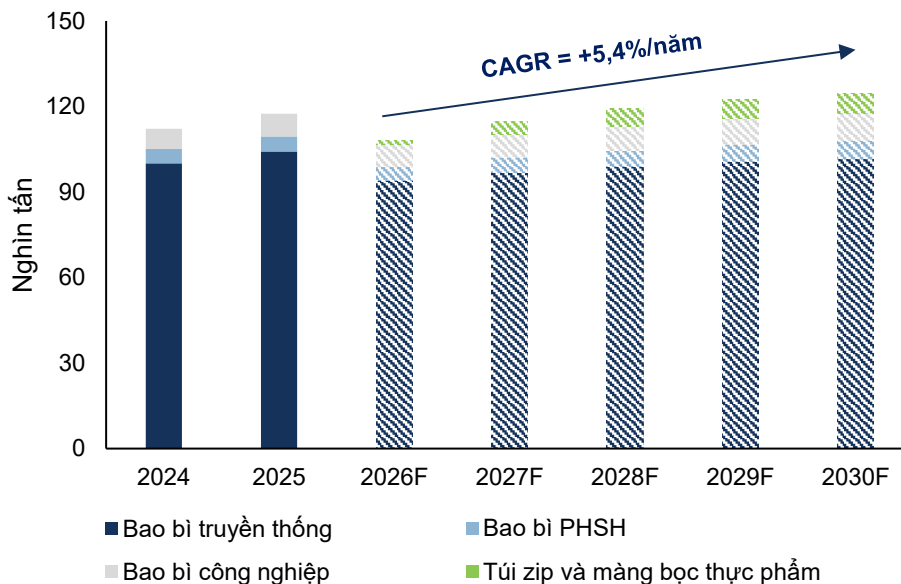
Biểu đồ 26: Biên LNG mảng bao bì dự phóng giảm 2026F do không thể điều chỉnh hoàn toàn giá bán


Nguồn: AAA, FPTS dự phóng

Biểu đồ 27: Giá hạt nhựa PE tăng mạnh do giá dầu và giá nguồn cung PE tại Trung Đông


Nguồn: EIA, Bloomberg, FPTS tổng hợp

➤ **Triển vọng dài hạn từ nhà máy bao bì mới (sản phẩm túi zip và màng bọc thực phẩm)**

Biểu đồ 28: Sản lượng tiêu thụ bao bì dự phóng tăng trưởng CAGR = 5,4% giai đoạn 2026-2030F nhờ nhà máy bao bì mới vận hành từ Q3/2026


Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp và dự phóng

Trong dài hạn, động lực tăng trưởng bao bì màng mỏng đến từ nhà máy mới, trong khi bao bì công nghiệp giữ nguyên mức tăng trưởng từ báo cáo T6/2024.

Chúng tôi dự phóng sản lượng mảng bao bì sẽ tăng trưởng CAGR = 5,4%/năm giai đoạn 2026-2030F, tăng 3,1 đpt so với dự phóng của [báo cáo CNĐG AAA T6/2024](#) nhờ đóng góp từ nhà máy mới. Cụ thể:

Đối với bao bì màng mỏng (bao bì truyền thống, phân hủy sinh học, túi zip và bọc thực phẩm):

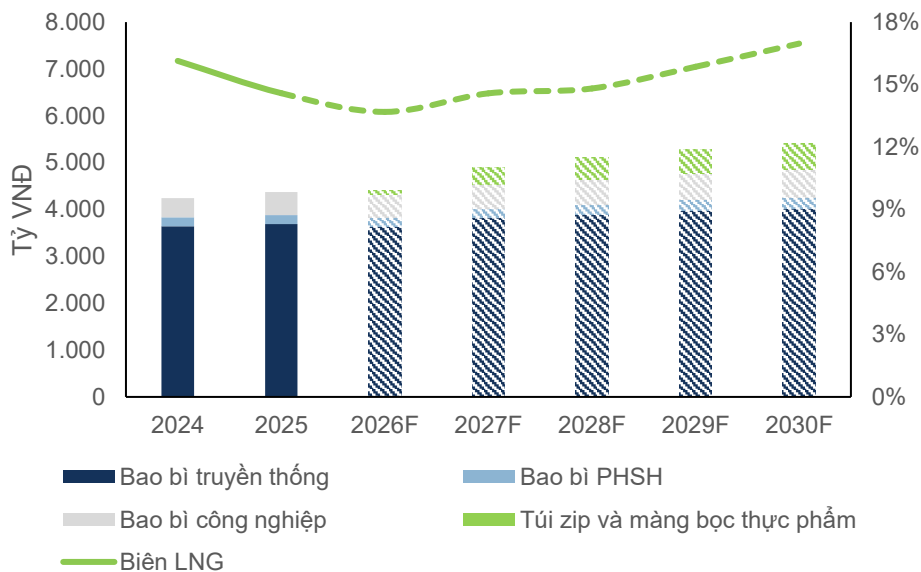
- **Về dự án nhà máy bao bì mới (sản phẩm chính túi zip và màng bọc thực phẩm):** Dự án nhà máy mới có tổng mức đầu tư 945,75 tỷ VNĐ, với công suất 22.500 tấn bao bì nhựa và 3.500 tấn bao bì phân hủy sinh học. Dự án được HĐQT thông qua chủ trương đầu tư vào tháng 9/2024, và dự kiến đi vào vận hành chính thức từ Q3/2026. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, nhà máy mới sẽ tập trung sản xuất các sản phẩm túi zip, bọc thực phẩm,... hướng

tới phục vụ nhu cầu đóng gói và bảo quản thực phẩm tại các thị trường Châu Âu và Châu Mỹ. Tổng công suất sản xuất bao bì của AAA sau khi nhà máy mới đi vào hoạt động đạt 144.200 tấn/năm, tăng 22,0% so với hiện tại.

