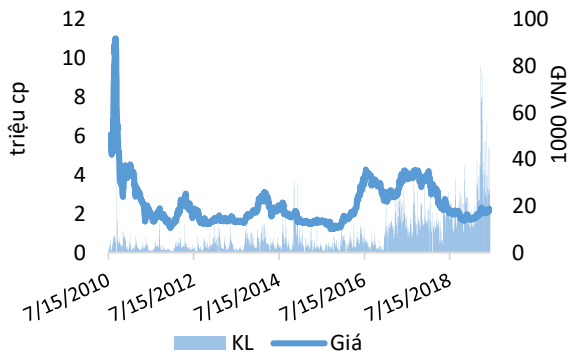


Khuyến nghị

Giá thị trường (VNĐ) 18,350 (25/06/2019)

Giá mục tiêu (VNĐ) 22,000 (+20%)

Thời gian đầu tư



Thông tin cổ phiếu

Ngành	Nhựa
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3,150
Số lượng CP lưu hành	171,199,976
Beta	0.33
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ)	19,450
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	13,750
KLGB bình quân 10 phiên (CP)	3,235,045

Cơ cấu Cổ đông (%)

Trong nước	87.38%
Nước ngoài	12.62%

Sở hữu của cổ đông lớn (%)

CTCP Tập Đoàn An Phát Holdings	46.62%
KALLANG Limited	7.64%
PYN Elite Fund	4.98%
Nguyễn Thị Thùy Vân	0.12%

Tổng quan chung

CTCP Nhựa An Phát Xanh (AAA) được thành lập vào năm 2002 với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất bao bì. Với 17 năm hoạt động trong ngành và định hướng sản xuất các sản phẩm túi phục vụ thị trường xuất khẩu, An Phát hiện nay là doanh nghiệp sản xuất túi nhựa có quy mô lớn nhất tại Việt Nam và đứng thứ hai trong khu vực Đông Nam Á.

Điểm nhấn đầu tư

Hoạt động kinh doanh cốt lõi với các sản phẩm bao bì nhựa kỳ vọng mang đến tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận đột biến cho AAA. Nhờ:

- Khả năng kiểm soát nguyên vật liệu đầu vào tốt nhờ chính sách mua nguyên vật liệu, sử dụng hạt nhựa tái sinh và khả năng tự chủ về nguồn cung hạt phụ gia.
- Triển vọng tăng trưởng và chiếm lĩnh thị trường bằng việc liên tục đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất. AAA có 6 nhà máy chuyên sản xuất bao bì được trang bị công nghệ hiện đại. Tổng công suất lên tới 96,000 tấn/ năm. Trong giai đoạn 2019 -2010, AAA sẽ hoạt động tối đa công suất của hai nhà máy số 6 và số 7 phục vụ cho thị trường Nhật Bản và Mỹ.
- Đón đầu xu hướng sản phẩm thân thiện môi trường bằng chiến lược chuyển dịch sản xuất các sản phẩm bao bì tự hủy. Đây là những sản phẩm chứa hàm lượng công nghệ cao, mang lại biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Hoạt động kinh doanh thương mại hạt nhựa với tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ ký kết hợp đồng tiêu bao.

CTCP Sản xuất tổng hợp An Thành – công ty con của HII là doanh nghiệp sở hữu mạng lưới phân phối lớn thứ hai về nguyên vật liệu ngành nhựa Việt Nam. Sắp tới, hoạt động này sẽ có sự cải thiện về biên lợi nhuận gộp do hợp đồng phân phối 35% hạt nhựa PE với BSR được ký kết trở lại trong đầu năm 2019.

Triển vọng dài hạn nhờ các dự án tại An Phát Complex với sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao. AAA đang xây dựng chiến lược đa dạng hóa sản phẩm kinh doanh nhờ việc đầu tư mở rộng thêm 3 nhà máy An Vinh, An Trung và An Thành nhằm cung cấp các sản phẩm bao bì công nghiệp, nhựa ép và linh kiện nhựa ép phun với khả năng cạnh tranh cao về chi phí đầu vào, công suất nhà máy, chất lượng sản phẩm và thị trường tiêu thụ.

Sự chuyển mình thuận lợi sang kinh doanh BĐS KCN. Hoạt động cho thuê KCN tại KCN An Phát Complex bắt đầu từ cuối năm 2018 và đã đóng góp doanh thu và lợi nhuận trong 2019. Cùng với sự chuyển dịch sản xuất ngày càng mạnh mẽ, đây sẽ là cơ hội để KCN tiếp tục được lấp đầy.

Rủi ro đầu tư

Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và rủi ro tỷ giá: Diễn biến giá dầu khó dự báo và nguyên liệu hầu hết phải nhập khẩu hoàn toàn nên rủi ro chênh lệch tỷ giá cũng như giá nguyên vật liệu biến động sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của AAA.

Cơ cấu Công ty khá phức tạp.

Cơ cấu của An Phat Holdings và các công ty con liên quan đến An Phát Complex khá phức tạp và thiếu thông tin gây khó khăn cho chúng tôi trong việc dự báo. Ngoài ra, do cơ cấu phức tạp nên khó có thể kiểm soát việc chuyển lợi nhuận sang các công ty mẹ và công ty con.

Khả năng kiểm soát hiệu quả của hoạt động R&D. Để phù hợp với xu thế tiêu dùng, những năm gần đây AAA liên tục đầu tư cho hoạt động R&D nhằm nghiên cứu và phát triển những sản phẩm túi thân thiện, phù hợp với từng yêu cầu của thị trường. Việc tập trung theo đuổi chiến lược sản xuất các sản phẩm thân thiện với môi trường là hoàn toàn phù hợp với xu thế chung của xã hội. Ước tính sắp tới, doanh thu và lợi nhuận từ các sản phẩm truyền thống sẽ có xu hướng giảm, hoạt động kinh doanh những sản phẩm nhựa thân thiện sẽ góp phần đắp sự sụt giảm đó. Tuy nhiên, thói quen tiêu dùng luôn chậm thay đổi. Đồng thời, nếu doanh nghiệp không có cách làm bài bản và kiểm soát chặt chẽ thì cũng có thể gây ra những suy giảm về mặt hiệu quả kinh doanh trong tương lai.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu

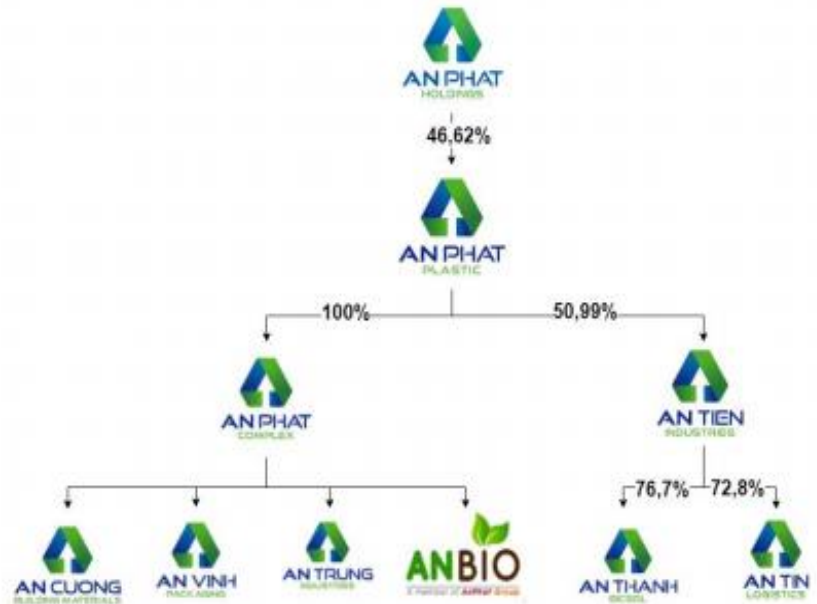
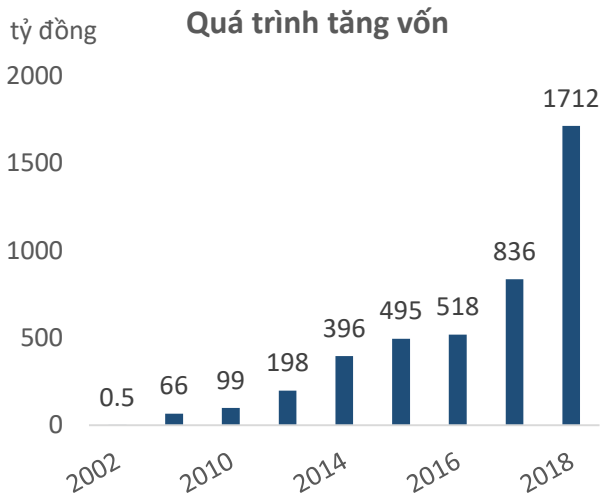
AAA liên tục phát hành cổ phiếu pha loãng cổ đông hiện hữu, 5 lần liên tiếp trong 5 năm qua với mức giá thấp hơn thị giá. Mặc dù lợi nhuận mang lại được đánh giá triển vọng nhưng có thể khiến EPS suy giảm khiến lợi ích cổ đông thiểu số bị ảnh hưởng. Bên cạnh đó, tháng 11/2018, AAA đã phát hành trái phiếu doanh nghiệp kèm chứng quyền kỳ hạn 3 năm. Với khả năng số chứng quyền kèm theo sẽ được chuyển đổi trong 30 tháng tới, chúng tôi dự báo sẽ có rủi ro pha loãng đối với cổ phiếu, đây là yếu tố tiêu cực đối với cổ phiếu trong trung hạn.

Áp lực trả nợ lớn và rủi ro từ các khoản phải thu

Nợ vay tài chính của AAA đặc biệt tăng mạnh từ năm 2016, kết thúc quý 1/2019 ở mức 3,947 tỷ đồng và bằng 1.26 lần vốn chủ. Ngoài ra, mức độ vay nợ của HII- Công ty con của AAA cũng rất lớn. Ngoài ra, bên cạnh các khoản phải thu khách hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất, các khoản phải thu về cho vay là rất lớn, chủ yếu do cho vay chéo với các công ty con và công ty thành viên trong Tập đoàn.

