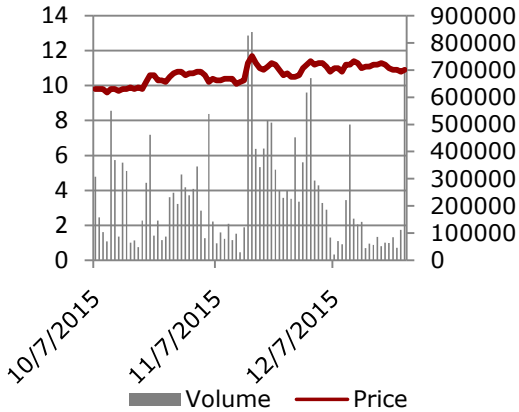


Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	14,000
Giá hiện tại(VND)	10,900
Lợi nhuận kỳ vọng	28.4%

ĐỒ THỊ GIÁ



THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá hiện tại (VND):	10,900
EPS (VND):	390
P/E:	27.52
Giá trị sổ sách (VND):	18.31
Hệ số Beta:	0.78
KLGD trung bình:	67,159
KLCP đang niêm yết:	49,499,988
KLCP đang lưu hành:	49,499,988
Vốn hóa (Tỷ VND):	534.60

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Beira Limited	13.26%
Phạm Ánh Dương	10.64%
Nguyễn Lê Trung	6.51%
Phạm Hoàng Việt	6.21%
Nguyễn Xuân Hà	5.88%

THÔNG TIN LIÊN LẠC

Lô CN11 + CN12, Cụm Công nghiệp An Đồng, Huyện Nam Sách, Tỉnh Hải Dương

Tel: +84 3203755998
Fax: +84 3203755113

Khuyến nghị:

Giá mục tiêu của AAA là 14,000 đồng, chênh lệch 28.4% so với mức giá hiện tại 10,900 ngày 25/12/2015. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị MUA với mã cổ phiếu AAA.

Điểm nổi bật:

- ❖ **Ngành nhựa bao bì tạo động lực tăng trưởng tốt cho các doanh nghiệp Việt nhất là những doanh nghiệp đứng đầu như AAA.** (1) 6 tháng đầu năm tăng trưởng toàn ngành hơn 10%, (2) xu hướng dịch chuyển ngành công nghiệp bao bì của các nước phát triển về Việt Nam.
- ❖ **Thị trường Nhật là đối tác tiềm năng của ngành nhựa bao bì Việt Nam.** Hiện tại thị trường Châu Âu đang chiếm khoảng 60% toàn ngành, Nhật Bản chỉ có 15%. Tuy nhiên trong vòng 3 năm tới tỉ lệ này của Nhật Bản có thể sẽ tăng gấp đôi đến từ xu hướng các nước Nhật không muốn hợp tác với các công ty bao bì Trung Quốc nữa do căng thẳng chính trị và cạnh tranh chi phí.
- ❖ **AAA là doanh nghiệp sản xuất nhựa bao bì đi đầu cả nước, đáp ứng được tiêu chuẩn khắt khe từ đối tác thị trường Nhật.** Năm 2017, công ty sẽ chính thức đưa vào hoạt động nhà máy công suất 40,000 tấn/năm. Nhà máy này được các chuyên gia Nhật sang tận nơi thi công tư vấn về thiết kế và kĩ thuật để đáp ứng được nhu cầu của họ.
- ❖ **Từ Q2/2015, doanh nghiệp sẽ không phải chịu rủi ro giá nguyên vật liệu.** AAA đã thay đổi cách kí hợp đồng từ giá cố định chuyển thành giá biến đổi biên độ 5% với cả 2 đầu mua và bán để không lặp lại khoản lỗ như năm 2014.
- ❖ **Báo cáo tài chính được hưởng lợi từ khấu hao và tỷ giá.** (1) Nhà máy số 1 của công ty sẽ hết khấu hao vào năm nay, chi phí khấu hao của nhà máy này hàng năm là hơn 10 tỷ, (2) Công ty ký hợp đồng cả mua nguyên liệu và bán thành phẩm bằng USD, ghi nhận lợi nhuận vào báo cáo tài chính sẽ chuyển từ USD sang VND.