- **Sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng trưởng với CAGR = 5,3%/năm giai đoạn 2026-2030F** nhờ (1) hiệu suất nhà máy mới vận hành tăng dần qua các năm, ước tính đạt 40% CSTK từ 2028F và tiếp tục cải thiện khi dây chuyền sản xuất đạt trạng thái ổn định và tệp khách hàng dần được mở rộng và (2) nhu cầu đóng gói và bảo quản thực phẩm được thúc đẩy bởi xu hướng tiêu dùng tiện lợi và thực phẩm đóng gói sẵn. Tăng trưởng của các sản phẩm túi zip và màng bọc thực phẩm được hỗ trợ bởi xu hướng tiêu dùng tiện lợi, khi người dân ngày càng ưa chuộng thực phẩm đã sơ chế, chia phần hoặc chuẩn bị sẵn cho nhiều bữa. Theo Mordor Intelligence, thị trường đóng gói thực phẩm thế giới đạt 400,1 tỷ USD trong 2025 và dự báo tăng lên khoảng 515,1 tỷ USD vào năm 2030, tương ứng CAGR=5,2%/năm trong giai đoạn này nhờ xu hướng tiêu dùng tiện lợi.

Đối với bao bì công nghiệp, sản lượng tiêu thụ dự phóng tăng trưởng với CAGR = 6,2%/năm giai đoạn 2026-2030F, tương đương mức dự phóng từ báo cáo T6/2024 do không có nhiều thay đổi trong hoạt động kinh doanh. Động lực tăng trưởng của mảng được hỗ trợ bởi nhu cầu vận chuyển hóa chất, nông sản, và phân bón ngày càng tăng. Theo Mordor Intelligence, quy mô thị trường bao bì công nghiệp toàn thế giới dự phóng đạt 97,5 tỷ USD vào năm 2030F với tốc độ tăng trưởng CAGR = 5,6% giai đoạn 2026-2030F.

Biểu đồ 29: Biên LNG mảng bao bì giai đoạn 2026-2030F dự phóng dần cải thiện nhờ tăng tỷ trọng doanh thu các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao

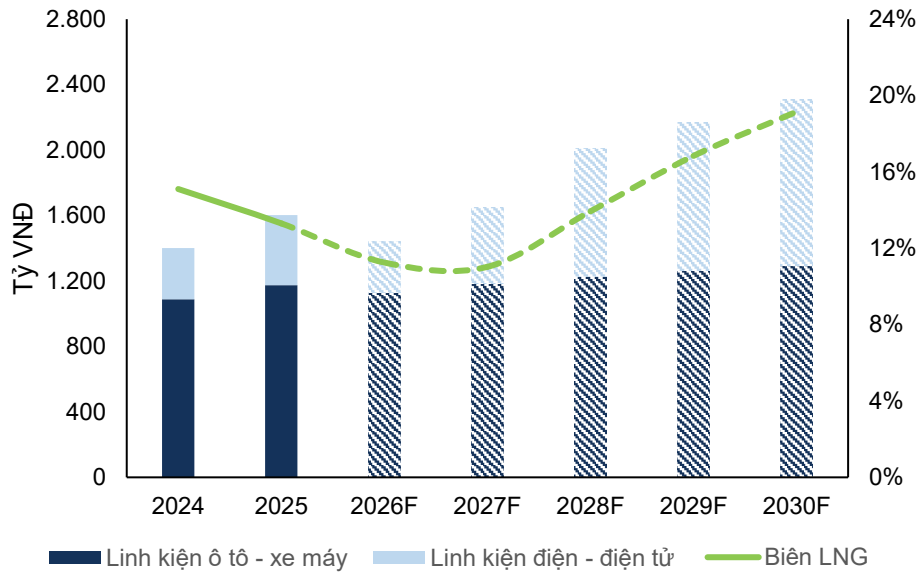


Nguồn: AAA, FPTIS dự phóng

Biên lợi nhuận gộp mảng bao bì dự phóng dần cải thiện trong giai đoạn 2026-2030F nhờ (1) giả định giá hạt nhựa dần ổn định do căng thẳng tại Trung Đông hạ nhiệt và (2) cơ cấu doanh thu chuyển dịch sang sản phẩm có biên lợi nhuận cao hơn. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, sản phẩm mới túi zip và màng bọc thực phẩm dự kiến có biên gộp cao hơn sản phẩm bao bì truyền thống từ 5-10 đpt. Bên cạnh đó, biên gộp mảng bao bì PSHH và bao bì công nghiệp cũng cao hơn bao bì màng mỏng truyền thống lần lượt khoảng 4-6 đpt và 10 đpt. Chúng tôi dự phóng tỷ trọng doanh thu mảng bao bì của các sản phẩm túi zip và màng bọc thực phẩm, bao bì PSHH, bao bì công nghiệp sẽ tăng từ 17,2% lên 25,8% trong giai đoạn 2026-2030F.