Tổng quan về hoạt động kinh doanh

CTCP Nhựa An Phát Xanh (AAA) được thành lập vào năm 2002 với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất bao bì. Với 17 năm hoạt động trong ngành và định hướng sản xuất các sản phẩm túi phục vụ thị trường xuất khẩu, An Phát hiện nay là doanh nghiệp sản xuất túi nhựa có quy mô lớn nhất tại Việt Nam. An Phát có hai công ty con là CTCP An Tiến Industries sở hữu 50,99% (HII: HOSE) kinh doanh thương mại hạt nhựa, sản xuất hạt phụ gia Calbest và bột đá CaCO₃ dùng trong sản xuất túi nhựa và cung cấp các dịch vụ vận tải. 1 công ty con khác AAA sở hữu 100% từ tháng 12/2018 là An Phát Complex với tổng vốn điều lệ là 910 tỷ đồng.



Cổ đông lớn nhất của AAA là An Phát Holdings với tỷ lệ sở hữu của AAA với 46,62%, đứng thứ 2 và thứ 3 lần lượt là hai quỹ ngoại là Kallang Limited với 7,64% và PYN Elite Fund với 4,98%.

Vị thế trong ngành

Trong số các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm bao bì nhựa cả nước vừa phục vụ xuất khẩu vừa phục vụ thị trường nội địa, An Phát là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất với công suất nhà máy hiện tại lên tới 96,000 tấn /năm. Các sản phẩm của AAA chủ yếu được xuất khẩu sang thị trường nước ngoài (trên 90%), đã và đang khẳng định được vị thế tại những thị trường khó tính, được phân phối đến khắp các siêu thị lớn tại châu Âu, Nhật Bản và Mỹ.

So với các công ty cùng ngành, đối thủ cạnh tranh lớn nhất trong khu vực Đông Nam Á của AAA là TPBI- một công ty sản xuất bao bì

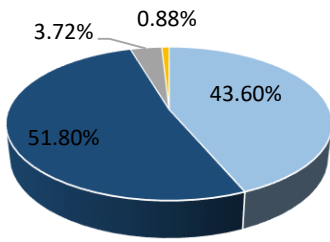
nhựa khá tương đồng với AAA tại Thái Lan. Từ cuối 2017, AAA đã chính thức vượt TPBI về công suất nhà máy và trở thành nhà sản xuất bao bì mềm mỏng lớn nhất Đông Nam Á.

Hoạt động kinh doanh chính

Doanh thu kinh doanh của AAA đến từ 4 hoạt động chính. Mảng sản xuất và kinh doanh bao bì chiếm vị trí chủ lực, đóng góp tới 50-70% vào tổng doanh thu. Mảng sản xuất và kinh doanh hạt phụ gia Calbest và bột đá CaCO3 của công ty con HII, đóng góp khoảng 3-5% doanh thu hằng năm. Các kinh doanh khác là kinh doanh thương mại hạt nhựa của CTCP Sản xuất tổng hợp An Thành – công ty con của HII, kinh doanh dịch vụ vận tải của CTCP Liên vận An Tín - công ty con của HII và mới nhất là kinh doanh cho thuê KCN tại KCN Kỹ thuật cao An Phát Complex bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2019.

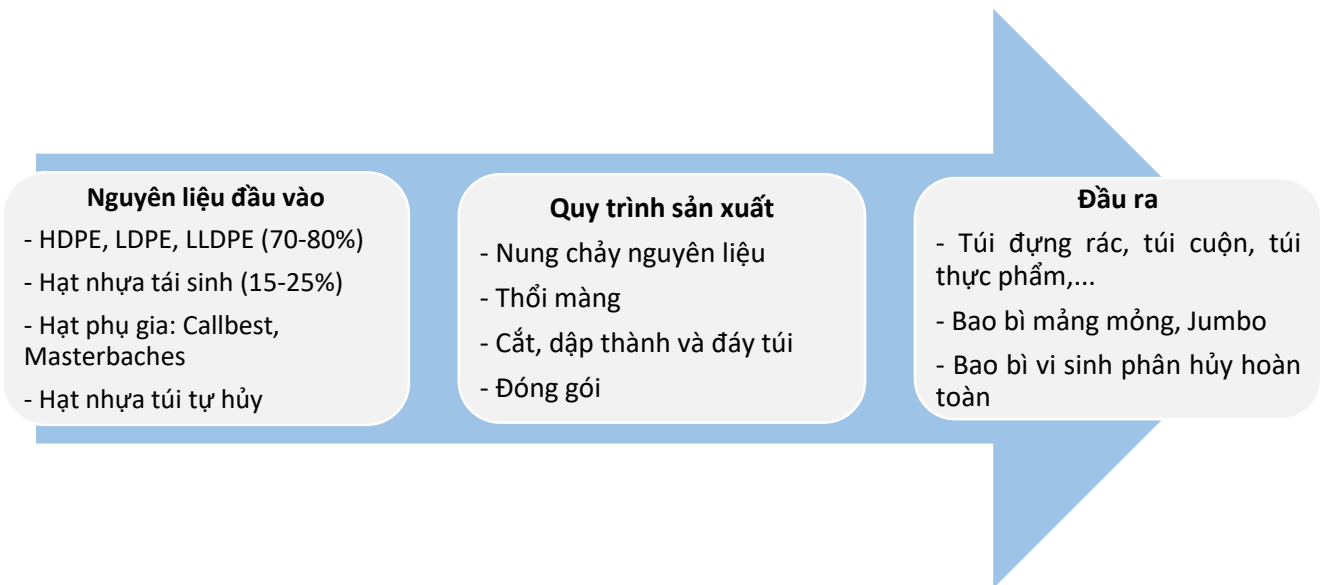
Cơ cấu doanh thu hợp nhất hằng năm có sự biến động đáng kể, đặc biệt vào năm 2018 khi có sự thay đổi khi tỷ trọng đóng góp từ thương mại nguyên vật liệu ngành nhựa, tăng trưởng từ 26% trong năm 2017 lên 51% trong năm 2018. Mảng sản xuất bao bì giảm mạnh từ gần 70% xuống còn 44%, trong đó doanh thu từ bao bì tự hủy chiếm khoảng 10%-15%.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2018

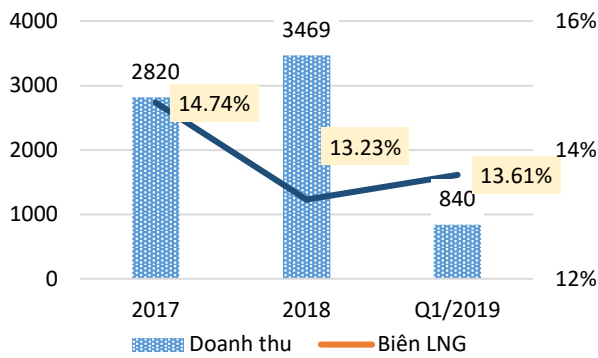


- Bao bì
- Thương mại NVL ngành nhựa
- Calbest và bột đá
- Dịch vụ

Mảng bao bì



Doanh thu và biên LNG mảng bao bì



1. Khả năng kiểm soát tốt được nguyên vật liệu đầu vào

Nguyên liệu chính Các loại hạt nhựa nguyên sinh Polyethylene (HDPE, LDPE và LLDPE), hạt nhựa tự hủy. Hạt nhựa nguyên sinh mà An Phát sử dụng gồm 2 loại chính là HDPE và LDPE, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu nguyên vật liệu (70-80%).

Các nguyên liệu đầu vào này được sản xuất chủ yếu từ 2 nguồn là dầu mỏ và khí thiên nhiên nên biến động giá HDPE và LDPE trên thị trường thế giới sẽ biến động cùng chiều với giá dầu Brent thô.

Việc giá dầu duy trì ở mức cao và đạt đỉnh vào giữa năm 2018 cùng với chính sách duy trì giá bán nhằm mở rộng thị trường là nguyên nhân chính khiến biên LNG mảng bao bì của công ty chỉ đạt 13.23% trong năm 2018 so với 14.74% của năm 2017.

Phụ thuộc vào nguyên vật liệu nhập khẩu

Do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng được, hạt nhựa PP đều được nhập khẩu 100% từ nhiều đối tác nước ngoài, chủ yếu từ Qatar và UAE. Hạt nhựa tự hủy phục vụ cho sản phẩm túi tự hủy được công ty nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước EU. Do vậy, rủi ro chênh lệch tỷ giá sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của AAA.

Nguồn nguyên liệu tái sinh và lợi thế từ chính sách nhập hàng giúp tiết giảm chi phí nguyên liệu

Để giảm thiểu giá thành sản phẩm, AAA sử dụng thay thế một phần hạt nhựa nguyên sinh trong quá trình sản xuất bằng hạt nhựa tái sinh, chiếm 15-25% trong cơ cấu hạt nhựa đầu vào của AAA. Hạt nhựa tái sinh được công ty sản xuất một phần từ dây chuyền tái chế các sản phẩm nhựa đã qua sử dụng của mình, một phần được AAA nhập khẩu từ các nhà máy tái chế khác trong khu vực với giá bằng 2/3 giá hạt nhựa nguyên sinh. Bên cạnh đó, AAA cũng có lợi thế đặc biệt khi nhập khẩu nguyên liệu. Đầu năm 2016, AAA đã đàm phán thành công với các nhà cung cấp. Theo thỏa thuận, đối tác sẽ điều chỉnh đơn giá hợp đồng nguyên liệu ở mức +5% mỗi khi giá hạt nhựa thay đổi ± 10%.

