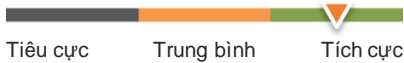


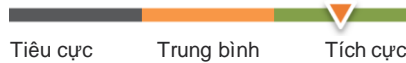
CTCP NHỰA & MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (AAA)

Giá thị trường VND19.650	Giá mục tiêu VND25.300	Tỷ suất cổ tức 9,7%	Khuyến nghị MUA	Ngành Công nghiệp
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------	---------------------------	-----------------------------

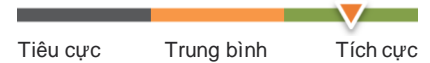
Triển vọng ngắn hạn



Triển vọng dài hạn



Định giá

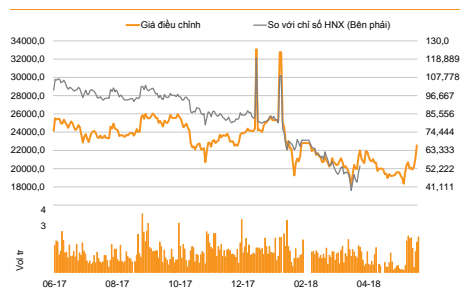


Ngày 20/06/2018

Nguyen Nhu Binh Minh

minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	33.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.101
KLGDBQ 3 tháng (tr cp)	1,1
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	22,208
Thị giá vốn (tỷ VND)	3,127
SL CP đang lưu hành (tr)	167
Free float (%)	57
P/E (x)	8,4
P/B (x)	1,6

Cơ cấu sở hữu

An Phat Holdings JSC	31,9%
Kallang Limited	7,8%
PYN Fund Elite (Non-Ucits)	6,5%

Nguồn: VNDIRECT

CTCP Nhựa và Môi trường Xanh An Phát (AAA) là nhà sản xuất và xuất khẩu bao bì nhựa hàng đầu Đông Nam Á, với công suất hiện tại đạt 8.000 tấn/tháng. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu AAA với giá mục tiêu là 25.300 đồng/cp.

AAA đang trên đà mở rộng thị trường nước ngoài tại các nước như Nhật Bản, Mỹ và châu Âu. AAA đã sản xuất thành công sản phẩm giá trị cao như bao bì tự hủy sinh học nhằm bắt kịp xu hướng tại các thị trường phát triển với các tiêu chuẩn môi trường nghiêm ngặt. Chúng tôi dự báo châu Âu sẽ là thị trường xuất khẩu chính của công ty trong năm 2018 (chiếm 58,7% tổng sản lượng) và sản lượng xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ sẽ lần lượt chiếm 23,0% và 4,5% tổng sản lượng tiêu thụ năm 2018.

AAA lên kế hoạch mở rộng sản xuất và áp dụng kiểm soát chi phí hiệu quả. Chúng tôi ước tính AAA sẽ nâng tổng sản lượng với mức tăng trưởng kép là 21,4% trong vòng 5 năm tới. AAA cũng đã áp dụng chính sách giá bán linh hoạt để để hạn chế ảnh hưởng của giá nguyên liệu bao bì nhựa tăng do giá dầu thế giới phục hồi. Vì vậy, AAA có thể duy trì biên lợi nhuận gộp (LNG) ở mức 13-14%, mặc dù giá nguyên liệu đã tăng ~65,7% trong 12 tháng qua.

AAA có triển vọng kinh doanh tích cực trong năm 2018. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST hợp nhất của AAA năm 2018 sẽ đạt 6.079 tỷ đồng (+49,4% YoY) và 306 tỷ đồng (+36,6% YoY), nhờ tăng 40,8% sản lượng và tăng 6,0% giá bán bình quân. Việc tăng cường tập trung vào sản phẩm có giá trị gia tăng cao (bao gồm bao bì tự hủy) sẽ giúp biên LNG tăng 70 điểm cơ bản và đạt 14,2% trong năm nay.

Định giá của AAA trở nên hấp dẫn nhờ tăng trưởng doanh thu và khả năng sinh lời cải thiện. AAA hiện đang giao dịch với P/E trượt là 8,4x, thấp hơn 24,3% so với P/E bình quân các doanh nghiệp cùng ngành (11,1x). Dựa trên lợi thế so sánh về quy mô và thị trường khu vực, chúng tôi cho rằng AAA xứng đáng giao dịch cùng mức với ngành. Sau khi đưa vào cả yếu tố pha loãng do phát hành cổ phiếu và ESOP, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 25.300/cp, tương ứng với mức tăng 28,8% so với giá hiện tại.

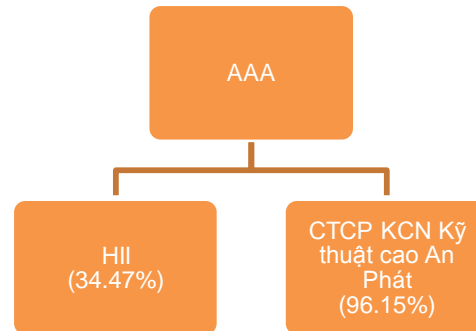
Tổng quan tài chính (VND)	12-15A	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần (tỷ)	1.615	2.144	4.070	6.079
Tăng trưởng DT thuần	3,5%	32,8%	89,8%	49,4%
Biên lợi nhuận gộp	11,8%	14,3%	13,5%	14,2%
Biên EBITDA	9,8%	13,4%	14,2%	14,9%
LN ròng (tỷ)	40	142	224	306
Tăng trưởng LN ròng	(2,4%)	255,0%	57,7%	36,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(7,5%)	278,4%	58,6%	36,9%
EPS cơ bản	951	2.855	3.725	2.277
EPS điều chỉnh	832	2.795	3.642	2.024
BVPS	16.364	16.570	16.471	16.396
ROAE	5,0%	16,2%	19,3%	14,6%