2. Màng nhựa kỹ thuật – Ảnh hưởng từ thị trường xe máy xăng bão hòa và sản xuất gián đoạn do di dời nhà máy An Trung ([quay lại](#))

Biểu đồ 30: Doanh thu màng nhựa kỹ thuật dự phóng tăng trưởng CAGR = 12,7% giai đoạn 2026-2030F nhờ động lực từ dự án mở rộng công suất nhà máy An Trung



Nguồn: NHH, FPT S dự phóng

Doanh thu nhóm sản phẩm linh kiện ô tô – xe máy dự phóng đạt 1.127 tỷ VND năm 2026F (giảm 4,1% YoY), sau đó tăng trưởng với CAGR = 3,5%/năm giai đoạn 2026-2030F do (1) thị trường xe máy xăng (khách hàng chính của AAA) đã bão hòa và (2) xu hướng chuyển dịch sang xe máy điện gia tăng khi chính sách vùng phát thải thấp LEZ sẽ được chính thức áp dụng với Hà Nội từ T7/2026 và dự kiến áp dụng với TP.HCM từ đầu T1/2027. Trong vùng áp dụng, xe máy sử dụng nhiên liệu hóa thạch sẽ bị hạn chế lưu thông theo khung giờ và phải đáp ứng chuẩn khí thải theo lộ trình, qua đó thúc đẩy nhu cầu chuyển đổi dần sang xe máy điện tại các đô thị lớn. Theo Mordor Intelligence, thị trường xe máy Việt Nam dự kiến tăng trưởng CAGR = 5,7%/năm trong giai đoạn 2026–2030F, chủ yếu thúc đẩy bởi tăng trưởng xe máy điện đạt CAGR = 11,4%/năm.

Doanh thu nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho màng nhựa kỹ thuật nhờ dự án mở rộng nhà máy An Trung.

Năm 2026F, doanh thu dự phóng đạt 316 tỷ VND, giảm 19,9% YoY do gián đoạn sản xuất tại nhà máy An Trung khi AAA có kế hoạch di dời nhà máy nhà máy này từ KCN APC sang KCN AP1 (dự kiến di dời từ tháng 04/2026 đến 06/2026) nhằm phục vụ cho dự án mở rộng công suất nhà máy An Trung.

Giai đoạn 2026-2030F, doanh thu màng nhựa kỹ thuật dự phóng tăng trưởng với CAGR = 12,7%/năm nhờ (1) dự án mở rộng quy mô nhà máy An Trung đi vào vận hành từ Quý 4/2026 và (2) dòng vốn FDI vào lĩnh vực điện - điện tử tại Việt Nam tiếp tục duy trì xu hướng tăng, thúc đẩy nhu cầu linh kiện trong chuỗi cung ứng nội địa.

(1) Dự án mở rộng quy mô nhà máy An Trung sau khi di dời: Dự án này có công suất thiết kế đạt 15.500 tấn/năm, tương đương 1,5 lần quy mô màng nhựa kỹ thuật hiện tại. Các sản phẩm của dự án chủ yếu là các linh kiện điện – điện tử (vỏ tivi, máy giặt, máy lọc không khí,...) nhằm phục vụ nhu cầu mở rộng sản xuất tại Việt Nam của các tập đoàn như Samsung, Foxconn, Powernet, Panasonic,... Dự án dự kiến vận hành giai đoạn đầu vào Q4/2026, sau khi hoàn thành di dời máy móc thiết bị của An Trung về KCN An Phát 1. Chúng tôi dự phóng dự án sẽ đạt mức sản lượng khoảng 7.750 tấn sản phẩm linh kiện điện – điện tử từ năm 2028F (tương đương 50% CSTK, tăng 96,3% so với 2025), sau đó tăng trưởng với CAGR = 7,5%/năm giai đoạn 2029-2030F nhờ xu hướng mở rộng sản xuất của các tập đoàn điện tử FDI.

(2) Màng linh kiện điện – điện tử sẽ được hỗ trợ nhờ xu hướng mở rộng sản xuất của các tập đoàn điện tử FDI trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục là điểm đến quan trọng trong chuỗi cung ứng khu vực. Theo định hướng tại Nghị quyết

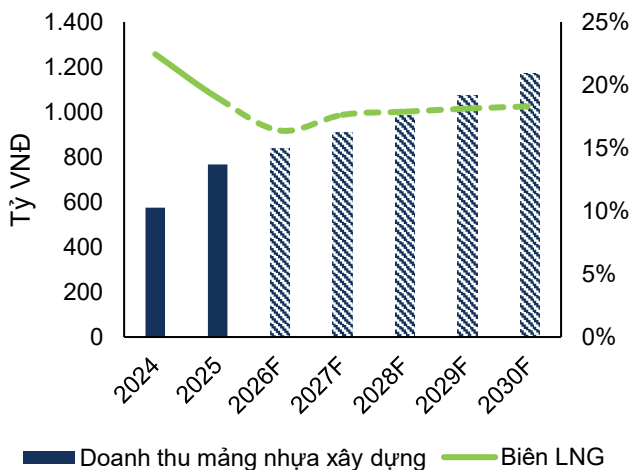
50-NQ/TW và Chiến lược hợp tác đầu tư nước ngoài đến năm 2030, Việt Nam đặt mục tiêu thu hút khoảng 200–300 tỷ USD vốn FDI đăng ký trong giai đoạn 2026–2030F (tương đương 40–50 tỷ USD/năm), với CAGR = 7,0%/năm trong giai đoạn.

Biên lợi nhuận gộp mảng nhựa kỹ thuật dự phóng đạt 11,3% năm 2026 (giảm 3,1 đpt YoY), chủ yếu do áp lực chi phí khấu hao tăng đến từ gián đoạn sản xuất để di dời nhà máy An Trung. Giai đoạn 2026-2030F, biên gộp dự phóng dần cải thiện nhờ hiệu suất vận hành nhà máy mới tăng và cơ cấu doanh thu chuyển dịch sang nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử có biên gộp cao hơn. Biên lợi nhuận gộp nhóm sản phẩm linh kiện điện – điện tử thường cao hơn linh kiện ô tô – xe máy ~3-5 đpt nhờ NHH có vị thế đàm phán tốt hơn với khách hàng mới, đồng thời chủ động hơn trong lựa chọn nguồn nguyên vật liệu đầu vào thay vì sử dụng nguồn do khách hàng chỉ định. Chúng tôi dự phóng tỷ trọng doanh thu nhóm sản phẩm này trong mảng nhựa kỹ thuật sẽ tăng từ 21,9% lên 44,1% giai đoạn 2026-2030F.