Điểm hạn chế:

- ❖ **Rủi ro chi phí lãi vay từ việc phát hành trái phiếu.** Công ty vừa phát hành thành công 300 tỷ trái phiếu không chuyển đổi thời hạn 3 năm. Năm đầu tiên lợi suất sẽ cố định ở mức 5.16% những năm sau sẽ được điều chỉnh theo mặt bằng lãi suất. Khoản trái phiếu này làm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của AAA tăng từ 48% lên 55%. Chúng tôi dự đoán điều này chưa đáng lo ngại vì 55% vẫn tương đối thấp so với cùng ngành (như RDP tỉ lệ này là 65%).

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2012A	2013A	2014A	2015E
DTT (tỷ đồng)	1,010.03	1,157.51	1,560.64	1,598.84
+/- yoy	10.87%	14.55%	34.83%	2.44%
LNST (tỷ đồng)	55.142	54.936	46.964	38.711
+/- yoy	-15.78%	-0.37%	-14.51%	-17.58%
TTS (tỷ đồng)	900.49	1,150.57	1,421.65	1,760.81
+/- yoy	10.27%	27.77%	23.56%	23.86%
VCSH (tỷ đồng)	518.56	543.45	776.94	791.21
+/- yoy	48.01%	4.80%	42.96%	1.84%
Nợ/TTS	0.42	0.52	0.45	0.55
TS LN gộp	18.45%	15.42%	11.71%	10.12%
TS LN ròng	6%	5%	4%	2.7%
EPS (đồng)	10,155	2,775	1,895	790
ROA	7%	5%	4%	1%
ROE	13%	10%	7%	4%

MỤC LỤC

Tổng quan	P03
Phân tích ngành	P04
Hoạt động SXKD	P05
Phân tích tài chính	P07
Triển vọng	P09
Định giá	P10

TỔNG QUAN

Lịch sử thành lập

Công ty được thành lập vào tháng 9 năm 2002 được thành lập bởi 2 thành viên với vốn điều lệ 500 triệu đồng. Năm 2005 nhà máy số 1 đầu tiên được đi vào hoạt động với diện tích 10,000 m tại KCN Nam Sách, công ty trở thành một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì lớn nhất miền Bắc.

Tháng 3/2007, công ty chuyển đổi thành công ty Cổ phần Nhựa và Bao bì An Phát với vốn điều lệ 30 tỷ đồng sau đó quyết định tăng vốn lên 60 tỷ đồng trong năm.

Tháng 4/2010, công ty quyết định tăng vốn điều lệ lên 99 tỷ đồng thông qua việc phát hành cho cổ đông hiện hữu với giá 37,000 đồng/cổ phiếu. Sau đó chính thức niêm yết trên sàn chứng khoán với mã AAA.

Từ khi niêm yết đến nay, SLS trải qua 2 lần tăng vốn, thông tin chi tiết được trình bày dưới đây:

Thời gian	Vốn điều lệ (Triệu VND)
2012	198,000
2014	396,000

Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông thì chỉ có một tổ chức tài chính đang nắm quyền sở hữu lớn tại AAA là Beira Limited. Đây là công ty đầu tư thuộc quỹ DWS Vietnam Fund do Deutsche Bank quản lý. Những cổ đông sở hữu lớn còn lại đều là các cá nhân đã gắn bó và lãnh đạo công ty từ khi thành lập. Gần đây ban lãnh đạo của AAA đã mua thêm cổ phiếu để thể hiện thêm độ cam kết gắn bó của mình với tương lai của AAA. Thông tin chi tiết về các cổ đông lớn được liệt kê trong bảng dưới đây:

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Beira Limited	13.26%
Phạm Ánh Dương	10.64%
Nguyễn Lê Trung	6.51%
Phạm Hoàng Việt	6.21%
Nguyễn Xuân Hà	5.88%
Nguyễn Minh Hoa	4.95%