Nguồn: VNDIRECT

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

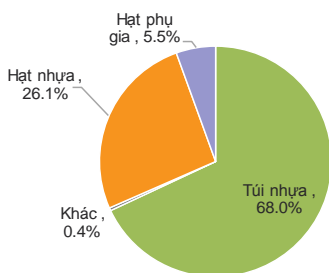
CTCP Nhựa và Môi trường Xanh An Phát (AAA) được thành lập vào năm 2002 và cổ phần hóa vào năm 2007 với vốn điều lệ đăng ký là 30 tỷ đồng. Cổ phiếu AAA được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ năm 2016.

Hình 1: Sơ đồ tổ chức của AAA



Nguồn: AAA, VNDIRECT

Hình 2: Tỷ trọng doanh thu của các mảng hoạt động của AAA năm 2017



Nguồn: AAA, VNDIRECT

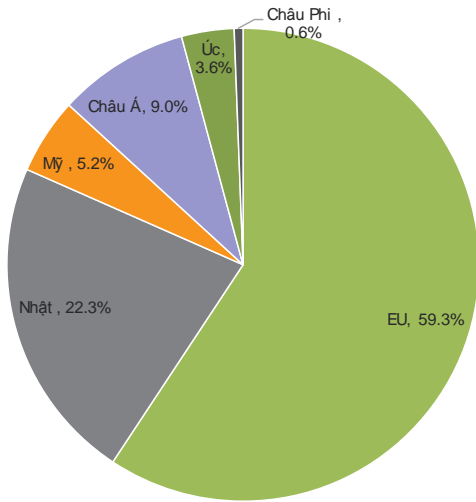
Công ty mẹ AAA chuyên sản xuất bao bì nhựa chất lượng cao bao gồm túi siêu thị, túi rác và túi tự hủy. Mảng này chiếm đến 68% tổng doanh thu của công ty trong năm 2017. CTCP Nhựa và Khoáng sản An Phát Yên Bái (HII: HOSE), công ty con của AAA, kinh doanh hạt nhựa và sản xuất hạt phụ gia Calbest (CaCO_3) được sử dụng trong sản xuất túi nhựa để giảm chi phí và làm trắng. Tuy nhiên, 10% sản phẩm hạt phụ gia của HII được sử dụng để đáp ứng nhu cầu của AAA và 90% còn lại được phân phối sang thị trường nước ngoài như châu Âu và các nước Trung Đông.

Rào cản gia nhập chính của các công ty sản xuất nhựa trong nước muốn xuất khẩu sản phẩm sang châu Âu, Mỹ và Nhật Bản là những yêu cầu nghiêm ngặt về chất lượng và thiết kế đối với các sản phẩm bao bì nhựa. Ngay từ những ngày đầu thành lập, AAA đã nhắm vào thị trường nước ngoài và tập trung vào trang bị dây chuyền sản xuất hiện đại để đáp ứng tiêu chuẩn của thị trường quốc tế. Chiến lược dài hạn của AAA cũng ưu tiên phát triển sản phẩm chất lượng cao và thân thiện với môi trường phù hợp với xu hướng của nhiều thị trường phát triển, đặc biệt là châu Âu. Điều này trở thành lợi thế cạnh tranh xuất khẩu quan trọng của AAA so với các nhà sản xuất bao bì nhựa trong nước khác.

AAA đang từng bước mở rộng thị trường nước ngoài thông qua các sản phẩm mới và kênh phân phối gián tiếp.

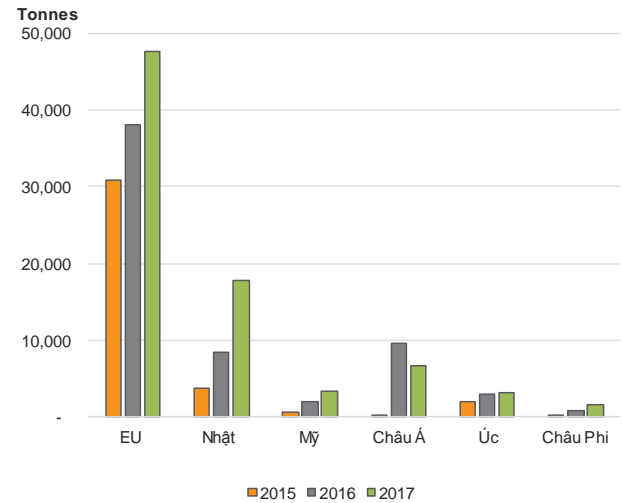
Thị trường xuất khẩu lớn nhất của AAA là Châu Âu, tuy nhiên công ty vẫn lên kế hoạch mở rộng trên các thị trường khác, đặc biệt là Nhật Bản và Mỹ. Châu Âu là thị trường chính của AAA vì không áp dụng thuế chống bán phá giá cho hàng nhựa nhập khẩu từ Việt Nam, trong khi nhựa nhập khẩu từ các nước châu Á khác như Trung Quốc phải chịu thuế chống bán phá giá 8-30%. Trong năm 2017, thị trường Châu Âu tiêu thụ gần 50.000 tấn túi nhựa do AAA cung cấp, ước tính chiếm 59,3% tổng doanh thu của AAA. Công ty hiện đang tìm kiếm cơ hội tại thị trường Nhật Bản và Mỹ. Kim ngạch xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ tăng mạnh trong giai đoạn 2016-2017, trong đó Nhật Bản đóng góp 22,3% và Mỹ đóng góp 5,2% doanh thu năm 2017.