Chủ động nguồn cung nguyên vật liệu phụ

Ngoài nguyên vật liệu chính, các phụ gia trong quá trình sản xuất là hạt nhựa Calbest, bột đá CaCO3 và hạt màu Masterbatches. Hiện nay, AAA có thể hạn chế được phần lớn rủi ro do chủ động được nguồn cung từ nhà máy 4 - Yên Bái với công suất thiết kế 222.000 tấn/năm.

2. Kế hoạch mở rộng sản xuất với kỳ vọng tăng trưởng tại thị trường xuất khẩu

Hệ thống nhà máy sản xuất bao bì nhựa với tiêu chuẩn chất lượng cao

AAA hiện có 6 nhà máy sản xuất bao bì nhựa, trong đó có 2 nhà máy mới được đầu tư và đưa vào hoạt động từ năm 2017 là Nhà máy 6 và Nhà máy 7 nâng tổng công suất lên gần gấp đôi đạt 96,000 tấn/năm. Toàn bộ máy móc đều được nhập khẩu 100% từ chủ yếu từ châu Âu, Nhật Bản và Đài Loan... Hệ thống nhà xưởng và máy móc của An Phát đã được chứng nhận tiêu chuẩn BRC – tiêu chuẩn quốc tế đầu tiên về bao bì và đóng gói.

Các nhà máy sản xuất

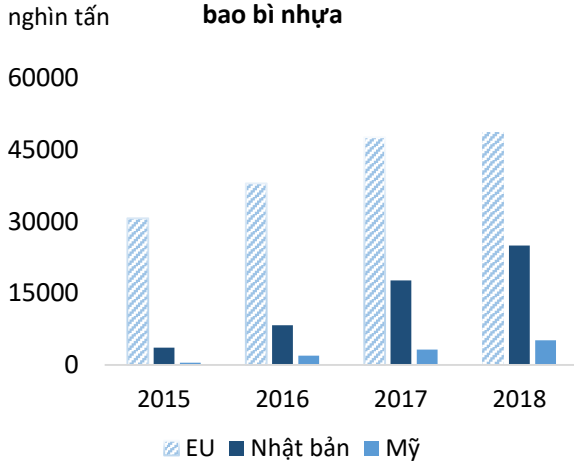
Nhà máy	Sản phẩm	Năm đi vào hoạt động	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Thị trường tiêu thụ
Nhà máy 1	Túi đựng rác	2004	13,200	EU
Nhà máy 2	Túi T-Shirt và túi cuộn	2008	22,800	EU
Nhà máy 3	Túi tự hủy sinh học và túi cuộn	2009	13,200	EU
Nhà máy 5	Túi cuộn và túi tự hủy sinh học	2014	11,000	Nhật Bản
Nhà máy 6	Bao bì màng mỏng: túi thực phẩm, úi zipper, túi block header, túi die-cut; Bao bì Jumbo	2017	37,000	Nhật Bản
Nhà máy 7	Túi rút dây	2017	9,600	Mỹ

AAA cũng đang triển khai xây dựng dự án nhà máy số 8 – AnBio. Với tổng vốn đầu tư là 360 tỷ đồng. Công suất thiết kế 7.200 tấn/năm, dự kiến sẽ hoàn thành và vận hành từ quý 4/2019. Sản phẩm được ứng dụng là túi nhựa tự hủy sinh học và bao bì màng phức cho ngành chế biến thực phẩm. Tuy nhiên, sau lần điều chỉnh thứ hai, hiện tại Công ty đang có kế hoạch chuyển đổi sản xuất hoàn toàn túi nhựa tự phân hủy thay vì bao bì màng phức do quy mô thị trường của sản phẩm túi vi sinh lớn hơn và được đánh giá là triển vọng cao hơn.

Sản lượng tiêu thụ tại thị trường EU chiếm tỷ trọng lớn và tiếp tục được duy trì

Các thị trường nước ngoài đóng góp tới trên 90% doanh thu của AAA. Trong đó, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm túi truyền thống của An Phát tại thị trường Châu Âu chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 60% sản lượng xuất khẩu, tương đương với khoảng 40,000-50,000 nghìn tấn/năm.

Thị trường xuất khẩu bao bì nhựa



Các khách hàng phân phối lớn nhất tại châu Âu của AAA bao gồm Euro Packaging Italia Spa, Kompol Sp, Evenplast, Comco Plast và Ardale International. Sản phẩm túi nhựa của AAA hiện có mặt ở các siêu thị và chuỗi bán lẻ lớn của châu Âu như Kaufland, Lidl...

Công suất tiêu thụ hiện tại của nhóm nhà máy phục vụ thị trường này đều đạt 95% công suất thiết kế. Điểm lợi của AAA khi xuất khẩu sang EU là không chịu mức thuế chống phá giá trong khi nhựa nhập khẩu từ một số nước châu Á như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia phải chịu mức thuế từ 8%-30%.

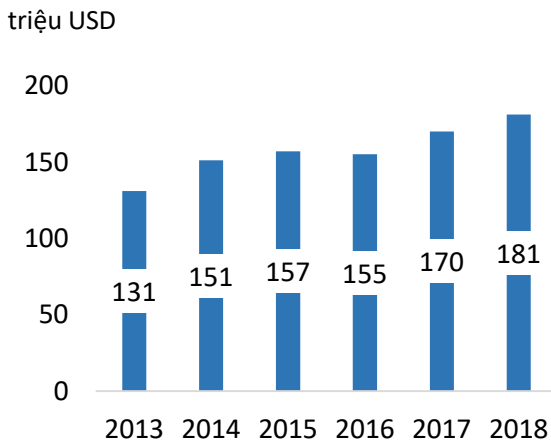
Thị trường Châu Âu là thị trường truyền thống của An Phát tuy nhiên dư địa phát triển không còn. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm truyền thống tại thị trường Châu Âu có xu hướng giảm, dự báo khoảng 10-15% do xu hướng hạn chế sử dụng các sản phẩm túi ni lông truyền thống nhằm bảo vệ môi trường sinh thái. Tuy vậy, việc phát triển các sản phẩm túi tự hủy thân thiện với môi trường sẽ là dư địa để AAA tiếp tục thâm nhập vào EU.

Triển vọng tích cực từ thị trường Nhật Bản và Mỹ

Nhật Bản là thị trường còn nhiều dư địa cho các doanh nghiệp bao bì màng mỏng Việt Nam nói chung và AAA nói riêng. Dự án nhà máy số 6 giúp AAA khai thác thị trường tiềm năng Nhật Bản và là dự án có quy mô lớn nhất của An Phát. Từ năm 2015, AAA đã sản xuất và xuất khẩu vào thị trường Nhật Bản với sản lượng lớn. Các sản phẩm là bao bì màng mỏng như túi T-shirt shopping, túi flat, túi zipper, túi block header,... bao bì Jumbo và túi vi sinh tự phân hủy là các sản phẩm được thị trường Nhật Bản ưa chuộng.

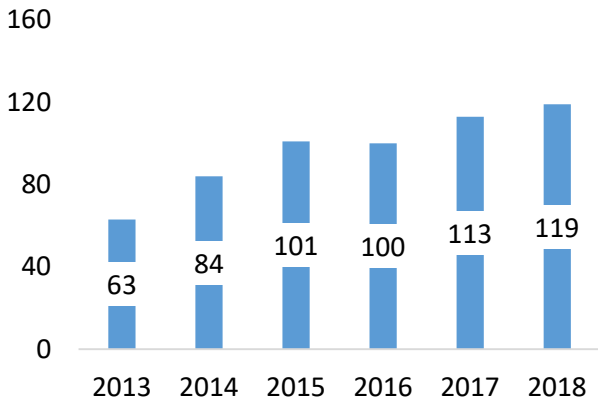
Hiện tại nhà máy số 6 mới chỉ hoạt động khoảng 85%. Năm 2019 sẽ được coi là năm AAA tạo ra sự tăng trưởng đột biến trên thị trường Nhật Bản với việc hoạt động tối đa công suất. Điển hình là đơn hàng 1,400 tỷ đồng được ký kết với đối tác khách hàng Nhật Bản xuất khẩu bao bì màng mỏng

GTXK bao bì nhựa VN vào Nhật Bản



GTXK bao bì nhựa VN vào Mỹ

triệu USD

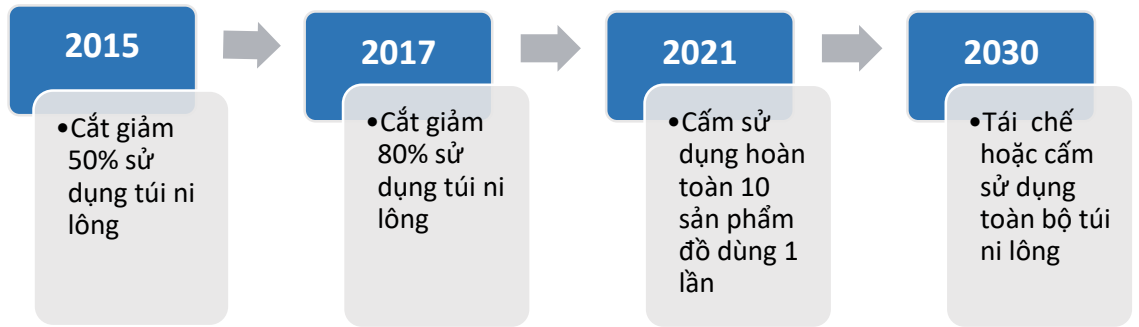


Nhà máy số 7 công suất 9.600 tấn/năm với sản phẩm chính là túi dây rút với mục tiêu giúp AAA mở rộng thị trường tại Mỹ. Ưu thế của AAA với thị trường Mỹ đó là sản phẩm túi dây rút hiện chưa phải chịu mức thuế chống bán phá giá giống như các loại túi nhựa PE khác. Nhà máy hoạt động từ năm 2017, hiện tại đang hoạt động với khoảng 50% công suất, dự kiến đạt tối đa công suất giai đoạn 2020 - 2021.

