

Đào Minh Châu, CFA

chaudm@ssi.com.vn

+84 24 3936 6321 ext.624

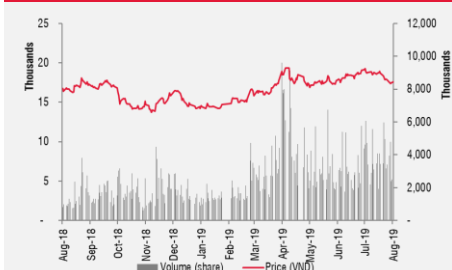
Ngày 14/8/2019

NGÀNH CÔNG NGHIỆP

Các chỉ tiêu chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	130
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	3.013
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	171
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	19,5/13,5
KLGD trung bình 3 tháng	3.321.468
GTGD trung bình 3T (tr USD)	2,61
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	60,45
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	11,96
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh (AAA: HOSE) là nhà xuất khẩu bao bì nhựa lớn nhất Việt Nam. Công ty thành lập với số vốn điều lệ chỉ 0,5 tỷ đồng. Trong suốt 14 năm lịch sử, công ty đã tăng vốn điều lệ nhiều lần và cổ phần hóa vào năm 2006 với vốn điều lệ là 30 tỷ đồng. Công ty đã niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội năm 2010 với vốn điều lệ là 99 tỷ đồng, mã chứng khoán AAA.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Lợi nhuận mạnh mẽ từ phân khúc khu công nghiệp tiếp tục thúc đẩy lợi nhuận Q2/2019

(tỷ đồng)	2Q19	2Q18	YoY	1Q19	QoQ	% KH 2019	TSLN			
							2Q19	2Q18	1Q19	2018
Doanh thu thuần	2.430	2.318	4,8%	2.612	-7,0%	50%				
Lợi nhuận gộp	291	170	71,3%	375	-22,2%		12,0%	7,3%	14,3%	13,5%
Lợi nhuận từ HĐKD	211	104	102,7%	311	-32,2%		8,7%	4,5%	11,9%	9,7%
EBIT	211	105	100,6%	319	-33,6%		8,7%	4,5%	12,2%	10,0%
EBITDA	275	166	65,4%	381	-27,9%		11,3%	7,2%	14,6%	14,2%
Lợi nhuận trước thuế	161	60	170,1%	273	-40,9%		6,6%	2,6%	10,4%	8,1%
Lợi nhuận ròng	140	51	177,0%	224	-37,2%	71%	5,8%	2,2%	8,6%	6,5%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	132	37	259,7%	214	-38,5%		5,4%	1,6%	8,2%	5,5%

Nguồn: AAA, SSI Research

Doanh thu AAA trong Q2/2019 đạt 2,43 nghìn tỷ đồng, tăng nhẹ 4,8% YoY do doanh thu thương mại giảm 15%. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp và lợi nhuận ròng tăng trưởng đáng kể là 71,3% YoY và 177% YoY, đạt 291 tỷ đồng và 140 tỷ đồng nhờ doanh thu từ phân khúc khu công nghiệp và tỷ suất lợi nhuận bao bì nhựa cải thiện.

	Doanh thu			Lợi nhuận gộp			TSLNG	
	2Q18	2Q19	%YoY	2Q18	2Q19	%YoY	2Q18	2Q19
Doanh thu	2.321.958	2.438.667	5,0%	173.880	300.047	72,6%	7,5%	12,3%
Thương mại	1.406.584	1.198.258	-14,8%	(4.551)	32.079	N.a	-0,3%	2,7%
Bao bì nhựa	816.648	869.425	6,5%	107.131	136.137	27,1%	13,1%	15,7%
Cho thuê đất	-	91.013	N.a	-	61.702	N.a	-	67,8%
Bán nhà máy	-	125.783	N.a	-	27.786	N.a	-	22,1%
Khác	98.726	154.188	56,2%	71.301	42.344	-40,6%	72,2%	27,5%