Hình 3: Tỷ trọng các thị trường xuất khẩu của AAA



Nguồn: AAA, VNDIRECT

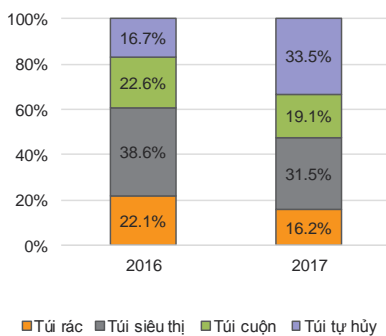
Hình 4: Sản lượng xuất khẩu của AAA tới các thị trường trong giai đoạn 2015-2017



Nguồn: AAA, VNDIRECT

Theo số liệu từ tập đoàn Sojitz của Nhật Bản, sản lượng nhập khẩu bao bì nhựa của Nhật Bản từ Trung Quốc đã giảm đáng kể từ năm 2012, trong khi sản lượng xuất khẩu của Việt Nam sang Nhật Bản lại tăng mạnh với mức tăng trưởng kép 16,3% trong giai đoạn 2012-2016. AAA cũng sẽ hưởng lợi từ các hiệp định thương mại tự do (FTAs) trong những năm tới khi thuế quan được loại bỏ trên nhiều thị trường. Chúng tôi dự báo sản lượng xuất khẩu năm 2018 của AAA sang Nhật Bản và Mỹ sẽ lần lượt đạt 30.900 tấn (+74,3% YoY) và 6.000 tấn (+84,0% YoY).

Hình 5: AAA's sales volume breakdown by product category in 2017



Nguồn: AAA, VNDIRECT

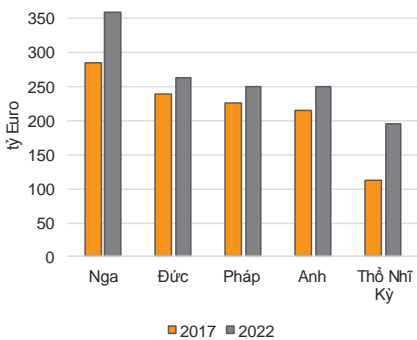
Giới thiệu các sản phẩm chất lượng cao và thân thiện với môi trường để thâm nhập sâu hơn vào các thị trường phát triển.

Những thị trường phát triển như các nước châu Âu được biết đến là có yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm và ngày càng chủ động trong việc sử dụng bao bì nhựa sinh học. Do đó, túi nhựa tự hủy sinh học được xem như sản phẩm chiến lược dài hạn mới của AAA. Sản phẩm này có những đặc điểm tương tự như túi nhựa truyền thống, nhưng có thể giảm thời gian phân hủy còn 3 tháng đến 2 năm so với túi nhựa truyền thống. Các sản phẩm tự hủy sinh học của AAA được chứng nhận đáp ứng các tiêu chuẩn Châu Âu với "Seeding logo" và chứng chỉ "OK HOME COMPOST".

Thị trường bao bì tự hủy sinh học toàn thế giới ước tính có mức tăng trưởng kép 14,6% trong giai đoạn 2018-2023, đạt 15,2 tỷ USD vào cuối giai đoạn dự báo (Nguồn: Mordorintelligence). Để bắt kịp xu hướng phát triển bền vững toàn cầu, AAA sẽ đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm bao bì tự hủy sinh học nhưng sẽ phải đối mặt với những khó khăn do nguồn nguyên liệu đầu vào còn hạn chế. Thị trường nhựa tự hủy sinh học khá nhỏ và chỉ chiếm khoảng 1% tổng sản lượng nhựa thế giới (Nguồn: Wageningen Research). Tuy nhiên, AAA đã bước đầu giải quyết vấn đề này bằng cách trở thành nhà sản xuất bao bì nhựa duy nhất tại Việt Nam có nguồn cung nguyên liệu tự hủy trực tiếp từ BASF - nhà sản xuất hóa chất lớn nhất thế giới. Công ty lên kế hoạch tăng tiếp cận nguyên liệu đầu vào và đẩy mạnh sản lượng bao bì tự hủy từ 900 tấn vào năm 2017 lên 2.000 tấn (+122,2% YoY) vào năm 2018.

Ngoài ra, AAA cũng tập trung vào sản xuất các sản phẩm bao bì nhựa chất lượng cao được ưa chuộng tại Nhật Bản sau khi đáp ứng các tiêu chí nghiêm ngặt về chất lượng sản phẩm bao bì nhựa. AAA có thể tăng gấp đôi tỷ trọng của các sản phẩm chất lượng cao (bao gồm cả bao bì tự hủy) trong tổng sản lượng bao bì nhựa từ 16,7% trong năm 2016 lên 33,5% trong năm 2017 và tương đương khoảng 24.000 tấn/năm. Chúng tôi dự đoán sản phẩm này sẽ tăng đóng góp vào sản lượng tiêu thụ của bao bì nhựa lên đến 45%-55% trong giai đoạn 2018-2022. AAA có kế hoạch chuyển dần sang sản phẩm có giá trị gia tăng cao như túi tự hủy sinh học để tăng biên lợi nhuận.