3. Sự chuyển dịch cơ cấu sản xuất và bán hàng từ các sản phẩm nhựa truyền thống sang các sản phẩm xanh thân thiện với môi trường nhằm cải thiện biên lợi nhuận.

Những năm gần đây, AAA bắt đầu tập trung cho hoạt động R&D nhằm nghiên cứu phát triển các sản phẩm công nghệ cao, thân thiện với môi trường. Tại Việt Nam, AAA là đơn vị duy nhất sản xuất và kinh doanh các sản phẩm nhựa vi sinh phân hủy hữu cơ với dòng sản phẩm mang thương hiệu **AnEco**, bao gồm: các loại túi vi sinh tự hủy (túi thực phẩm, túi có quai, túi đựng rác), bộ dao – thìa - đĩa, găng tay vi sinh tự hủy, ống hút vi sinh tự hủy, cốc giấy vi sinh tự hủy. Có nguồn gốc từ tinh bột, AnEco có khả năng phân hủy thành CO₂, nước và phân hữu cơ trong điều kiện chôn lấp tự nhiên hoặc công nghiệp. Đối với việc sản xuất bao bì tự hủy thì yếu tố nguyên vật liệu đầu vào giá thành còn cao và chỉ có một số ít nhà cung cấp trên thế giới. AAA hiện là nhà sản xuất bao bì nhựa duy nhất ở Việt Nam nhập trực tiếp hạt nhựa tự hủy từ BASF CHLB Đức – Tập đoàn hóa chất lớn nhất thế giới.

Số lượng công ty trên thế giới sản xuất hiện mới có khoảng 10 công ty, trong đó có 4 công ty hàng đầu tại Pháp, Đức, Italia và Trung Quốc. Đây là sản phẩm sẽ tiếp tục giúp AAA thâm nhập vào các thị trường xuất khẩu, đặc biệt là EU. EU có kế hoạch cắt giảm việc sử dụng 80% lượng túi ni-lông vào năm 2019 bằng việc yêu cầu các quốc gia sử dụng các biện pháp khác nhau (đánh thuế, hạn chế hoặc cấm sử dụng) để hạn chế sử dụng túi ni lông và cấm nhiều sản phẩm nhựa dùng một lần và tái chế toàn bộ bao bì nhựa vào năm 2030. Đến nay, các sản phẩm nhãn hiệu ANEco đã được xuất khẩu đến các quốc gia thuộc châu Âu với sản lượng trung bình gần 9.000 tấn/tháng.

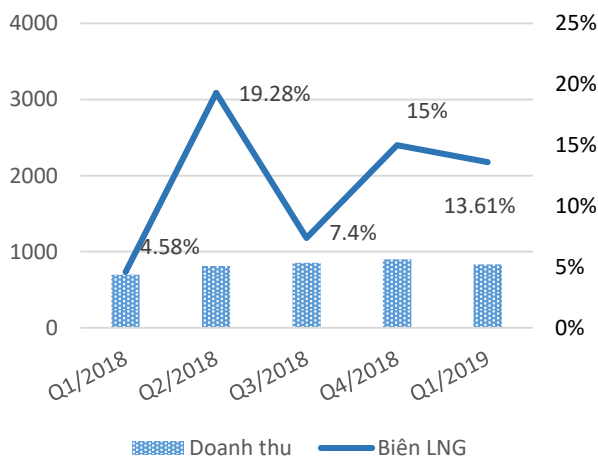


Tại thị trường Mỹ, New York và California là hai bang cấm sử dụng hoàn toàn túi nhựa dùng 1 lần, có hiệu lực từ năm 2019. Ngoài ra, cơ hội từ cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khi sản phẩm bao bì nhựa của Trung Quốc bị áp thuế 25% cũng sẽ tạo điều kiện giúp AAA phát triển dòng sản phẩm và thâm nhập vào thị trường Mỹ. AAA có kế hoạch xây nhà máy An Phát USA tại Mỹ, chuyên sản xuất túi vi sinh phân hủy hoàn toàn, túi PE và các sản phẩm thân thiện với môi trường. Dự kiến sẽ bán sản phẩm trong quý 1/2020, trước mắt phục vụ thị trường Bắc Mỹ.

Việt Nam là nước đứng thứ tư trong danh sách những quốc gia xả rác thải nhựa nhiều nhất trên thế giới (nghiên cứu công bố tháng 12/2017). Hiện nay, các nỗ lực nhằm giảm chất thải nhựa cũng đang được xúc tiến ngày càng tích cực. Phù hợp với xu thế, sản phẩm túi tự hủy của AAA cũng đang hiện diện trên hệ thống các siêu thị tại Việt Nam từ cuối năm 2018. Ngoài ra, AAA cũng đã đạt được thỏa thuận với các hãng bay như Vietnam Airlines, Bamboo hay Vietjet để đưa AnEco vào phục vụ thương mại.

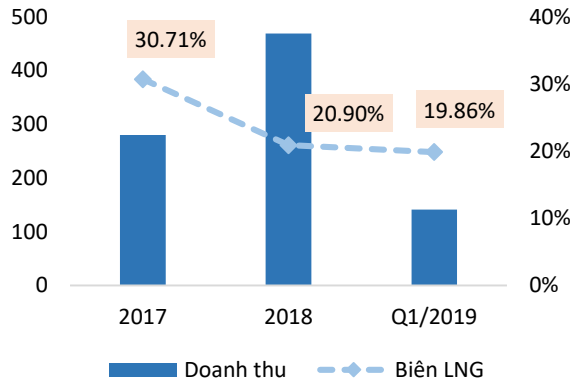
Biên LNG quý 1/2019 chỉ ở mức 13.61% do giá dầu đã có xu hướng phục hồi trong Q1. Tuy nhiên phần doanh thu từ sản phẩm ANEco lại có biên LNG cao khoảng 20-25%, biên lợi nhuận ròng 10-12% giúp lợi nhuận kinh doanh mảng cốt lõi được duy trì. Trong thời gian tới, mục tiêu của Công ty là duy trì biên lợi nhuận ổn định ở mức 6 -7%. Khi Công ty tăng tốc cho AnEco thì biên độ lợi nhuận từ đóng góp của mảng sản phẩm này cho AAA cũng sẽ cao hơn.

Lợi nhuận và biên LNG mảng bao bì



Mảng hạt phụ gia Calbest

Doanh thu và biên LNG mảng phụ gia



Mảng hạt phụ gia của An Phát được đóng góp từ công ty con là CTCP Nhựa và Khoáng sản An Phát – Yên Bái (HII) (AAA sở hữu 50.99% HII). Hiện công ty đang sở hữu công ty con là CTCP Sản xuất Tổng hợp An Thành với Nhà máy Sản xuất hạt nhựa phụ gia với sản phẩm độc quyền hạt Calbest (PE, PP) và Nhà máy Sản xuất bột đá siêu mịn với sản phẩm chủ lực là bột đá CaCO₃ là thành phần chủ yếu của hạt Calbest (80 – 90%). Hạt phụ gia của HII 90% phục vụ thị trường xuất khẩu, trong đó thị trường Châu Á chiếm khoảng 60%. Hiện tại, đây là mảng đem lại biên LNG ở mức 20-30%. Q1/2019, biên LNG sụt giảm chủ yếu là do diễn biến giá dầu gây ảnh hưởng đến giá cả nguyên vật liệu đầu vào của HII.

Lợi thế cạnh tranh về giá do tận dụng được nguồn nguyên liệu trong nước

Sản phẩm hạt phụ gia Callbest của HII có ưu thế cạnh tranh rất lớn so với các sản phẩm tương đương của thế giới nhờ lợi thế giá rẻ được tận dụng từ nguồn nguyên liệu sản xuất là đá vôi được cung cấp từ Yên Bái tại mỏ đá Mông Sơn và Lục Yên. Theo đánh giá thì đá vôi tại Yên Bái có chất lượng tốt nhất Việt Nam với hàm lượng CaCO₃ lớn hơn 98% với độ trắng, độ sáng đồng đều cao.

Năng lực sản xuất hạt nhựa phụ gia và bột đá CaCO₃ được gia tăng

Hiện nhà máy hạt phụ gia đã tăng công suất lên 150,000 tấn/năm và nhà máy bột đá CaCO₃ công suất 220,000 tấn/năm giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ. Với khoảng 2.000 doanh nghiệp nhựa đang hoạt động trong nước, phần lớn là các doanh nghiệp nhỏ và vừa. Chúng tôi đánh giá thị trường trong nước dành cho sản phẩm Calbest còn khá nhiều dư địa tăng trưởng. Việc tăng quy mô An Phát-Yên Bái một mặt giúp AAA đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu CaCO₃ đầu vào, mặt khác cũng giúp AAA gia tăng một phần lợi nhuận từ mảng hoạt động tiềm năng này. Thống kê 3 tháng đầu năm 2019, tổng sản lượng tiêu thụ hạt phụ gia của HII lên tới hơn 17.000 tấn. Số lượng khách hàng của HII liên tục tăng mạnh với trung bình 10 khách hàng mới trong và ngoài nước tăng thêm mỗi tháng. Tổng sản lượng tiêu thụ dự kiến năm 2019 đạt 180.000 tấn.

Phát triển dự án làm hạt phụ gia cao cấp giúp tiết kiệm chi phí trong các công đoạn sản xuất

Trong chiến lược năm 2019, HII sẽ phát triển dự án Compound tại An Phát Complex (tiền thân là KCN Kenmark của Đà Loan). Đây là dự án làm hạt phụ gia Compound cao cấp, giúp giảm chi phí trong công đoạn phối trộn sản phẩm, đặc biệt là Compound Bio cho sản xuất các sản phẩm nhựa thân thiện với môi trường. Dự kiến 2 nhà

máy mới sẽ được triển khai tại Hải Dương trong nửa cuối 2019 gồm 1 nhà máy nguyên liệu nhựa và 1 nhà máy sản xuất hạt nhựa kỹ thuật.