Về rủi ro gián đoạn nguồn cung do xung đột Trung Đông, chúng tôi đánh giá mảng nhựa kỹ thuật ít bị ảnh hưởng hơn mảng bao bì do chủ yếu sử dụng hạt nhựa PP, được AAA nhập chủ yếu từ Hàn Quốc nên không bị gián đoạn khi eo biển Hormuz đóng cửa.

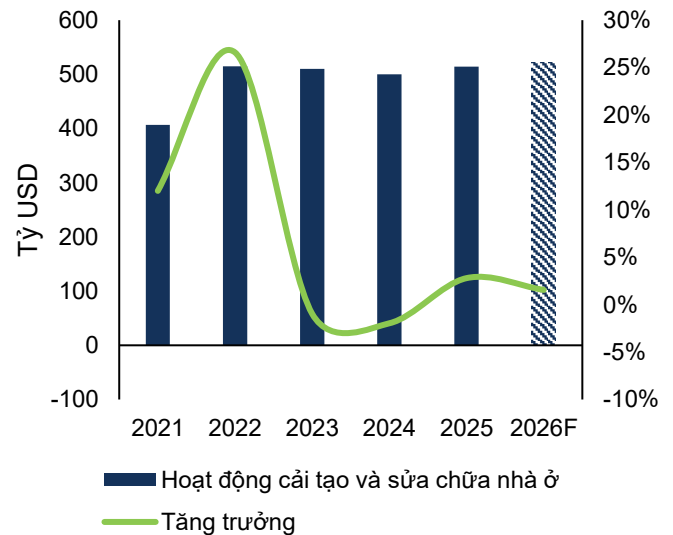
3. Mảng nhựa xây dựng – Doanh thu dự phóng tăng trưởng chậm lại trong năm 2026F do xu hướng chuyển dịch khỏi Trung Quốc không còn nhiều dự địa

Biểu đồ 31: Doanh thu và biên LNG mảng nhựa xây dựng dự phóng giai đoạn 2026-2030F



Nguồn: NHH, AAA, FPTS tổng hợp và dự phóng

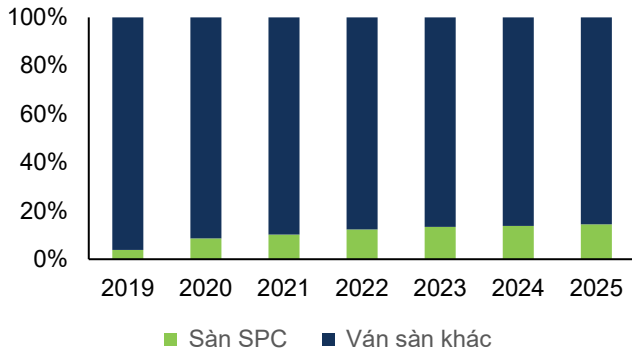
Biểu đồ 32: Nhu cầu cải tạo và sửa chữa nhà ở dự phóng tăng nhẹ 2026F



Nguồn: JCHS, FPTS tổng hợp

Doanh thu mảng nhựa xây dựng năm 2026F dự phóng đạt 849 tỷ VND (+10,7% YoY), tăng trưởng chậm lại so với năm 2025 với dự phóng thị phần xuất khẩu sản phẩm nhựa SPC của Việt Nam sang Mỹ chỉ tăng thêm 4,4 đpt YoY năm 2026F, thấp hơn mức tăng 9,4 đpt năm 2025 do Trung Quốc không còn nhiều thị phần tại Mỹ. Bên cạnh đó, theo Trung tâm Nghiên cứu Nhà ở của Harvard (JCHS), nhu cầu cải tạo và sửa chữa nhà ở (phần gắn với nhu cầu sản phẩm SPC) được dự phóng tăng nhẹ 1,6% YoY trong năm 2026 do lãi suất còn ở mức cao, khiến cho nhu cầu sản phẩm SPC kỳ vọng tăng trưởng ở mức thấp tại thị trường Mỹ.

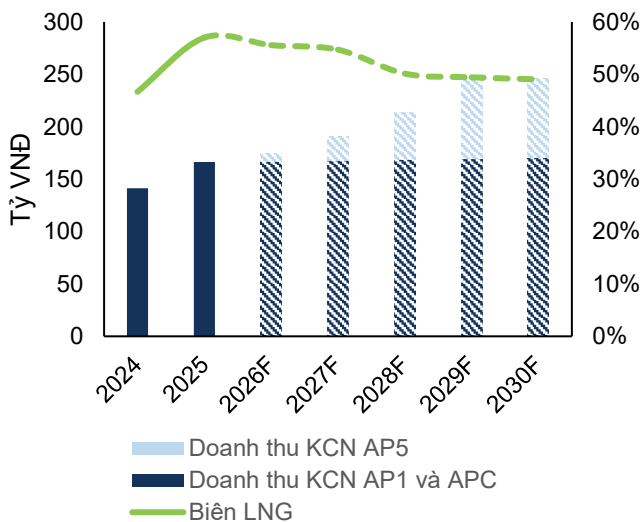
Biên gộp mảng nhựa xây dựng dự phóng đạt 16,5%, giảm 2,6 đpt YoY do giá hạt nhựa PVC tăng mạnh theo giá dầu. Trong tháng 03/2026, giá hạt nhựa PVC đã tăng 45% so với đầu năm do giá dầu tăng cao. Chúng tôi dự phóng giá hạt nhựa PVC sẽ đạt 764 USD/tấn năm 2026F (+9,0% YoY) theo kịch bản eo biển Hormuz đóng cửa trong 3 tháng ([chi tiết dự phóng giá hạt nhựa](#)), qua đó làm giảm biên gộp của mảng. Tuy nhiên về rủi ro gián đoạn nguồn cung do xung đột Trung Đông, chúng tôi đánh giá mảng này ít bị ảnh hưởng hơn mảng bao bì do chủ yếu sử dụng hạt nhựa PVC, được AAA nhập chủ yếu từ Mỹ nên không bị gián đoạn khi eo biển Hormuz đóng cửa.