Hình 6: Top 5 thị trường bán lẻ hàng tạp hóa ở Châu Âu năm 2017 và dự báo 2022



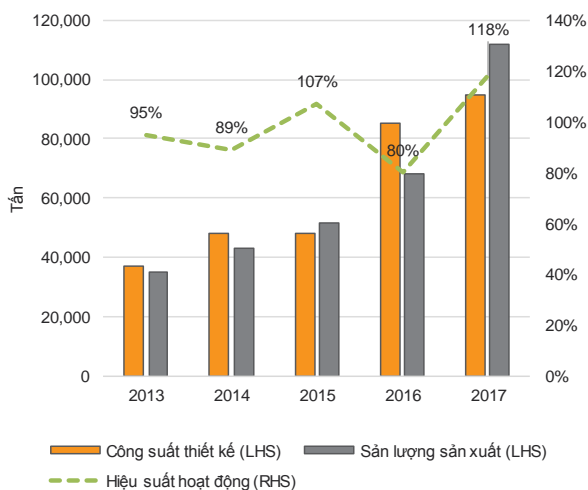
Nguồn: IGD (2018)

AAA có thể dựa vào kênh phân phối gián tiếp để tăng thị phần ở châu Âu. Ngoài việc cung cấp trực tiếp sản phẩm cho các doanh nghiệp lớn như Mitsubishi tại Nhật Bản và Walmart tại Mỹ, AAA nhắm vào khách hàng ở châu Âu thông qua các nhà phân phối lớn như Publi Embal và Compoplast. Các công ty này phân phối sản phẩm cho các chuỗi siêu thị lớn có mặt tại các thị trường châu Âu bao gồm Kaufland (Đức) và Lidl (Vương quốc Anh). Theo một nghiên cứu của IGD, thị trường bán lẻ hàng tạp hóa châu Âu ước tính có mức tăng trưởng kép 3,7% trong giai đoạn 2017-2022 và đạt 2.289 tỷ Euro vào năm 2022. Xu hướng này sẽ thúc đẩy nhu cầu bao bì nhựa ở châu Âu, đặc biệt là ở 5 thị trường hàng đầu và những chuỗi siêu thị riêng của họ. Vì vậy, thị trường châu Âu vẫn được kỳ vọng sẽ có nhu cầu mạnh mẽ trong tương lai. Trong năm 2018, châu Âu dự kiến sẽ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của AAA, chiếm 58,7% tổng sản lượng của AAA, ngay cả khi thị trường Nhật Bản và Mỹ tăng đóng góp trong tổng doanh thu.

Tình hình tài chính của AAA cải thiện nhờ tăng công suất sản xuất và áp dụng chính sách giá bán linh hoạt

AAA mở rộng công suất sản xuất bằng cách phát triển các nhà máy mới để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng ở thị trường nước ngoài. Hiện tại, công ty có 6 nhà máy sản xuất bao bì nhựa, được trang bị dây chuyền sản xuất hiện đại sử dụng công nghệ từ Đài Loan, Singapore và Nhật Bản. Hạt phụ gia Calbest (CaCO₃) được sản xuất tại nhà máy Yên Bái dùng để tiêu thụ nội bộ và cung cấp cho các nhà sản xuất nhựa trong nước và quốc tế.

Hình 7: Công suất sản xuất và sản lượng bao bì nhựa của AAA trong giai đoạn 2013-2017



Nguồn: AAA, VNDIRECT

Hình 8: Các nhà máy sản xuất

Nhà máy	Sản phẩm	Năm đi vào hoạt động	Thị trường	Công suất thiết kế (tấn/năm)
NM1	Túi đựng rác	2004	EU	10,800
NM2	Túi t-shirt và túi cuộn	2008	EU	15,600
NM3	Túi tự hủy và túi cuộn	2009	EU	10,800
NM4 (Yên Bái)	Hạt phụ gia	2009	EU, Trung Đông	220,000
NM5	Túi chất lượng cao	2014	Nhật	11,000
NM6	Túi chất lượng cao	2016-2017	Nhật	37,000
NM7	Túi rút dây	2017	Mỹ	9,600

Nguồn: AAA, VNDIRECT

Trong năm 2017, 4 nhà máy bao bì nhựa đầu tiên (Nhà máy 1, Nhà máy 2, Nhà máy 3 và nhà máy 5) đã hoạt động vượt công suất lắp đặt 48.200 tấn/năm và đạt tổng sản lượng 60.790 tấn bao bì nhựa trong năm 2017 (hiệu suất hoạt động trung bình của 4 nhà máy là 126%). Vì không còn khả năng tăng sản lượng nên AAA nhanh chóng đưa vào hoạt động Nhà máy 6 và 7, do đó tăng gần gấp đôi công suất thiết kế lên 94.800 tấn/năm. Trong năm 2018, chúng tôi kỳ vọng Nhà máy 6 sẽ tăng gấp đôi hiệu suất hoạt động từ 36,1% lên 70,0% và Nhà máy 7 sẽ tăng hiệu suất hoạt động từ 6,9% lên 35,0%. Nhìn chung, hai nhà máy này ước tính sẽ sản xuất 29.260 túi nhựa trong năm nay.