Mảng vận tải và thương mại hạt nhựa

Kinh doanh vận tải có quy mô còn khiêm tốn

An Tín là công ty con của HII hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh vận tải. Ngoài phục vụ cho các công ty thành viên thì An Tín còn thực hiện vận chuyển cho các doanh nghiệp ngoài. Hiện tại doanh thu từ mảng vận tải đóng góp tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu của AAA (3%-5%).

Hoạt động kinh doanh thương mại hạt nhựa với tiềm năng tăng trưởng lớn nhờ ký kết hợp đồng tiêu bao.

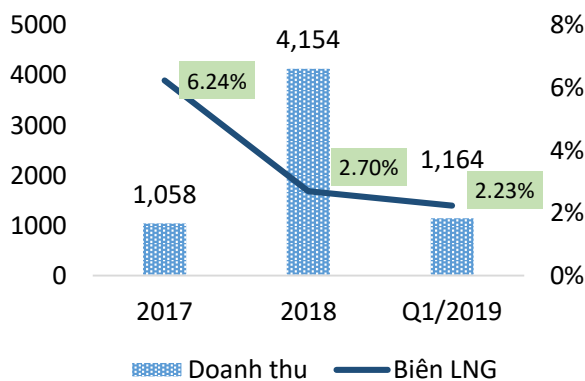
CTCP Sản xuất tổng hợp An Thành – công ty con của HII hiện đã trở thành doanh nghiệp sở hữu mạng lưới phân phối lớn thứ hai về nguyên vật liệu ngành nhựa Việt Nam. Công ty hiện nay đang là đối tác trực tiếp với các nhà cung cấp hạt nhựa lớn nhất trên thế giới. Với tiềm năng hơn 2,000 doanh nghiệp sản xuất trong ngành bao bì nhựa nên cơ hội cho mảng thương mại nội địa của AAA là khá lớn.

Năm 2018, tổng sản lượng bán hạt nhựa đạt hơn 135.000 tấn/năm, đóng góp doanh thu tới 4.154 tỷ đồng trong năm 2018 nhưng biên LNG mang lại rất thấp, chỉ ở mức 2.7% năm 2018. Lợi nhuận lại không bắt kịp đà tăng của doanh thu. Ngoài ra, lợi nhuận 2018 giảm cũng do hợp đồng bao tiêu hạt nhựa PP trong nước với BSR bị trì hoãn tiến độ ký kết, khiến lợi nhuận thương mại bị ảnh hưởng nhiều bởi biến động tỷ giá (tỷ giá USD/VND năm 2018 tăng khoảng 2.7%). T1/2019, hợp đồng này tiếp tục được triển khai, AAA sẽ được đảm bảo phân phối tối thiểu 35% hạt nhựa PP từ BSR. Giá bao tiêu sẽ rẻ hơn mua trên thị trường khoảng 2-3% (20-30USD/ tấn). Q1/2019, biên LNG mảng kinh doanh này vẫn chỉ ở mức 2.2% chủ yếu là do diễn biến giá hạt nhựa có xu hướng tăng trong quý này.

Triển vọng dài hạn nhờ các dự án tại An Phát Complex với sản phẩm có hàm lượng công nghệ cao

Q2/2018, AAA đã chào bán cổ phiếu ra công chúng cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1, thu về 1,170 tỷ đồng nhằm nâng vốn tại Công ty TNHH KCN Kỹ thuật cao An Phát để đầu tư 3 nhà máy tại KCN Kỹ thuật cao An Phát Complex – trước đây là KCN Việt Hòa. Các dự án này đã hoàn thành lắp đặt và chạy thử trong quý 4/2018 dự kiến sẽ đi vào hoạt động chính thức quý 1/2019.

Doanh thu và lợi nhuận từ thương mại hạt nhựa



Dự án của AAA

Dự án	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Sản phẩm	Công suất thiết kế	Thời điểm khởi công	Thời điểm đi vào hoạt động
An Vinh	532	Bao bì công nghiệp cho công nghiệp đóng gói	1.25 triệu bao/tháng	T6/2018	12/2019
An Cường	548	Tấm nhựa ép dùng trong xây dựng	1 triệu m ² /năm	T6/2018	Q1/2019
An Trung	360	Linh kiện nhựa ép kỹ thuật cho các sp nhựa gia dụng, thiết bị gia dụng điện tử	100 triệu sp/năm	T6/2018	Q1/2019

Nhà máy sản xuất bao bì công nghiệp An Vinh

Sản phẩm: bao bì dệt PP (FIBC), bao Sling và Jumno với chuỗi giá trị khép kín từ hạt nhựa đến thành phẩm.

Thị trường: nội địa và xuất khẩu tới Nhật Bản, Đông Nam Á....

Lợi thế cạnh tranh: chi phí đầu vào, bao gồm chi phí sản xuất tại Việt nam thấp hơn và nguồn nguyên liệu rẻ hơn do đã đạt được thỏa thuận bao tiêu 35% sản lượng PP của BSR (khoảng 45.000 tấn/năm) và nguồn bột đá từ HII. Nhà máy sẽ đi vào hoạt động từ tháng 12/2019 với công suất thiết kế là 13.200 tấn/năm. Sản phẩm dành cho xuất khẩu sang Nhật Bản và các nước ASEAN. Dự án này sẽ kỳ vọng sẽ có thể đem lại doanh thu dự kiến 900 tỷ đồng, biên lợi nhuận ròng ước tính 15% khi vận hành hiệu quả đạt hết công suất.

Nhà máy sản xuất vật liệu kiến trúc công nghệ cao An Cường

Sản phẩm: Tấm ốp tường, trần, sàn nhựa, phào trang trí nội thất mang thương hiệu Anpro.

Thị trường: Thị trường mục tiêu dự kiến sẽ là 70% nội địa và 30% xuất khẩu. Hiện tại An Cường đã có hệ thống khoảng 30 đại lý và nhà phân phối cùng với 3 showroom tại 3 miền Bắc, Trung, Nam với thương hiệu AnPro. An Cường đã đi vào hoạt động chính thức với công suất khoảng 700 nghìn m²/năm tương đương với 70% CSTK.

Khả năng cạnh tranh: các sản phẩm tấm ốp có tính thẩm mỹ cao và có nhiều đặc tính mới do được phủ công nghệ màng UV 3 lớp (chống ẩm, chống thấm cao; cách âm –nhiệt; ngăn chặn lửa; không

bong tróc...). So với mức giá của các sản phẩm khác như ốp đá, ốp gỗ,... giá công bố của sản phẩm này thấp hơn 20-30%. Đặc biệt, tấm ốp Anpro là sản phẩm đầu tiên được sản xuất trong nước bằng công nghệ Đức, do đó giá thành sản xuất được tiết giảm tối đa so với các sản phẩm nhập khẩu cùng loại.

Nhà máy sản xuất linh kiện nhựa An Trung Industries

Sản phẩm: Linh kiện nhựa ép kỹ thuật cho các sản phẩm nhựa gia dụng, thiết bị gia dụng điện tử, thiết bị di động, ô tô xe máy....

An Trung tập trung sản xuất chủ yếu các sản phẩm linh kiện nhựa điện tử với sản lượng khoảng 9.000.000 sản phẩm/tháng nhằm cung ứng cho các doanh nghiệp FDI. Đây là một điểm nhấn cột mốc quan trọng khi AAA bước chân sang một lĩnh vực mới ngoài thị trường bao bì. Từ tháng 3/2019, An Trung đã chính thức trở thành nhà cung ứng cấp 2 cho Elentic – một vệ tinh của Sam Sung, và sẽ trở thành nhà cung cấp cấp 1 của Samsung dự kiến quý 1/2020. Ngoài Samsung, hiện nay, An Trung có khoảng 10 khách hàng lớn khác là các tập đoàn đa quốc gia và các doanh nghiệp lớn của Việt Nam.

Ngoài ra, Tập đoàn An Phát Holdings – Công ty mẹ của AAA cũng đã bắt tay với Tập đoàn Vingroup (tháng 11/2018) để thành lập Công ty TNHH Linh kiện Nhựa Ô tô VinFast - An Phát (VAPA) với mục tiêu chính là cung cấp phụ tùng, linh kiện nhựa cho việc sản xuất ô tô, xe máy. Về năng lực sản xuất, VAPA có khả năng cung cấp bộ linh kiện nhựa cho khoảng 250.000 xe ô tô và 500.000 xe máy/năm. Nhà máy sẽ chính thức hoạt động, chạy thử sản phẩm vào tháng 6-2019 trước khi đi vào sản xuất đồng loạt. Đây sẽ là cơ hội để AAA tận dụng thế mạnh của mình trong ngành sản xuất linh kiện nhựa nhờ nhà máy An Trung...

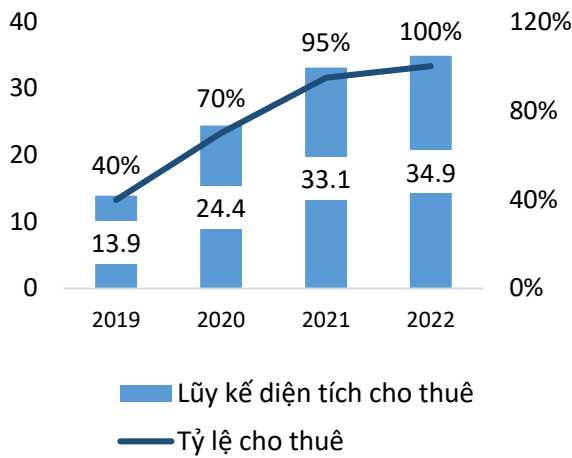
Sự chuyển mình thuận lợi sang kinh doanh KCN

Quý IV năm 2018, AAA phát hành 400 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền cho nhà đầu tư nước ngoài, mục đích hợp tác kinh doanh với An Phát Complex để xây dựng, phát triển hạ tầng khu công nghiệp.