Nguồn: AAA, SSI Research

Bao bì nhựa – Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và tỷ suất lợi nhuận tích cực: Doanh thu bao bì nhựa tăng 6,5% YoY, đạt 869 tỷ đồng. Sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa duy trì tăng trưởng tích cực 18% YoY trong quý, cao hơn mức tăng trưởng 6,7% YoY tổng sản lượng xuất khẩu bao bì nhựa của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2019 (Nguồn: Tổng cục Hải quan), nhờ nhà máy 6 và 7 hoạt động hết công suất. Biên lợi nhuận gộp của mảng bao bì nhựa cũng cải thiện từ 13,3% lên 15,7%, nhờ các nhà máy mới có biên lợi nhuận gộp tốt hơn sau hơn 1 năm hoạt động. Trong năm 2018, kể từ khi các nhà máy mới mới đi vào hoạt động, công ty phải chấp nhận việc giá bán và biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với các nhà máy cũ. Ngoài ra, việc biên lợi nhuận cải thiện là do tỉ lệ lợi nhuận trên mỗi tấn sản phẩm ổn định, mặc dù giá bán trung bình đã giảm 10% (cùng với giá hạt nhựa đầu vào).

Lũy kế 6T2019, sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa tăng 29% YoY lên 45.800 tấn. EU vẫn là thị trường lớn nhất của AAA, chiếm 49,6% tổng sản lượng tiêu thụ trong 6T2019. Tuy nhiên, động lực tăng trưởng mới đến từ thị trường Nhật Bản và Hoa Kỳ, những thị trường mục tiêu của các nhà máy mới. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ sang Nhật Bản và Mỹ tăng 40% và 82% YoY, chiếm 32,6% và 10,3% tổng sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa.

Mảng khu công nghiệp đạt kết quả kinh doanh đáng kể: Trong quý 2/2019, tiền độ bán và cho thuê KCN công nghệ An Phát tiếp tục mang lại kết quả đáng kể, 217 tỷ đồng doanh thu và 89,5 tỷ đồng lợi nhuận gộp và chiếm 9% và 30% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp trong quý. AAA đã bán hết 9,5 ha đất và 6 ha nhà máy trong quý, tương đương với khoảng 37% diện tích khu công nghiệp. Công ty kỳ vọng tỷ lệ lấp đầy KCN sẽ đạt 100% vào năm 2021.

Thương mại: Doanh thu thương mại giảm 15% YoY xuống còn 1,2 nghìn tỷ đồng, chủ yếu do giá hạt nhựa giảm từ 10 đến 20%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của phân khúc đã cải thiện đáng kể từ -0,3% trong quý 2/2018 lên 2,7% trong quý 2/2019, điều này có thể do công ty có thêm kinh nghiệm trong hoạt động thương mại, đồng thời cũng nhờ việc AAA bắt đầu phân phối trực tiếp hạt nhựa PP của BSR kể từ tháng 1/2019.

Lũy kế, doanh thu và lợi nhuận trước thuế 6T2019 đạt 5.042 tỷ đồng và 434 tỷ đồng, tăng 39,4% và 228% YoY.

(tỷ đồng)	6T2019	6T2018	YoY	% KH2019	TSLN		
					6T2019	6T2018	2018
Doanh thu thuần	5.042	3.616	39,4%	50%			
Lợi nhuận gộp	666	318	109,7%		13,2%	8,8%	13,5%
Lợi nhuận từ HĐKD	523	198	163,6%		10,4%	5,5%	9,7%
EBIT	530	201	163,3%		10,5%	5,6%	10,0%
EBITDA	656	322	103,5%		13,0%	8,9%	14,2%
Lợi nhuận trước thuế	434	132	227,8%		8,6%	3,7%	8,1%
Lợi nhuận ròng	364	111	228,9%	71%	7,2%	3,1%	6,5%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	346	86	302,7%		6,9%	2,4%	5,5%

Nguồn: AAA, SSI Research

Kế hoạch mở rộng bao bì nhựa sinh học: Hiện nay, nhựa sinh học chiếm 10% tổng sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa của AAA. Trong 3-5 năm tới, AAA kì vọng thị phần của dòng sản phẩm này có thể tăng lên 30-50% cùng với xu hướng chuyển đổi toàn cầu từ bao bì nhựa thông thường sang các sản phẩm sinh học tự hủy thân thiện với môi trường hơn.