Ban lãnh đạo

Hội đồng Quản trị	Họ tên	Ghi chú
Chủ tịch	Phạm Ánh Dương	Là người sáng lập công ty AAA
Thành viên	Hòa Thị Thu Hà	Kế toán trưởng của công ty
Thành viên	Nguyễn Lê Trung	Bạn học thời đại học của ông Phạm Ánh Dương đồng thời là Tổng giám đốc công ty AAA
Thành viên	Phạm Đình Ngư	Phụ trách kĩ thuật nhà xưởng
Thành viên	Phạm Hoàng Việt	Phó tổng giám đốc công ty AAA

PHÂN TÍCH NGÀNH

Giá hạt nhựa PE đầu vào có xu hướng tiếp tục giữ ở mức thấp nhờ hưởng lợi từ giá dầu giảm

Trong năm 2015, giá hạt nhựa P/E đầu vào đã giảm trung bình 6.4-12%, có thời điểm lên tới 30% trong tình hình giá dầu thế giới giảm mạnh. Hiện nay, tháng 12/2015, giá dầu thế giới đang ở mức thấp nhất trong 11 năm trở lại ở mức 40-42 USD/thùng và theo dự báo của Moody's giá dầu 2016 sẽ dao động quanh mức 40-43 USD/thùng. Năm 2017, 2018 giá dầu sẽ tăng 5 USD/thùng.

Theo đó, giá hạt nhựa PE sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp như hiện nay trong năm 2016 khiến chi phí giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp ngành nhựa bao bì giảm trung bình 4% so với cuối năm 2014, đầu năm 2015. Trong năm 2017, 2018 nếu theo đúng dự báo, giá hạt nhựa PE đầu vào tăng giá khoảng 10%. Tuy nhiên do bản chất là ngành thiếu khả năng đàm phán giá tốt, nên mặc dù giá nguyên vật liệu giảm thì các doanh nghiệp bao bì cũng không được hưởng lợi gia tăng biên lợi nhuận gộp.

Nhập khẩu 70%-80% nguyên liệu cụ thể là hạt nhựa PE bằng USD và giá bán cũng tính theo USD nên mặc dù không chịu rủi ro tỉ giá thì báo cáo tài chính của các công ty vẫn có ảnh hưởng tích cực khi quy đổi lợi nhuận từ USD về VND.

Ngành nhựa trong nước vẫn phải nhập khẩu 70%-80% nguyên liệu sản xuất và máy móc, thiết bị do đó tỷ giá cũng sẽ ảnh hưởng khá lớn đến chi phí và lợi nhuận của doanh nghiệp nhựa bao bì. Theo dự báo từ HSBC, nếu tỷ giá cuối năm 2015, đầu năm 2016 sẽ tăng khoảng 1.3% là một điểm có lợi cho các doanh nghiệp nhựa bao bì.

Xuất khẩu nhựa bao bì tăng trưởng tốt, 6 tháng đầu năm đã tăng trưởng 10.3% so với cùng kỳ

Nhựa bao bì Việt Nam xuất khẩu chủ yếu sang châu Âu, chiếm 60-70% tổng kim ngạch xuất khẩu. Sau đó là thị trường Nhật Bản với giá trị xuất khẩu chiếm khoảng 15%. Thị trường Nhật Bản là thị trường khó tính, yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm nên chỉ một vài doanh nghiệp đầu ngành có thể đáp ứng yêu cầu. Thái Lan và Trung Quốc là hai nước cung cấp nhiều bao bì cho thị trường Nhật Bản nhưng theo thống kê, các doanh nghiệp Nhật Bản đang chuyển dần sang các nhà cung cấp bao bì Việt Nam vì yếu tố tâm lý và chi phí nhân công rẻ hơn.