AAA sẽ phát triển Nhà máy 8 và Nhà máy 9 để góp phần đa dạng hóa danh mục sản phẩm. Gần đây AAA đã huy động hơn 1.170 tỷ đồng thông qua phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 14.000 đồng/cp để đầu tư cho 2 nhà máy này. Vì hai dự án này ước tính có tổng vốn đầu tư là 1.358,9 tỷ đồng nên số tiền còn lại sẽ được hỗ trợ thông qua các khoản vay. Đáng chú ý, AAA sẽ nâng dần tỷ lệ sở hữu ở công ty con Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát để đầu tư cho Nhà máy 9 trong giai đoạn Q2/2018 đến Q1/2019.

Hình 9: Dự án của AAA

Dự án	Chủ đầu tư	Tổng đầu tư (tỷ đồng)	Vốn góp từ việc phát hành cổ phiếu (tỷ đồng)	Tỷ trọng vốn góp từ phát hành cổ phiếu (%)	Thời điểm khởi công	Thời điểm dự kiến đi vào hoạt động
Nhà máy số 8	AAA	498,6	360,4	72,3%	Tháng 3/2018	Tháng 12/2019
Nhà máy số 9	CTCP KCN Kỹ thuật cao An Phát	860,3	810,0	94,2%	Tháng 3/2018	Quý 1/2019

Nguồn: AAA, VNDIRECT

Nhà máy số 8, với công suất thiết kế 7.200 tấn/năm, sẽ cung cấp túi nhựa tự hủy sinh học và bao bì màng phức cho ngành chế biến thực phẩm ở cả trong nước và ngoài nước. Nhà máy 9 sẽ cung cấp linh kiện nhựa ép phun để sản xuất điện thoại di động và vật liệu nhựa cho các ngành phụ trợ và công nghiệp đóng gói. Nhà máy có tổng công suất thiết kế 210 triệu sản phẩm/năm và 14.000 tấn bao bì công nghiệp/năm. Đặc biệt, màng nhựa ép phun kỹ thuật cao sẽ giúp AAA trở thành nhà 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. Công ty ước tính Nhà máy 9 sẽ đóng góp khoảng 2.362 tỷ đồng vào doanh thu hàng năm với màng nhựa ép phun chiếm 65,4% tổng doanh thu.

Hình 10: Dự phóng sản lượng sản xuất giai đoạn 2018-2022

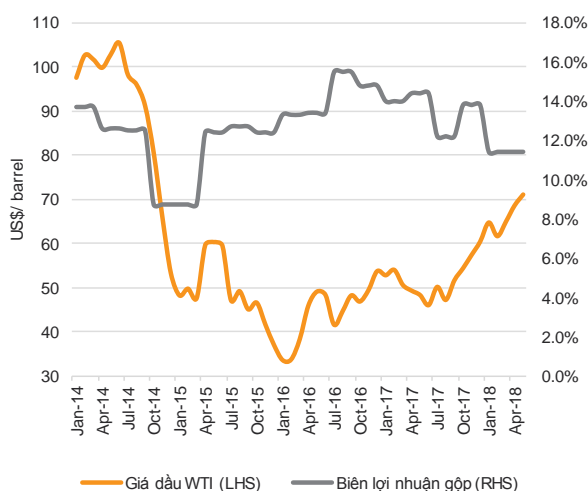
	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Bao bì nhựa (tấn)					
NM1	12.034	12.034	12.034	12.034	12.034
NM2	23.104	23.104	23.104	23.104	23.104
NM3	13.226	13.226	13.226	13.226	13.226
NM5	12.427	12.427	12.427	12.427	12.427
NM6	25.900	31.450	37.000	37.000	37.000
NM7	3.360	4.800	7.200	9.600	11.520
NM8	-	1.440	3.600	5.400	7.200
NM9	-	2.800	7.000	10.500	14.000
Total	90.051	101.281	115.591	123.291	130.511
%yoy	28,3%	12,5%	14,1%	6,7%	5,9%
Hạt phụ gia (tấn)					
Yen Bai factory	44.000	66.000	99.000	148.500	222.750
%yoy	82,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
Khác (sản phẩm)					
NM9	-	42.000	105.000	157.500	210.000
%yoy			150,0%	50,0%	33,3%

Nguồn: VNDIRECT

Chúng tôi giả định rằng Nhà máy 8 và 9 sẽ đạt công suất lắp đặt vào năm 2022 và AAA sẽ không xây dựng nhà máy mới trong 5 năm tới. Vì vậy, mảng bao bì nhựa và hạt phụ gia Calbest sẽ có tăng trưởng kép lần lượt đạt 7,7% và 38,3% trong giai đoạn 2018-2022. Đồng thời, mảng linh kiện nhựa ép phun cũng đạt mức tăng trưởng kép là 49,5% trong giai đoạn 2019-2022.