Ngoài sự thay đổi về cơ cấu sản phẩm, AAA còn đặt mục tiêu tích hợp chuỗi giá trị bằng cách sản xuất nguyên vật liệu phân hủy sinh học. An Phát Holding, công ty mẹ của AAA, gần đây đã ký Biên bản ghi nhớ (MOU) với TLC, nhà sản xuất vật liệu phân hủy sinh học của Hàn Quốc, trên cơ sở hợp tác chiến lược trong nghiên cứu và sản xuất vật liệu phân hủy sinh học toàn phần ở Hàn Quốc và Việt Nam. Theo đó, An Phát Holding sẽ mua 51% cổ phần của TLC, công ty đã có bằng sáng chế sản xuất nhựa phân hủy sinh học PBAT. Sau đó, công ty dự kiến sẽ khai trương nhà máy PBAT vào năm 2020, với công suất 25 nghìn tấn/ năm và vốn đầu tư 30 triệu USD. Dự án nhà máy bao gồm một số giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ bắt đầu với công suất 5 nghìn tấn/ năm, với mức vốn là 6 triệu

USD và dự kiến bắt đầu hoạt động vào cuối năm 2020. Dự án kỳ vọng sẽ tiết kiệm chi phí đầu vào vật liệu phân hủy sinh học khoảng 30% so với nguồn hiện tại.

Ước tính kết quả kinh doanh

Chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng từ 10.140 tỷ đồng và 515 tỷ đồng (+25,5% YoY) lên 10.057 tỷ đồng và 518 tỷ đồng (+144,3% YoY).

Về **bao bì nhựa**, chúng tôi dự kiến sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa sẽ tăng 10,8% YoY lên 95,8 nghìn tấn, đem lại doanh thu và lợi nhuận gộp là 3,57 nghìn tỷ đồng (tăng 1,4% YoY) và 533 tỷ đồng (tăng 11% YoY). Về **khu công nghiệp**, chúng tôi ước tính AAA sẽ cho thuê khoảng 10 ha đất và 70 nghìn m² nhà máy vào năm 2019, đem lại doanh thu và lợi nhuận gộp là 790 tỷ đồng và 332 tỷ đồng cho cả năm. Ngoài ra, doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng thương mại ước tính đạt 4,6 nghìn tỷ đồng (tăng 10,7% YoY) và 120 tỷ đồng (tăng 7,5% YoY) trong năm nay.

Năm 2020, chúng tôi kì vọng doanh thu và lợi nhuận ròng của AAA gần như không đổi ở mức 10.081 tỷ đồng và 525 tỷ đồng do nhà máy sản xuất bao bì nhựa hiện tại đã đạt công suất tối đa. Chúng tôi hi vọng KCN Kỹ thuật cao An Phát có thể duy trì cho thuê 10 ha vào năm 2020 trước khi tỷ lệ lấp đầy đạt 100% vào năm 2021. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng dự án nhựa phân hủy sinh học sẽ đóng góp vào kết quả kinh doanh của AAA kể từ năm 2021.

Định giá

Ở mức giá hiện tại, AAA đang giao dịch với PE 2019 và 2020 lần lượt là 7,6x và 7,5x. Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu, với giá mục tiêu không đổi là 20.100 đồng/ cổ phiếu dựa trên phương pháp SOTP. AAA là một cổ phiếu thú vị để theo dõi trong những năm tới, do lợi nhuận ngắn hạn được thúc đẩy từ bất động sản và triển vọng dài hạn từ dòng sản phẩm phân hủy sinh học. Bên cạnh đó, cổ tức tiền mặt 10%, tương đương tỷ suất cổ tức 5,7% cũng có thể là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu.

Phân khúc	Phương pháp	Định giá
Bất động sản	RNAV	1.189
Khác	PE – dựa trên PE mục tiêu là 9x	2.259
Tổng giá trị		3.448
Giá hợp lý/ cổ phiếu		20.100
Giá hiện tại		17.400
tăng		15,5%