Biểu đồ 33: Xu hướng sàn SPC thay thế các loại ván sàn truyền thống dần chậm lại tại Mỹ


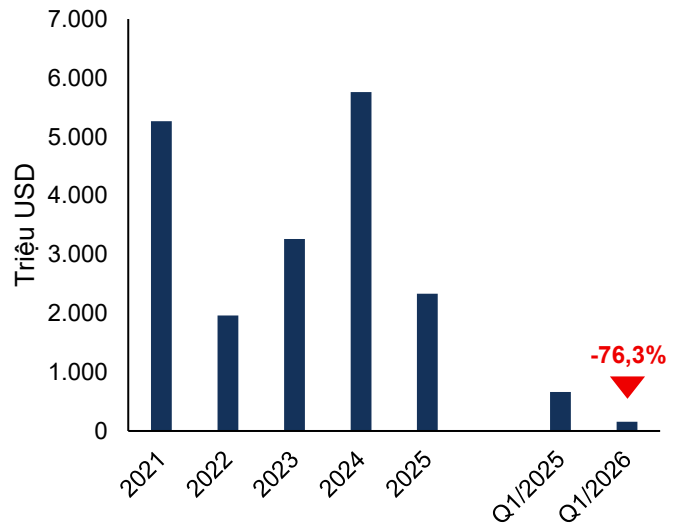
Nguồn: Floor Covering News, FPTs tổng hợp và ước tính

Giai đoạn 2026-2030F, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng nhựa xây dựng tăng trưởng với CAGR = 7,1%/năm, giảm 2,9 đpt so với mức dự phóng của báo cáo CNDG AAA T6/2024 do xu hướng sàn SPC thay thế các loại ván sàn truyền thống đang dần chậm lại khi bước vào giai đoạn trưởng thành. Giai đoạn 2022 – 2025, thị phần sàn SPC tại Mỹ chỉ tăng thêm 2,1 đpt, chậm lại so với mức tăng 8,5 đpt trong giai đoạn 2019 – 2022. Về tốc độ tăng trưởng ngành, Mordor Intelligence dự phóng thị trường sàn nhựa tại Mỹ (bao gồm LVT, SPC, WPC,...) đạt 47,2 tỷ USD năm 2026F và tăng lên khoảng 64,2 tỷ USD vào năm 2030F, tương ứng CAGR = 6,36%/năm trong giai đoạn.

4. Mảng BĐS KCN – Triển vọng từ KCN An Phát 5 mới (KCN Lương Điền – Ngọc Liên)

Biểu đồ 34: Doanh thu và biên LNG mảng BĐS KCN dự phóng giai đoạn 2026-2030F


Nguồn: FPTs dự phóng

Biểu đồ 35: Tổng vốn đăng ký FDI Hải Phòng giảm mạnh Q1/2026 do lo ngại về chính sách thuế quan


Nguồn: FIA Vietnam, FPTs tổng hợp

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng BĐS KCN đạt 174 tỷ VNĐ trong năm 2026F, trong đó KCN An Phát 5 đóng góp 7 tỷ VNĐ. Theo UBND thành phố Hải Phòng, KCN An Phát 5 đã hoàn thiện giải phóng mặt bằng và dự kiến đạt 10% tiến độ xây dựng trong quý I/2026. Chúng tôi ước tính KCN An Phát 5 sẽ bàn giao 10,5 ha diện tích thương phẩm trong năm 2026, thấp hơn năm đầu của KCN An Phát 1 (ước tính bàn giao 57 ha trong năm 2023) do vốn FDI đăng ký Hải Phòng chậm lại. Tổng vốn đăng ký FDI tỉnh Hải Phòng trong Q1/2026 chỉ đạt 157,5 triệu USD, giảm 76,3% YoY do lo ngại về rủi ro chính sách thuế quan của Mỹ.

Từ 2029F, chúng tôi dự phóng KCN An Phát 5 sẽ đóng góp ổn định 76 tỷ VNĐ hàng năm (chiếm 30,9% doanh thu mảng BĐS KCN) khi đạt tỷ lệ lấp đầy 100%. Thời gian lấp đầy của KCN An Phát 5 ước tính trong vòng 3 năm, nhanh hơn mức 4-5 năm của các KCN khác trong tỉnh do (1) vị trí cạnh tranh do nằm ở điểm giao nhau của các cảng biển, cảng hàng không, và đường sắt của vùng (cảng Hải Phòng, sân bay quốc tế Cát Bi, đường sắt Hà Nội – Lào Cai), cho phép các nhà cung ứng linh hoạt hơn trong việc luân chuyển nguyên vật liệu và (2) chính sách phân lô từ 5.000m² (thay vì ngưỡng 1ha phổ thông) nhằm thu hút thêm các doanh nghiệp vừa và nhỏ nội địa trong ngành công nghiệp phụ trợ phục vụ cho các nhà máy lắp ráp FDI lớn.