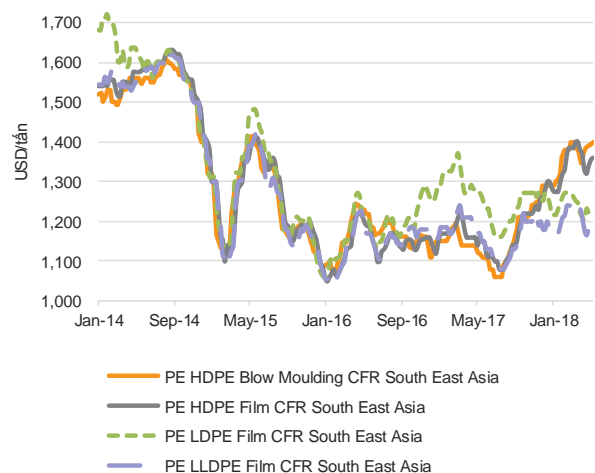
Các biện pháp được áp dụng để tránh sụt giảm biên lợi nhuận do giá nguyên liệu đầu vào tăng. Nguyên liệu chính, hạt nhựa (HDPE, LDPE), được sản xuất từ dầu và liên quan chặt chẽ đến giá dầu thô thế giới. Vì vậy, giá dầu dao động sẽ ảnh hưởng đến giá nguyên liệu của AAA và từ đó tác động đến biên lợi nhuận gộp.

Hình 11: Biến động giá dầu và sự thay đổi biên lợi nhuận của AAA



Nguồn: AAA, VNDIRECT

Hình 12: Lịch sử giá của nguyên liệu PE

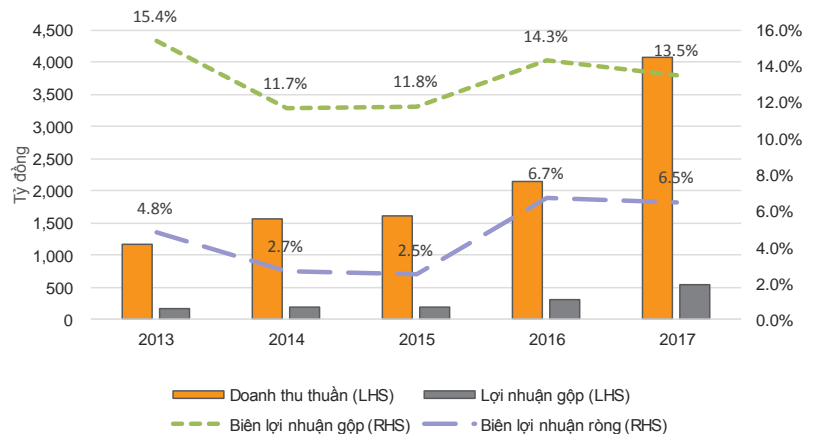


Nguồn: BLOOMBERG

Giá dầu tăng mạnh trong giai đoạn 2014-2015 đã khiến cho AAA gặp khó khăn vì khách hàng yêu cầu giá bán thấp hơn trong khi AAA đã dự trữ nguyên liệu tồn kho được mua với giá cao hơn. Do đó, doanh thu của AAA chững lại và biên lợi nhuận gộp giảm từ 15,4% trong năm 2013 xuống còn 11,8% trong năm 2015. Vì vậy, công ty đã điều chỉnh chính sách giá bán mới và xem xét lại các hợp đồng mua nguyên liệu thô để giảm thiểu rủi ro liên quan đến giá nguyên liệu tăng.

Công ty đã ngừng ký hợp đồng mua nguyên liệu dài hạn và thay vào đó chuyển sang đơn đặt hàng ngắn hạn với điều chỉnh giá mua trong mức +/-5% nếu giá nguyên liệu thay đổi +/-10% trở lên. Ngoài ra, AAA chỉ đặt mua nguyên liệu sau khi đã nhận được đơn hàng cung cấp thành phẩm. Theo AAA, tập khách hàng có 70% là khách hàng trung thành với thời gian giao dịch hơn 3 năm. Do đó, công ty hiểu rõ nhu cầu của khách hàng và có ưu thế khi thương lượng điều khoản về giá. Điều này giúp AAA giảm rủi ro ảnh hưởng bởi giá dầu dao động và duy trì biên lợi nhuận gộp ổn định.

Hình 13: Kết quả kinh doanh giai đoạn 2013-2017



Nguồn: AAA, VNDIRECT

Tình hình tài chính của AAA cải thiện đáng kể với doanh thu tăng trưởng mạnh và biên lợi nhuận gộp tăng. Do công suất mở rộng nhanh chóng và sản lượng sản xuất túi nhựa và hạt Calbest tăng lên nên doanh thu thuần của AAA đạt 4.070 tỷ đồng trong năm 2017 (+89.6% YoY) với mức tăng trưởng kép 28,6% trong giai đoạn 2013-2017. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của công ty đã phục hồi sau khi giảm xuống còn 11,8% vào năm 2015. Nhờ chính sách mua nguyên liệu mới và nguồn tự cung phụ gia CaCO₃ từ nhà máy Yên Bái, chi phí nguyên liệu thô đã trở nên ổn định trong những năm gần đây với biên lợi nhuận gộp tăng lên 13,5% trong năm 2017.