APPENDIX: ANNUAL FINANCIAL STATEMENTS

Tỷ VND	2017	2018	2019F	2020F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	510	645	545	644
+ Đầu tư ngắn hạn	50	721	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	961	1,613	2,746	2,752
+ Hàng tồn kho	537	863	1,515	1,522
+ Tài sản ngắn hạn khác	85	147	167	167
Tổng tài sản ngắn hạn	2,143	3,989	4,973	5,086
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	21	25	25
+ GTCL Tài sản cố định	2,299	2,199	2,454	2,674
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	98	1,208	1,208	1,208
+ Lợi thế thương mại	0	48	48	48
+ Tài sản dài hạn khác	36	63	71	72
Tổng tài sản dài hạn	2,433	3,540	3,807	4,027
Tổng tài sản	4,576	7,529	8,780	9,113
+ Nợ ngắn hạn	1,991	3,206	3,632	3,648
Trong đó: vay ngắn hạn	1,418	2,492	2,763	2,776
+ Nợ dài hạn	960	1,343	1,694	1,701
Trong đó: vay dài hạn	960	1,343	1,694	1,701
Tổng nợ phải trả	2,951	4,549	5,325	5,349
+ Vốn góp	836	1,712	1,712	1,712
+ Thặng dư vốn cổ phần	198	532	532	532
+ Lợi nhuận chưa phân phối	284	266	662	893
+ Quý khác	307	470	548	627
Vốn chủ sở hữu	1,625	2,980	3,454	3,764
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	4,576	7,529	8,780	9,113
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-81	39	-223	750
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-699	-2,628	-500	-500
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	882	2,726	622	-151
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	103	136	-100	99
Tiền đầu kỳ	407	510	645	545
Tiền cuối kỳ	510	645	545	644
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1.08	1.24	1.37	1.39
Hệ số thanh toán nhanh	0.76	0.93	0.91	0.93
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.28	0.43	0.15	0.18
Nợ ròng / EBITDA	2.81	4.05	3.25	3.54
Khả năng thanh toán lãi vay	5.07	3.02	4.23	5.19
Ngày phải thu	28.6	25.3	34.4	43.7
Ngày phải trả	42.7	28.4	28.3	31.0
Ngày tồn kho	51.2	34.8	48.7	61.9
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0.36	0.40	0.39	0.41
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.64	0.60	0.61	0.59
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.82	1.53	1.54	1.42
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.46	1.29	1.29	1.19
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0.87	0.84	0.80	0.74

Tỷ VND	2017	2018	2019F	2020F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	4,070	8,012	10,057	10,081
Giá vốn hàng bán	-3,519	-7,339	-8,914	-8,954
Lợi nhuận gộp	550	673	1,143	1,127
Doanh thu hoạt động tài chính	56	62	146	128
Chi phí tài chính	-95	-209	-290	-246
Thu nhập từ công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-106	-157	-201	-202
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-79	-124	-151	-151
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	326	246	648	656
Thu nhập khác	2	8	0	0
Lợi nhuận trước thuế	328	254	648	656
Lợi nhuận ròng	263	212	518	525
Lợi nhuận chia cho cổ đông	223	180	441	446
Lợi ích cổ đông thiểu số	40	32	78	79
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	3,426	1,115	2,316	2,345
Giá trị sổ sách (VND)	16,470	15,075	17,391	18,736
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	500	0	1,000	1,000
EBIT	409	380	848	813
EBITDA	577	625	1,093	1,093
Tăng trưởng				
Doanh thu	89.8%	96.9%	25.5%	0.2%
EBITDA	101.0%	8.4%	74.9%	0.0%
EBIT	110.8%	-7.0%	123.3%	-4.2%
Lợi nhuận ròng	84.3%	-19.4%	144.3%	1.3%
Vốn chủ sở hữu	70.2%	83.4%	15.9%	8.9%
Vốn điều lệ	46.8%	104.8%	0.0%	0.0%
Tổng tài sản	48.7%	64.5%	16.6%	3.8%
Định giá				
PE	9.7	13.2	7.6	7.5
PB	2.0	1.0	1.0	0.9
Giá/Doanh thu	0.7	0.3	0.3	0.3
Tỷ suất cổ tức	1.5%	0.0%	5.7%	5.7%
EV/EBITDA	8.0	8.0	5.3	5.3
EV/Doanh thu	1.1	0.6	0.6	0.6
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.5%	8.4%	11.4%	11.2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	9.7%	4.2%	7.3%	7.1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	6.5%	2.6%	5.2%	5.2%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2.6%	2.0%	2.0%	2.0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%
ROE	20.4%	9.2%	16.1%	14.5%
ROA	6.9%	3.5%	6.4%	5.9%
ROIC	9.7%	5.9%	9.2%	8.1%

Nguồn: AAA, SSI Research

1. KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

2. THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Đức Hùng Linh	Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng cá nhân	linhndh@ssi.com.vn
Hoàng Việt Phương	Giám đốc Phân tích & TVĐT Khách hàng tổ chức	phuonghv@ssi.com.vn
Đào Minh Châu, CFA	Chuyên viên phân tích cao cấp	chaudm@ssi.com.vn