Khu công nghiệp An Phát Complex, trước đây là KCN Việt Hòa – Kenmark với diện tích 46.38 ha tại Hải Dương, trong đó đất xây dựng nhà máy 34,99ha, có vị trí chiến lược nằm ở Quốc lộ 5 nối Hà Nội và Hải Phòng. Với diện tích này, AAA có khả năng xây tối đa 26 block. Hiện tại KCN đã có tổng cộng 14 block, trong đó AAA sử dụng 8 block và 6 block dự kiến bán và cho thuê. 5 block đã đưa vào vận



Kế hoạch khai thác KCN An Phát Complex



hành từ 2018 với tỷ lệ khai thác ở mức 10%. AAA, phần đầu tỷ lệ khai thác năm 2019 là 40%.

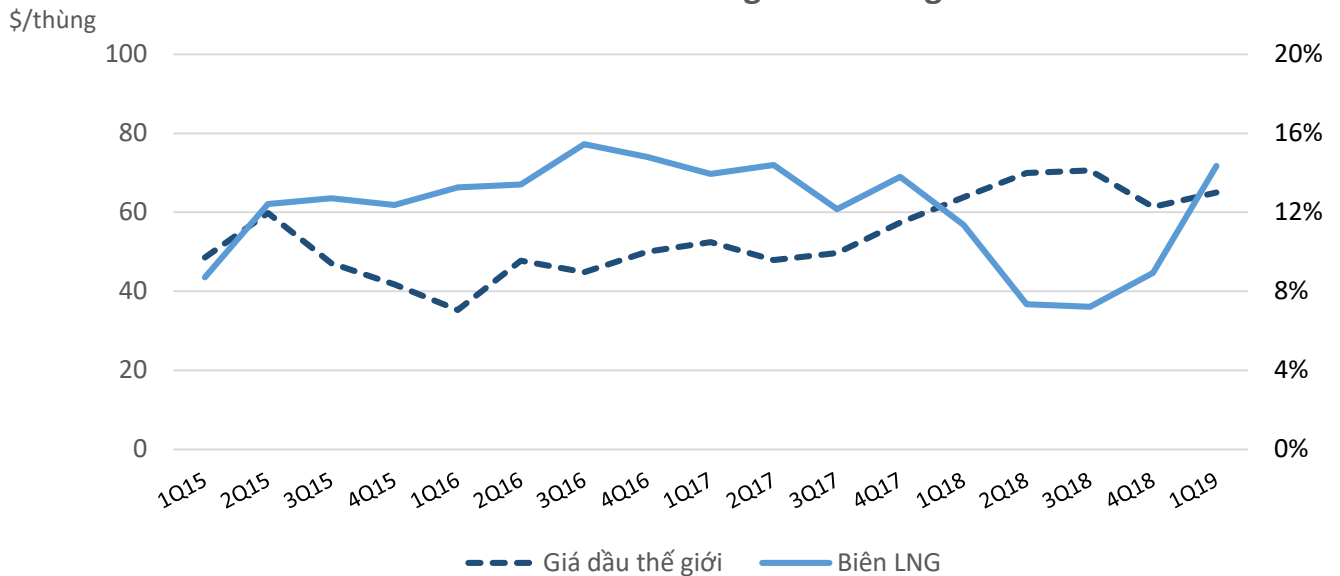
Q1/2019, AAA lần đầu tiên ghi nhận doanh thu từ cho thuê KCN. Công ty đã cho thuê khoảng 50,000m² cùng với bán 3 khối nhà máy với khách hàng Leo Paper Group – Tập đoàn bao bì giấy hàng đầu từ HongKong, thu về 470 tỷ đồng doanh thu và 169 tỷ đồng vào lợi nhuận hợp nhất. Sang Q2/2019, hoạt động này sẽ tiếp tục khởi sắc với thông tin tiếp tục thuê thêm 35,000m² từ Tập đoàn này và 11,000 m² từ 1 khách hàng khác bên HongKong.

Hiện tại AAA cũng đang trong quá trình đàm phán với khách hàng đến từ Đài Loan (Trung Quốc), nếu thương vụ thành công, dự kiến khách hàng sẽ thuê 10 block nhà xưởng. Sau những thương vụ trên, tỷ lệ lấp đầy hiện nay là 55-60% diện tích và dự kiến đến cuối năm 2019, tỷ lệ này sẽ đạt từ 75-80%, vượt khỏi kế hoạch AAA đã đề ra.

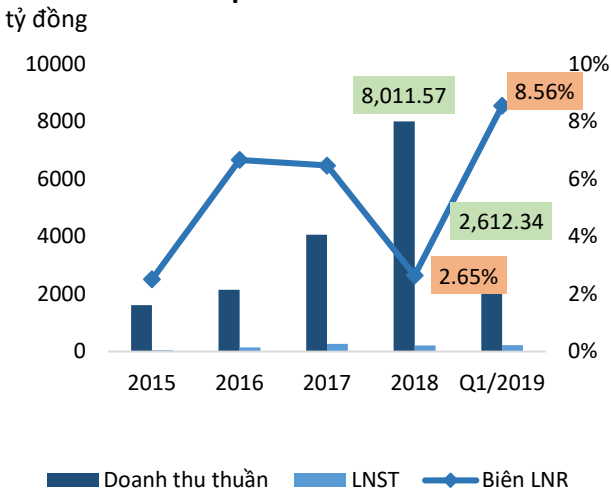
Phân tích tình hình tài chính

Triển vọng kinh doanh tích cực với biên lợi nhuận mang lại cơ hơn

Biên LNG và giá dầu thế giới



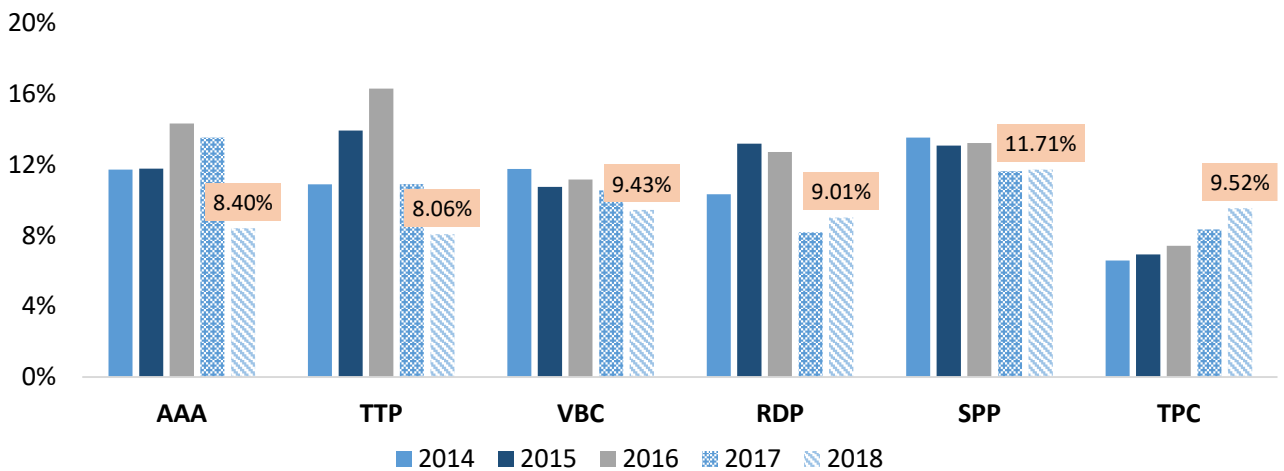
Kết quả kinh doanh



Doanh thu thuần hợp nhất đạt hơn 8.019 tỷ đồng, tăng 97% so với năm 2017, đạt 134% kế hoạch đặt ra, LNST hợp nhất đạt 212 tỷ đồng, giảm 19% so với năm 2017. Biên lợi nhuận của AAA sụt giảm mạnh từ 6.5% xuống 2.6%. Sản lượng túi tiêu thụ năm 2018 ước đạt khoảng 84.991 tấn, tăng 21% so với năm 2017 và đạt khoảng 89% công suất thiết kế mẩu túi ni lông của AAA.

So với các DN trong ngành, AAA có mức biên lợi nhuận gộp ở mức cao. Đặc biệt là năm 2017, biên LNG đạt 13.52%, cao nhất trong số 5 DN trên. Năm 2018, biên LNG sụt giảm còn ở mức 8.40% do chính sách giữ bình ổn giá bán mẩu bao bì trong bối cảnh biến động giá nguyên vật liệu có xu hướng tăng, tăng công suất hoạt động hai nhà máy 6 và 7 và mục tiêu chiếm lĩnh thị trường để làm bệ phóng cho năm 2019.