AAA có định giá hấp dẫn, nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh và khả năng sinh lời liên tục cải thiện trong năm 2018.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST hợp nhất của AAA trong năm 2018 sẽ lần lượt đạt 6.079 tỷ đồng (+49.4% YoY) và 306 tỷ đồng (+36.6% YoY), dựa trên sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng 40,8% và giá bán trung bình tăng 6,0%. Vì vậy, chúng tôi đưa ra EPS pha loãng dự phóng là 2.277 đồng. Dự báo lợi nhuận của chúng tôi có chút khác biệt so với kế hoạch kinh doanh của AAA đặt ra trong kỳ họp đại hội cổ đông gần đây với doanh thu và LNST hợp nhất lần lượt là 6.000 tỷ đồng và 330 tỷ đồng trong năm 2018.

Các giả định dưới đây là cơ sở cho dự báo năm 2018 của chúng tôi:

- Vì sản phẩm của AAA được sản xuất theo yêu cầu nên chúng tôi giả định rằng sản lượng tiêu thụ bằng với sản lượng sản xuất trong năm.
- Chúng tôi kỳ vọng giá bán trung bình sẽ tăng 6,0% YoY trong năm 2018 do sản phẩm tự hủy sinh học với giá bán cao hơn sẽ đóng góp nhiều hơn vào doanh thu.

Hình 14: Dự phóng sản lượng sản xuất 2018

Tổng công suất (tấn/năm)	314.800
Hiệu suất hoạt động dự kiến	42.6%
Tổng sản lượng dự kiến (tấn)	134.051

Nguồn: VNDIRECT

Hình 15: Dự phóng hoạt động kinh doanh năm 2018

	Túi nhựa	Hạt nhựa	Hạt phụ gia	Tổng
Sản lượng tiêu thụ ước tính (tấn, tỷ lệ bán hàng đạt 100%)	90.051	55.751	44.000	189.802
% yoy	28,3%	38,0%	82,0%	40,8%
Doanh thu dự phóng (tỷ đồng)	4.088	1.541	450	6.079
%yoy	47,5%	44,9%	100,0%	49,4%
Tỷ trọng doanh thu (%)	67,3%	25,3%	7,4%	100,0%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	621	70	174	865
%yoy	51,5%	38,3%	102,1%	56,8%
Biên LNG	15,2%	4,5%	38,6%	14,2%

Nguồn: VNDIRECT

Rủi ro pha loãng. AAA cũng thông báo sẽ phát hành 4 triệu cổ phiếu ESOP để bổ sung vốn lưu động bên cạnh phát hành cổ phiếu ra công chúng. Tổng khối lượng cổ phiếu dự kiến tăng thêm 87,6 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2018, cho thấy rủi ro pha loãng lớn đối với các cổ đông. Tuy nhiên, nếu Nhà máy 8 và 9 vận hành hiệu quả từ năm 2019, chúng tôi tin rằng tăng trưởng lợi nhuận có thể nhanh chóng bù đắp cho yếu tố pha loãng này.

AAA hiện đang giao dịch với P/E trượt 8.4x, thấp hơn 24.3% so với P/E trung bình ngành sản xuất nhựa cả trong nước và khu vực (11,1x). Chúng tôi cho rằng AAA có định giá hấp dẫn do 1) doanh nghiệp vốn hóa lớn trong ngành, 2) dẫn đầu về sản xuất và xuất khẩu nhựa ở Đông Nam Á, 3) khả năng sinh lời cải thiện nhờ phát triển sản phẩm có giá trị gia tăng bền vững (bao gồm bao bì tự hủy sinh học) giúp cho biên lợi nhuận gộp tăng lên 14,2% trong năm nay. Tuy nhiên, sau khi xem xét pha loãng từ đợt phát hành cổ phiếu và ESOP sắp tới, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu 25.300 đồng/cp, tương ứng với mức tăng 28,8%.

Hình 16: Định giá

Phương pháp định giá		
LNST dự phóng năm 2018	306	Tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân 2018	134.366.648	cổ phiếu
EPS dự phóng năm 2018	2.277	VND/cổ phiếu
P/E mục tiêu (bằng với trung bình ngành)	11,1x	
Giá mục tiêu	25.300	VND/cổ phiếu

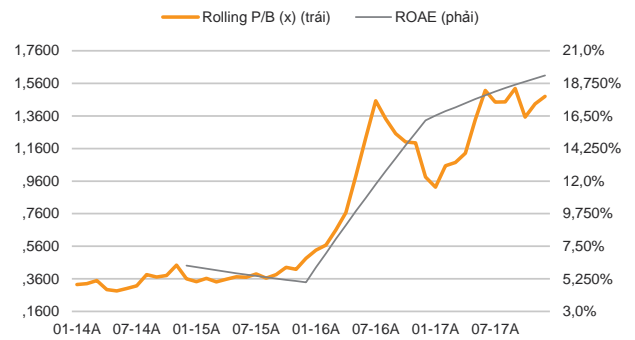
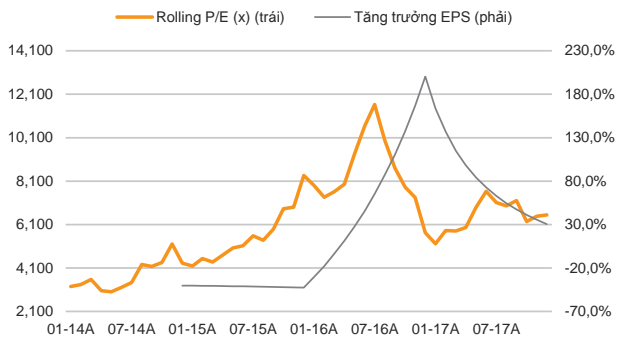
Nguồn: VNDIRECT