6. Mảng thương mại hạt nhựa – Quy mô giảm mạnh trong ngắn hạn do không còn hợp nhất HII và gián đoạn nguồn cung tại Trung Đông ([quay lại](#))

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng thương mại hạt nhựa năm 2026F sẽ đạt 2.058 tỷ VNĐ, tiếp tục giảm 45,6% YoY do không còn hợp nhất mảng thương mại hạt nhựa của HII từ quý 2/2025 và gián đoạn nguồn cung tại khu vực Trung Đông. Theo đó, sản lượng thương mại dự phóng đạt 77.700 tấn năm 2026F, giảm 48,2% YoY.

Trong giai đoạn 2026-2030F, doanh thu mảng thương mại hạt nhựa dự phóng sẽ duy trì ổn định mức 2.249 tỷ VNĐ do nguồn cung ổn định trở lại khi eo biển Hormuz mở cửa.

IV. RỦI RO ĐẦU TƯ

➤ Rủi ro biến động giá và thiếu hụt hạt nhựa ([quay lại](#))

Xung đột Trung Đông leo thang và kéo dài sẽ dẫn đến giá hạt nhựa tiếp tục tăng và tình trạng thiếu nguồn cung hạt nhựa thêm tiêu cực. Giá hạt nhựa tăng có thể gây áp lực lên biên gộp các mảng bao bì, nhựa kỹ thuật, và nhựa xây dựng. Trong đó, mảng nhựa xây dựng sẽ chịu tác động nhất khi khả năng chuyển giá kém hơn hai mảng còn lại (mảng bao bì có cơ chế chuyển giá nguyên vật liệu vào giá bán, trong khi mảng nhựa kỹ thuật hoạt động theo mô hình gia công nên giá bán sản phẩm được chốt dựa theo giá nguyên vật liệu). Bên cạnh đó, AAA không tích trữ nhiều hàng tồn kho nên có thể dẫn đến tạm dừng sản xuất mảng bao bì trước khi tìm được nhà cung ứng hạt nhựa PE mới ngoài khu vực Trung Đông, qua đó làm sụt giảm sản lượng trong năm của doanh nghiệp.

➤ Kết quả cuộc điều tra tình trạng dư thừa công suất và sản xuất quá mức theo Mục 301 của Mỹ ([quay lại](#))

Ngày 11/03/2026, Cơ quan Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) khởi xướng điều tra Mục 301 về dư thừa công suất đối với Việt Nam và 15 đối tác khác, trong đó phạm vi xem xét có nhóm nhựa. Phiên điều trần dự kiến diễn ra từ 05/05 đến 08/05/2026 và kết luận cuối cùng nhiều khả năng được công bố trước tháng 03/2027. Đây là rủi ro cần theo dõi với AAA do có thể mở đường cho các biện pháp hạn chế thương mại mới của Mỹ đối với mặt hàng nhựa từ Việt Nam, qua đó gây áp lực lên xuất khẩu bao bì và sản nhựa SPC do chi phí nhập khẩu tăng và làm giảm khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp.

V. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

Chúng tôi tiến hành định giá AAA bằng cách sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu AAA theo các phương pháp có mức bình quân là 8.680 VND/cp, cao hơn 23,3% so với mức giá đóng cửa ngày 20/04/2026. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu trung và dài hạn.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VND/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	8.610	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	8.740	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		8.680	

Giá định mô hình DCF các mảng kinh doanh loại trừ KCN An Phát 5

Giá định mô hình	04/2026	Giá định mô hình	04/2026
WACC	13,33%	Phần bù rủi ro	10,36%
Chi phí sử dụng nợ	3,9%	Hệ số Beta không đòn bẩy	1,00
Chi phí sử dụng VCSH	18,53%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	4,10%	Thời gian dự phóng	5 năm

Giá định mô hình DCF của KCN An Phát 5

Giá định mô hình	04/2026	Giá định mô hình	04/2026
WACC	13,84%	Phần bù rủi ro	10,36%
Chi phí sử dụng VCSH	13,84%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,00
Lãi suất phi rủi ro	4,10%	Thời gian dự phóng	Thời gian hoạt động của dự án

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	6.213.845
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)	2.984.350
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	3.229.452
+ Giá trị hiện tại KCN An Phát 5 (AAA sở hữu 97,66%)	335.446
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	396
Giá mục tiêu (VND/cp)	8.740

Tổng hợp định giá FCFE**Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)** **3.151.077**+ Giá trị hiện tại KCN An Phát 5 (AAA sở hữu 97,66%) **335.446****Giá mục tiêu (VND/cp)** **8.610****Lịch sử khuyến nghị**

STT	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị (VND/cp)	Chi tiết báo cáo
1	THEO DÕI	Tháng 06/2023	12.750	Báo cáo định giá lần đầu
2	MUA	Tháng 06/2024	14.150	Báo cáo cập nhật định giá

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ VNĐ

KQHĐKD	2024A	2025A	2026F	2027F
Doanh thu thuần	12.782	10.728	9.170	10.110
Giá vốn hàng bán	(11.298)	(9.235)	(8.001)	(8.743)
Lợi nhuận gộp	1.484	1.493	1.169	1.367
Chi phí bán hàng	(717)	(542)	(458)	(504)
Chi phí QLDN	(380)	(402)	(330)	(364)
Lợi nhuận thuần HĐKD	387	549	381	499
(Lỗ)/lãi HĐTC	230	75	64	56
Lợi nhuận khác	(41)	47	3	3
LNTT, lãi vay	575	671	448	558
Chi phí lãi vay	(160)	(134)	(147)	(124)
LNTT	416	537	301	434
Thuế TNDN	(96)	(113)	(60)	(87)
LNST	320	424	241	348
Lợi ích cổ đông thiểu số	(49)	51	29	41
LNST công ty mẹ	369	373	212	306
EPS (VNĐ)	827	966	552	789