Biên LNG của AAA so với các DN trong ngành



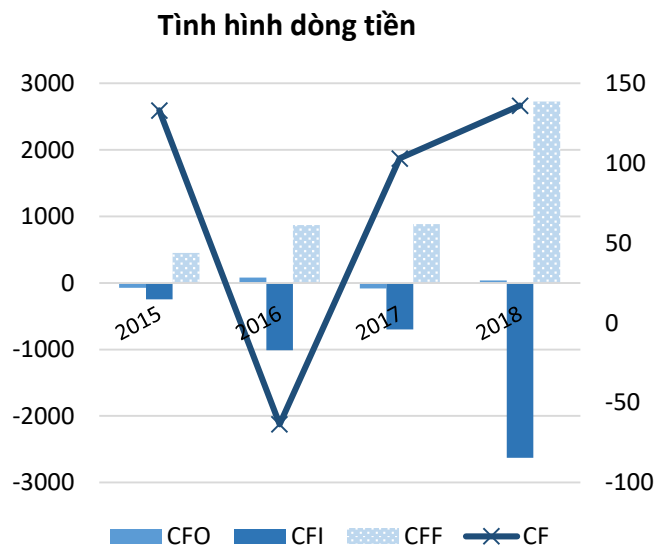
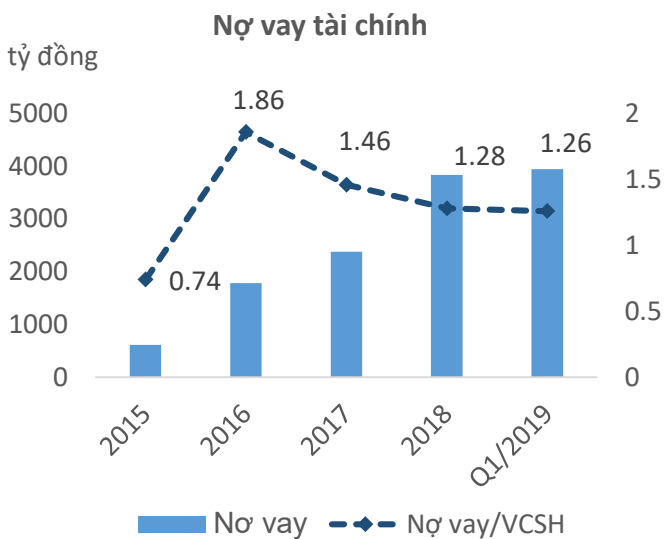
Năm 2019, AAA đặt mục tiêu doanh thu đạt 10.000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 510 tỷ đồng, gấp 2.8 lần so với năm trước. AAA đã có một khởi đầu ấn tượng trong năm 2019 với KQKD quý 1 tăng trưởng vượt bậc: 2.612 tỷ doanh thu (tăng 102% YoY) và 224 tỷ đồng LNST (tăng 273% YoY) với mức biên LNG cao 14.3% và biên LNR 8.5%. Trong mẩu kinh doanh truyền thống chỉ đạt mức tăng trưởng doanh thu vừa phải 11.5%, biên LNG giảm còn 13.3% nhưng được đánh giá là có sự cải thiện do diễn biến hồi phục của giá dầu trong quý và xu hướng sản xuất kinh doanh các sản phẩm mang lại giá trị gia tăng cao. Yếu tố chính góp phần và KQKD Q1 đến từ kinh doanh KCN. Trong thời gian thế, xu thế tiêu dùng những sản phẩm

thân thiện với môi trường ngày càng phổ biến có thể gây sụt giảm doanh thu kinh doanh túi ni lông truyền thống, do vậy AAA cần có kế hoạch đẩy nhanh việc chuyển đổi sang kinh doanh túi thân thiện với môi trường.

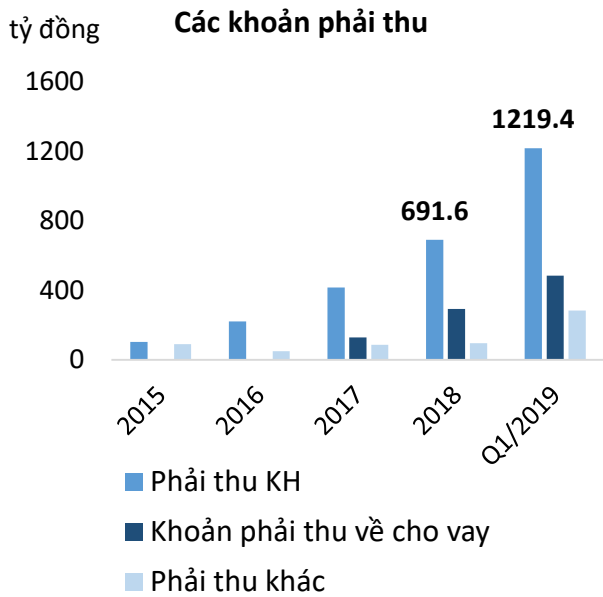
Nợ vay tài chính tăng mạnh, dòng tiền được tài trợ chủ yếu bằng dòng tiền tài chính

Nợ vay tài chính của AAA đặc biệt tăng mạnh từ năm 2016, kết thúc quý 1/2019 ở mức 3,947 tỷ đồng. Trong đó, vay nợ ngắn hạn tăng chủ yếu để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động, đặc biệt là hàng tồn kho và các khoản phải thu khách hàng. Khoản nợ vay dài hạn chủ yếu do công ty phát hành trái phiếu kèm chứng quyền kỳ hạn 3 năm

trong Q4/2018. Tỷ lệ nợ vay/ VCSH ở mức 1.26 lần. Chi phí lãi vay của AAA mặc dù có xu hướng tăng nhanh nhưng cơ cấu nguồn vốn được đánh giá là khá an toàn với chỉ số thanh toán hiện hành là 1.24 lần, thanh toán lãi vay là 3.02 lần.



Việc nới lỏng chính sách bán hàng nhằm mục tiêu mở rộng thị trường và tích trữ hàng tồn kho cho các dự án sắp triển khai, CFO không được cải thiện như kỳ vọng. Do vậy, CFI hoàn toàn được tài trợ từ CFI.



Các khoản phải thu tăng nhanh, đặc biệt liên quan đến các khoản cho vay chéo giữa các công ty trong Tập đoàn

Các khoản phải thu khách hàng tăng nhanh, Q1/2019 tăng 87% nhưng không được chi tiết trong BCTC. Các khoản phải thu về cho vay ngắn hạn cũng tăng mạnh, chủ yếu là các khoản vay tín chấp hầu hết liên quan đến Tập đoàn Công ty mẹ và các công ty con trong Tập đoàn. Các khoản phải thu khác tăng 185% liên quan đến thu lãi từ các khoản cho vay Công ty mẹ và các bên liên quan.

Dự phóng

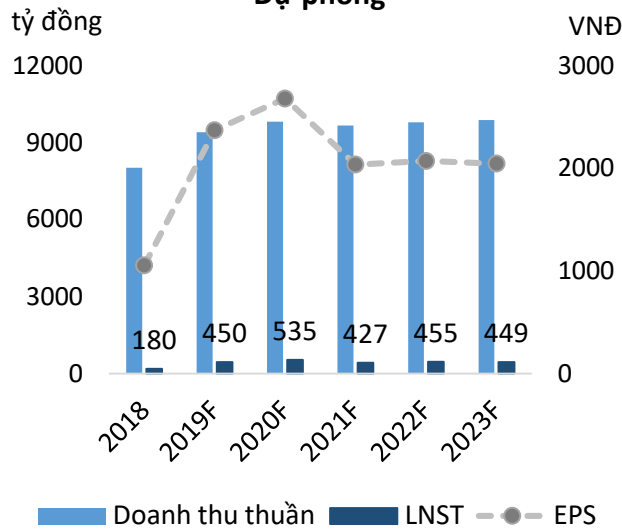
Với kết quả kinh doanh vượt trội trong Q1/2019. Chúng tôi kỳ vọng năm 2019 sẽ là năm AAA có sự tăng trưởng vượt trội nhờ những triển vọng đã được đề cập trong báo cáo này. Dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận ròng của AAA năm 2019 đạt lần lượt 9403 tỷ đồng (tăng 17%YoY) và 450 tỷ đồng (tăng 149%YoY). Quan điểm dự phóng như sau:

- **Mảng bao bì:** đóng góp doanh thu 3,991 tỷ. Sản lượng bao bì tiêu thụ kỳ vọng tăng 20% nhờ gia tăng công suất nhà máy số 6, số 7, trong đó đóng góp doanh thu từ sản phẩm túi tự hủy chiếm khoảng 20-25%. Biên LNG cũng được cải thiện ở mức trên 15% do gia tăng tỷ trọng tiêu thụ sản phẩm hạt vi sinh tự phân hủy với giá bán cao hơn và kỳ vọng diễn biến tích cực từ giá dầu.

- **Mảng thương mại:** Doanh thu đến từ hoạt động thương mại hạt nhựa sẽ không có sự biến động nhiều so với 2019. Trong đó có khoảng 30% doanh thu đến từ kinh doanh hạt nhựa PP cho BSR. Biên LNG đến từ kinh doanh cho BSR sẽ cao hơn khoảng 4% -4.5% do giá nhựa thấp hơn 2-3%, còn lại với mức 2-2.5%, phụ thuộc vào diễn biến giá dầu.

- **Mảng KCN:** Chúng tôi ước tính, phần hạ tầng KCN cho thuê sẽ được lấp đầy trong năm 2020. Năm 2019, tổng diện tích nhà xưởng đã cho thuê là gần 10ha, trong đó, ghi nhận khả năng ghi nhận doanh thu cho thuê từ việc kí hợp đồng 10 block với đối tác bên Đài Loan. AAA sẽ tiếp tục ghi nhận phần doanh thu từ việc cho thuê nhà xưởng ở những năm sau với mức biên lợi nhuận gộp 50%.

- **Mảng phụ gia và kinh doanh vận tải:** Sản xuất và kinh doanh hạt phụ gia tăng trưởng 20% nhờ diễn biến tích cực từ giá dầu và số lượng sản phẩm tiêu thụ mà HII đã đạt được trong Q1. Ngoài ra, việc chuyển sang sản xuất các Compound cao cấp sẽ giúp HII đạt được kỳ vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Hoạt động kinh doanh vận tải vẫn sẽ được duy trì ổn định như năm 2018.

Dự phóng


- **Doanh thu từ 3 nhà máy mới:** An Phát Holdings nắm cổ phần kiểm soát ở các công ty này (An Vinh, An Cường và An Trung). Do không nắm được thông tin cụ thể về tỷ lệ sở hữu của AAA tại những công ty này nên chúng tôi chưa đưa tiềm năng lợi nhuận từ đây vào mô hình dự báo cho AAA.

- **Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp:** tăng khoảng 18.4% và bằng 4.5% doanh thu thuần do công ty đang mở rộng thị trường tiêu thụ nội địa.