Hình 17: So sánh với DN cùng ngành trong khu vực

Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng LNST (%)	Tăng trưởng EPS (%)	ROE (%)	ROA (%)	D/E (x)	TTM P/E (x)	P/B (x)
TPBI Public Co	Thái Lan	119	(53,2)	(57,7)	7,1	4,5	N/A	22,0	1,5
Tomypak Holdings BHD	Malaysia	86	(48,2)	(39,4)	5,0	3,5	0,2	7,1	1,7
CTCP Nhựa Tân Đại Hưng	Việt Nam	11	1,7	38,1	9,1	4,7	0,4	9,7	0,8
CTCP Bao bì nhựa Sài Gòn	Việt Nam	5	4,4	4,7	8,1	2,0	2,4	5,4	0,4
Trung bình		55	(23,8)	(13,6)	7,3	3,7	1,0	11,1	1,1
Trung vị		49	(23,3)	(17,4)	7,6	4,0	0,4	8,4	1,2
AAA	Việt Nam	143	13,9	(10,6)	19,3	5,9	1,1	8,4	1,6

Source: BLOOMBERG, VNDIRECT

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
Doanh thu thuần	2.144	4.070	6.079
Giá vốn hàng bán	(1.837)	(3.519)	(5.216)
Chi phí quản lý DN	(63)	(79)	(122)
Chi phí bán hàng	(57)	(106)	(182)
LN hoạt động thuần	187	366	559
EBITDA thuần	280	534	839
Chi phí khấu hao	(93)	(168)	(280)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	187	366	559
Thu nhập lãi	30	56	64
Chi phí tài chính	(54)	(95)	(174)
Thu nhập ròng khác	2	2	2
TN từ các Cty LK & LD	2	0	0
LN trước thuế	167	329	451
Thuế	(24)	(65)	(90)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1)	(40)	(55)
LN ròng	142	224	306
Thu nhập trên vốn	142	224	306
Cổ tức phổ thông	(86)	(100)	(86)
LN giữ lại	56	124	220

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
Tiền và tương đương tiền	407	510	691
Đầu tư ngắn hạn	0	50	61
Các khoản phải thu ngắn hạn	456	961	1.432
Hàng tồn kho	451	537	833
Các tài sản ngắn hạn khác	49	85	121
Tổng tài sản ngắn hạn	1.363	2.143	3.138
Tài sản cố định	1.444	2.313	3.228
Tổng đầu tư	44	0	0
Tài sản dài hạn khác	227	120	120
Tổng tài sản	3.078	4.576	6.486
Vay & nợ ngắn hạn	801	1.418	1.418
Phải trả người bán	304	519	790
Nợ ngắn hạn khác	35	54	70
Tổng nợ ngắn hạn	1.140	1.991	2.278
Vay & nợ dài hạn	983	960	1.098
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Vốn điều lệ và	570	836	1.712
LN giữ lại	162	284	458
Vốn chủ sở hữu	944	1.377	2.807
Lợi ích cổ đông thiểu số	11	248	303
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	3.078	4.576	6.486

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-16A	12-17A	12-18E
LN trước thuế	167	329	451
Khấu hao	93	168	280
Thuế đã nộp	(23)	(57)	(90)
Các khoản điều chỉnh khác	78	113	(22)
Thay đổi VLĐ	(234)	(633)	(494)
LC tiền thuần HĐKD	81	(80)	125
Đầu tư TSCĐ	(106)	(285)	(1.209)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	54	0	14
Các khoản khác	12	163	(11)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	(972)	(577)	0
LC tiền từ HĐĐT	(1.012)	(699)	(1.206)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	84	407	1.210
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	870	575	138
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(86)	(100)	(86)
LC tiền thuần HĐTC	868	882	1.262
Tiền & tương đương tiền đầu kì	470	407	510
LC tiền thuần trong năm	(63)	103	181
Tiền & tương đương tiền cuối kì	407	510	691

Các chỉ số cơ bản

	12-16A	12-17A	12-18E
Dupont			
Biên LN ròng	6,6%	5,5%	5,0%
Vòng quay TS	0,85	1,06	1,10
ROAA	5,6%	5,9%	5,5%
Đòn bẩy tài chính	2,87	3,30	2,64
ROAE	16,2%	19,3%	14,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	77,8	86,2	86,0
Số ngày nắm giữ HTK	89,9	55,7	58,3
Số ngày phải trả tiền bán	60,6	53,8	55,3
Vòng quay TSCĐ	2,05	2,17	2,19
ROIC	5,2%	5,6%	5,4%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,20	1,10	1,40
Khả năng thanh toán nhanh	0,80	0,80	1,00
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,40	0,30	0,30
Vòng quay tiền	107	88	89
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	32,8%	89,8%	49,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	156,2%	95,7%	52,7%
Tăng trưởng LN ròng	255,0%	57,7%	36,6%
Tăng trưởng EPS	200,4%	30,4%	(38,9%)
Giá trị cổ phiếu			
EPS cơ bản (VND)	2.855	3.725	2.277
BVPS (VND)	16.570	16.471	16.396

Nguồn: VNDIRECT

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Anirban Lahiri – Giám đốc Khối Phân tích

Email: anirban.lahiri@vndirect.com.vn

Nguyễn Như Bình Minh – Chuyên viên phân tích

Email: minh.nguyennhu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>