Khả năng sinh lời	2024A	2025A	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,6%	13,9%	12,7%	13,5%
Tỷ suất LNST	2,9%	3,5%	2,3%	3,0%
ROE DuPont	6,9%	6,9%	3,9%	5,4%
ROA DuPont	2,9%	2,8%	1,7%	2,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,5%	6,3%	4,9%	5,5%
LNTT / EBIT	72,3%	80,1%	67,2%	77,8%
LNST/LNTT	88,7%	69,4%	70,4%	70,5%
Vòng quay TTS	1,0x	0,8x	0,7x	0,8x
Đòn bẩy tài chính	2,4x	2,5x	2,3x	2,3x
Hiệu quả hoạt động	2024A	2025A	2026F	2027F
Thời gian luân chuyển tiền	33,58	43,63	45,70	46,82
Số ngày phải thu	42,92	56,23	57,57	52,64
Số ngày tồn kho	33,41	44,07	42,02	38,52
Số ngày phải trả	42,74	56,67	53,88	44,34
COGS / Hàng tồn kho	14,5x	7,2x	8,3x	9,9x
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024A	2025A	2026F	2027F
CS thanh toán hiện hành	1,6x	1,4x	1,7x	1,8x
CS thanh toán nhanh	1,2x	1,1x	1,4x	1,5x
CS thanh toán tiền mặt	0,8x	0,6x	0,8x	0,9x
Nợ/Tài sản	0,5x	0,5x	0,510x	0,5x
Nợ/Vốn CSH	1,2x	1,1x	1,0x	1,0x
Nợ ngắn hạn/VCSH	0,7x	0,5x	0,4x	0,4x
Nợ dài hạn/VCSH	0,5x	0,6x	0,6x	0,6x

Bảng cân đối kế toán	2024A	2025A	2026F	2027F
TÀI SẢN				
Tài sản ngắn hạn	6.426	4.533	4.559	5.343
Tiền, TĐT và ĐTTC	3.138	1.852	2.107	2.653
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.801	1.505	1.388	1.528
Hàng tồn kho	1.286	943	867	946
Tài sản ngắn hạn khác	201	233	198	216
Tài sản dài hạn	13.768	12.892	7.988	7.718
Tài sản cố định	4.341	4.052	4.840	5.246
Tài sản cố định hữu hình	4.341	4.052	4.840	5.246
Nguyên giá	6.777	6.552	7.885	8.924
Khấu hao lũy kế	(2.436)	(2.499)	(3.045)	(3.678)
Đầu tư tài chính dài hạn	254	496	496	496
Tài sản dài hạn khác	1.522	1.426	1.193	1.283
Xây dựng cơ bản dở dang	1.225	2.384	1.459	693
TỔNG TÀI SẢN	13.768	12.892	12.547	13.062
NGUỒN VỐN				
NỢ PHẢI TRẢ	7.532	6.812	6.347	6.538
Nợ ngắn hạn	4.133	3.280	2.651	2.906
Vay nợ ngắn hạn	2.555	1.901	1.617	1.765
Các khoản phải trả ngắn hạn	1.538	1.330	992	1.095
Quỹ khen thưởng, phúc lợi	40	49	42	46
Nợ dài hạn	3.399	3.533	3.744	3.687
Các khoản vay nợ dài hạn	1.340	1.130	935	740
Các khoản phải trả dài hạn	2.060	2.403	2.809	2.947
VỐN CHỦ SỞ HỮU	6.236	6.079	6.153	6.468
Vốn góp của chủ sở hữu	3.823	3.937	3.823	3.823
Thặng dư vốn cổ phần	824	824	824	824
Lợi nhuận chưa phân phối	539	552	722	996
Các khoản vốn chủ sở hữu khác	148	155	144	144
Lợi ích cổ đông thiểu số	902	611	640	682
TỔNG NGUỒN VỐN	13.768	12.892	12.547	13.062
Lưu chuyển tiền tệ	2024A	2025A	2026F	2027F
Tiền đầu năm	3.515	3.138	1.852	1.600
Lợi nhuận trước thuế	382	435	244	347
Khấu hao	400	505	503	633
Dự phòng	6	3	11	11
Thay đổi VLD và điều chỉnh khác	170	(59)	(251)	(124)
Tiền từ HĐKD	959	883	506	867
Thanh lý tài sản cố định	35	10	-	-
Chi mua sắm TSCĐ	(1.038)	(1.425)	(279)	(273)
Các HĐ đầu tư khác	(412)	(0)	-	-
Tiền từ hoạt động đầu tư	(1.415)	(1.415)	(279)	(273)
Thay đổi nợ	434	(224)	(479)	(47)
Tăng (giảm) vốn	-	46	-	-
Cổ tức đã trả	(11)	(115)	-	-
Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	423	(293)	(479)	(47)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(33)	(825)	(252)	547
Chênh lệch tỷ giá	18	23	-	-
Tiền cuối năm	3.138	1.852	1.600	2.147