- **Số lượng cổ phiếu lưu hành:** Tháng 11/2018, AAA đã phát hành thành công 400 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền. Theo đó, mỗi trái phiếu khi phát hành sẽ kèm theo 10 chứng quyền. Mỗi chứng quyền sẽ tương đương với quyền mua 10.000 cổ phiếu với giá không thấp hơn 14.000 đồng/CP và không cao hơn 14.500 đồng/CP. Chứng quyền có thể được thực hiện trong 4 đợt: đợt 1 vào 08/11/2019, đợt 2 vào 08/05/2020, đợt 3 vào 08/11/2021 và đợt 4 vào 08/05/2022. Chúng tôi ước tính tỉ lệ pha loãng EPS dựa trên giả định sẽ có 1.000 chứng quyền thực hiện vào mỗi đợt tương đương với 10 triệu cổ phiếu được phát hành. Ngoài ra, AAA cũng đã thông qua phương án phát hành 8,5 triệu cổ phiếu ESOP cho người lao động, tương đương với 4.96% tổng số cổ phiếu đang lưu hành.

Kết quả dự phóng như sau:

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2017A	2018A	2019F
Doanh thu thuần	4069.61	8011.57	9403.05
Giá vốn hàng bán	3519.22	7338.64	8257.60
Lợi nhuận gộp	550.39	672.94	1145.44
Doanh thu hoạt động tài chính	55.78	61.52	84.97
Chi phí tài chính	95.05	208.59	220
Chi phí bán hàng	105.72	156.56	235.08
Chi phí quản lý doanh nghiệp	79.32	123.62	188.06
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	326.06	245.69	587.28
Lợi nhuận khác	1.99	8.30	0
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	328.05	253.98	573.22
Lợi nhuận sau thuế	263.36	212.15	481.57
Lợi ích của cổ đông thiểu số	40.02	31.89	31.89
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty mẹ	223.34	180.26	449.68
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (*) (VNĐ)	3.43	1.12	2.37

Định giá

Trong tương lai, câu chuyện dài hạn ở AAA sẽ được kỳ vọng lớn nhờ việc gia tăng công suất nhà máy và sự thay đổi trong thị hiếu

của người tiêu dùng chuyển từ sử dụng bao bì truyền thống sang bao bì thân thiện với môi trường. Mặc dù doanh thu thuần có xu hướng giảm do doanh thu sản phẩm nhựa truyền thống giảm, nhưng được bù lại một phần nhờ doanh thu của các sản phẩm nhựa thân thiện và biên lợi nhuận liên tục được cải thiện. Đóng góp từ hoạt động kinh doanh hạt phụ gia cũng sẽ cho biên lợi nhuận cao hơn. Hoạt động cho thuê nhà xưởng tại KCN sẽ tiếp tục diễn ra tích cực và lấp đầy vào năm 2020.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định

Lãi suất chiết khấu	9.76%
Beta	0.33
Phần bù rủi ro thị trường	10.96%
Lãi suất phi rủi ro	5%
Chi phí vốn chủ sở hữu	8.65%
Chi phí vốn vay	10.50%
Tỷ lệ nợ	0.6
Tỷ lệ VCSH	0.4
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
LN từ HĐKD	737.28	617.46	713.23	747.61	740.67
Lãi vay sau thuế	144	144	144	144	144
Khấu hao	212	180	230	250	270
Đầu tư XDCB	650	400	200	200	200
Thay đổi VLĐ	340	300	300	300	300
FCFF	103.28	241.46	587.23	641.61	654.67
GT cuối cùng	8603.44				
GTDN	6991.90				
Nợ vay	3835.00				
Tiền +đầu tư tài chính ngắn hạn	1366.37				
Lợi ích cổ đông thiểu số	390.00				
Giá trị vốn hóa	4133.27				
Số lượng cổ phần	189.70				
Giá trị hợp lý (1000 VNĐ)	21.79				

Định giá theo phương pháp P/E

Hiện AAA đang giao dịch với P/E bằng 8.4 lần, thấp hơn 24.3% so với P/E trung bình ngành sản xuất nhựa cả trong nước và khu vực là 11.1x. Với những triển vọng đã được đề cập trong báo cáo này, chúng tôi định giá cổ phiếu AAA với mức P/E kỳ vọng bằng với mức

10. Tuy nhiên nhà đầu tư vẫn nên thận trọng trước rủi ro pha loãng cổ phiếu trong thời gian tới.

Chỉ tiêu

LNST dự phóng 2019 (tỷ đồng)	449.68
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	189.7
EPS dự phóng (VNĐ)	2,370
P/E mục tiêu	9.4
Giá mục tiêu (VNĐ)	22,300

Kết hợp hai phương pháp với tỷ lệ 50:50, chúng tôi dự báo mức giá hợp lý của AAA trong thời gian tới sẽ vào khoảng **22,000 đồng/ cổ phiếu**. Từ đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** cho cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

KẾT QUẢ HĐKD	2015A	2016A	2017A	2018A	BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2015A	2016A	2017A	2018A
Doanh thu thuần	1,615	2,144	4,070	8,012	Tiền & tương đương	470	407	510	645
Giá vốn	1,425	1,837	3,519	7,339	Phải thu NH	364	456	961	1,613
Lãi gộp	190	307	550	673	Tồn kho	214	451	537	863
Chi phí bán hàng	75	57	106	157	TSNH khác	24	49	85	147
Chi phí quản lý	42	63	79	124	Tài sản NH	1,072	1,362	2,143	3,989
DT HĐ tài chính	22	30	56	62	Phải thu DH				21
Chi phí tài chính	50	54	95	209	TS cố định	637	1,434	2,299	2,199
Lợi nhuận khác	2	1	2	8	TS dở dang DH	191	215	98	1,208
LN Công ty LD, LK	-	-	-	-	BĐS đầu tư	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	51	167	328	254	Đầu tư TC DH	43	44	-	48
Thuế TNDN hiện hành	10	24	64	43	TS DH khác	13	22	36	63
Thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-1	Lợi thế thương mại	-	-	-	-
LN sau thuế	41	143	263	212	Tài sản DH	883	1,716	2,433	3,540
LNST cổ đông thiểu số	1	1	140	32	TỔNG TÀI SẢN	1,955	3,078	4,576	7,529
LNST (Công ty mẹ)	40	142	223	180	Phải trả người bán	201	304	519	623
EBIT	74	193	408	379	Phải trả NLD	5	9	13	20
EBITDA	158	286	576	624	Vay & nợ NH	439	801	1,418	2,492
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng trưởng (%)					DT chưa thực hiện	-	-	-	-
Doanh thu	3.45	32.78	89.83	96.86	Tổng nợ	1,135	2,123	2,951	4,549
Lợi nhuận gộp	3.86	61.76	79.26	22.27	Vốn chủ sở hữu	819	955	1,625	2,980
EBITDA	12.44	81.46	101.04	8.37	Vốn ĐT CSH	495	570	836	1,712
EBIT	22.13	159.24	110.83	(7.05)	Thặng dư	147	161	198	532
Lợi nhuận sau thuế	(14.79)	254.82	57.30	(19.29)	Lợi nhuận chưa phân phối	116	162	284	266
Tổng tài sản	37.50	57.44	48.71	64.53	Quỹ đầu tư phát triển	36	38	46	58
Vốn chủ sở hữu	5.48	16.51	70.20	83.40	Các quỹ khác	-	-	-	-
Khả năng sinh lợi (%)					Lợi ích cổ đông thiểu số	10	11	248	399
LN gộp / Doanh thu	11.76	14.32	13.52	8.40	TỔNG NGUỒN VỐN	1,955	3,078	4,576	7,529
LN HĐKD / Doanh thu	3.02	7.72	8.01	3.07	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ				
EBITDA / Doanh thu	9.79	13.38	14.17	7.80	LNTT	51	167	328	254
EBIT / Doanh thu	4.63	9.04	10.04	4.74	Khấu hao TSCĐ	83	93	168	245
LNST / Doanh thu	2.51	6.67	6.47	2.65	Chi phí lãi vay	24	27	81	126
ROA	2.37	5.64	5.84	2.98	Thay đổi VLD	1489	286	543	589
ROE	6.78	12.02	18.07	11.00	Tiền thuần từ HĐ KD	(73)	80	(81)	39
Hiệu quả hoạt động (x)					Thay đổi TSCĐ	(284)	(1,023)	(696)	(1,699)
Vòng quay phải thu	14.30	13.21	12.74	14.45	Thu hồi đầu tư góp vốn	-	-	151	18
Vòng quay HTK	8.10	5.53	7.13	10.49	Lãi cho vay, cổ tức	10	12	13	24
V/q khoản phải trả	7.88	7.27	8.55	12.85	Tiền thuần từ HĐ ĐT	(244)	(1,012)	(99)	(2,628)
Khả năng thanh toán (x)					Thu/trả lại vốn góp	-	84	407	1,418
Hiện hành	1.61	1.19	1.08	1.24	Vay/trả nợ gốc vay	453	871	575	1,443
Nhanh	1.29	0.80	0.81	0.98	Cổ tức, LN đã trả	(2)	(86)	100	(136)
Cấu trúc tài chính					Tiền thuần từ HĐTC	451	868	882	2,726
Tổng nợ/ Vốn CSH	1.38	2.22	1.81	1.52	Tiền thuần trong kỳ	133	(63)	103	136
Vay NH/ Vốn CSH	0.74	1.86	1.46	1.28	Tiền đầu năm	227	470	407	510
Vay dài hạn/ Vốn CSH					Tiền cuối kỳ	470	407	510	645

(Đơn vị: tỷ VNĐ)

(Nguồn: AAA)

Thông tin liên hệ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM
DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

TS. Đỗ Thái Hưng

Email: hungdt@dnse.com.vn

Trụ sở: Tầng 5, Tòa nhà HACCI Complex Building,
35 Lê Văn Lương, Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (024) 7304 7304

Fax: (024) 3200 8583

Website: www.dnse.com.vn

1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

** Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.