VII. PHỤ LỤC

1. Danh sách các công ty con của AAA ([quay lại](#))

Bảng 1: Danh sách công ty con của AAA tại thời điểm 31/12/2025

STT	Công ty	Vốn điều lệ (tỷ VND)	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động kinh doanh
1	CTCP KCN kỹ thuật cao An Phát	1008	93,0%	Phát triển hạ tầng KCN
2	CTCP KCN kỹ thuật cao An Phát 1	375	94,7%	Phát triển và kinh doanh hạ tầng KCN
3	CTCP KCN Lương Điền Ngọc Liên	269	97,6	Phát triển hạ tầng KCN
4	CTCP Nhựa bao bì An Vinh	430	100%	Sản xuất bao bì công nghiệp
5	CTCP Nhựa Hà Nội	729	62,8%	Sản xuất hạt nhựa, các sản phẩm nhựa
6	Công ty TNHH An Trung Industries	341	62,8%	Sản xuất sản phẩm từ plastic
7	Công ty TNHH Phát triển Xuất nhập khẩu và Đầu tư – VIEXIM	21	62,8%	Sản xuất sản phẩm từ plastic
8	CTCP VLXD công nghệ cao An Cường	426	62,7%	Sản xuất vật liệu xây dựng, vật liệu trang trí nội thất
9	CTCP Sản xuất PBAT An Phát	296	67,5%	Sản xuất sản phẩm từ plastic và cao su tổng hợp dạng nguyên sinh
10	CTCP Quốc tế An Phát	521	100%	Đầu tư, kinh doanh các sản phẩm màng mỏng và các sản phẩm nhựa khác
11	Công ty TNHH AFC EcoPlastics	32	87,5%	Kinh doanh hạt nhựa
12	Công ty TNHH Ankor Bioplastics	33	21,9%	Sản xuất sản phẩm từ nhựa plastic, nhựa phân hủy

Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

2. Mức thuế nhập khẩu sản phẩm nhựa SPC của Mỹ đối với Việt Nam và Trung Quốc ([quay lại](#))

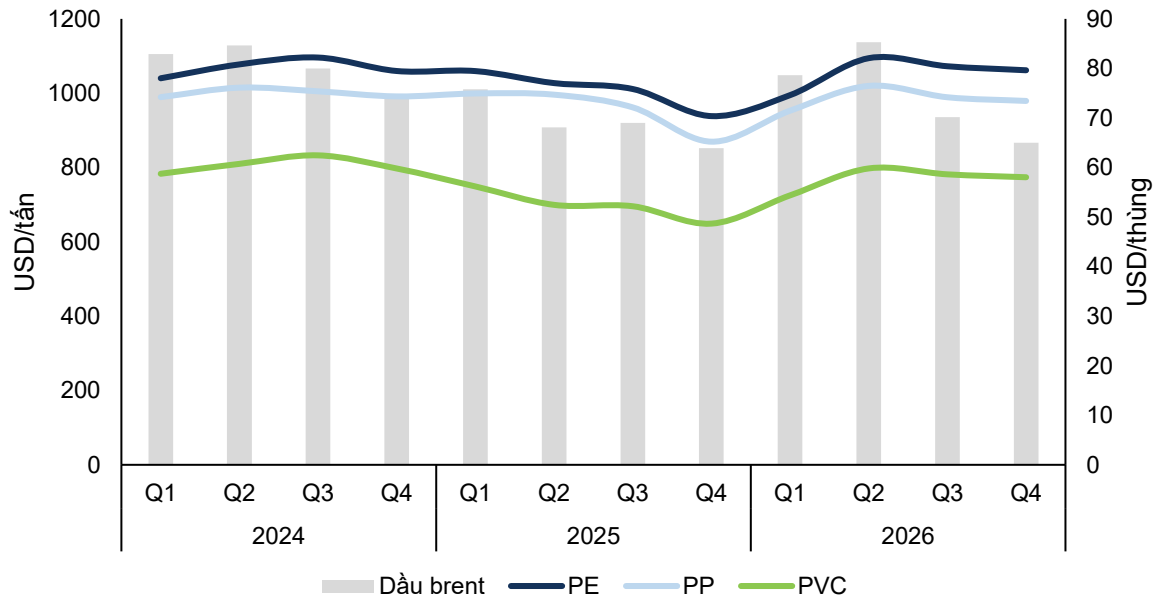
Bảng 2: Chi tiết về các mức thuế nhập khẩu sản phẩm nhựa SPC của Mỹ với Việt Nam và Trung Quốc

Thuế nhập khẩu	Việt Nam	Trung Quốc	Chênh lệch so với Trung Quốc
MFN	5,3%	5,3%	0%
Thuế đối ứng	10% (Từ tháng 04/2025)	10% (Từ tháng 05/2025)	0%
Thuế Mục 301		25%	25%
Thuế fentanyl		20% (Từ tháng 02/2025)	20%
Tổng	15,3%	60,3%	40%

Nguồn: US ITC, FPTS tổng hợp

3. Dự phóng giá hạt nhựa PE, PP, và PVC năm 2026F ([quay lại](#))

Biểu đồ 36: Giá hạt nhựa dự phóng tăng năm 2026F theo giá dầu



Nguồn: FPTs tổng hợp và dự phóng

Chúng tôi dự phóng giá hạt nhựa PE, PP và PVC tăng theo diễn biến giá dầu trong năm 2026F do đều là sản phẩm của chuỗi hóa dầu. Theo kịch bản cơ sở trong [báo cáo Xung đột Mỹ - Iran](#), giá dầu Brent dự phóng tăng lên 85,3 USD/thùng trong quý II/2026F, tương ứng +8,5% QoQ, trước khi hạ nhiệt trong hai quý cuối năm theo giả định eo biển Hormuz mở lại sau 3 tháng. Theo đó, giá PE, PP và PVC được dự phóng cùng tăng theo giá dầu, nhưng mức tăng bình quân năm có sự phân hóa. Chúng tôi dự phóng giá PE và PP tăng lần lượt 5,0% YoY và 3,3% YoY, do áp lực giảm giá trở lại trong hai quý cuối năm khi giá dầu hạ nhiệt và tình trạng dư cung toàn cầu vẫn hiện hữu. Trong khi đó, giá PVC dự phóng tăng 9,0% YoY, cao hơn PE và PP, nhờ kỳ vọng cắt giảm công suất tại Mỹ và Trung Quốc, cùng với nhu cầu xây dựng toàn cầu phục hồi.

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 phân tích 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu AAA, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu 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 <http://ezsearch.fts.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**

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây Hồ,
Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Bến Thành, TP.
Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888