6 tháng đầu năm, tổng kim ngạch xuất khẩu nhựa bao bì đạt 4.2 tỷ USD. Đến cuối năm 2015, tổng giá trị xuất khẩu dự báo đạt 6 tỷ USD, gấp 2 lần năm 2014. Doanh số thị trường bao bì toàn thế giới dự báo sẽ là 820 tỷ USD vào năm 2016 do đó cơ hội cho ngành bao bì Việt Nam còn rất lớn. **Xuất khẩu sang EU và Nhật bản được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình hơn 10% trong những năm tới.**

Các doanh nghiệp ngoại tăng cường đầu tư vào ngành nhựa bao bì Việt Nam

Từ cuối năm 2014 đến nay, các doanh nghiệp FDI đầu tư gần 200 triệu USD vào ngành sản xuất nhựa bao bì tại Việt Nam. Các doanh nghiệp nội địa trong ngành nhựa bao bì chỉ còn Nhựa Tân Tiến và Nhựa Rạng Đông, Công ty Cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát, Công ty cổ phần nhựa Thăng Long, Công ty nhựa Việt Hưng... Việc này sẽ gia tăng cạnh tranh của ngành tuy nhiên chúng tôi đánh giá nó không đáng lo ngại vì đây chỉ là xu hướng chuyển

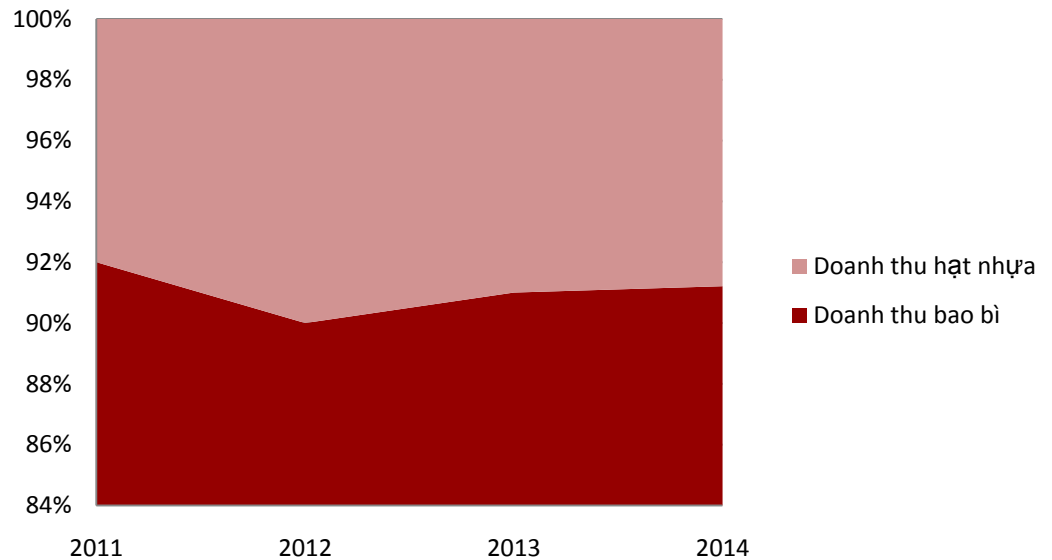
dịch các doanh nghiệp thế giới về Việt Nam, về bản chất không làm thay đổi tổng nguồn cung bao bì toàn thế giới.

Ngành nhựa bao bì được dự báo sẽ tăng trưởng 15%-20% trong những năm tới. Tỷ trọng ngành nhựa so với toàn ngành công nghiệp năm 2015 dự báo là 5%, năm 2020 tăng lên 5.5% và năm 2025 là 6%.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Lĩnh vực kinh doanh

Cơ cấu doanh thu qua các năm



Hoạt động chủ yếu của công ty là kinh doanh xuất khẩu bao bì cho các khách hàng lớn nước ngoài là những chuỗi siêu thị hoặc sản phẩm tiêu dùng cần đóng gói. Hoạt động này chiếm khoảng 91% tổng doanh thu và là động lực tăng trưởng chính qua các năm. Nhìn chung màng nhựa bao bì giá bán trung bình khoảng 2000 USD/tấn có biên lợi nhuận ròng dao động xung quanh 5% tùy từng sản phẩm. Chi phí vận chuyển không đáng kể giá bán khi chi dao động xung quanh 100 – 200 USD/công ten nơ (25 tấn).

Bên cạnh hoạt động sản xuất bao bì thì AAA còn có hoạt động thương mại bán hạt nhựa cho các công ty khác. Hoạt động này không quá quan trọng, chỉ chiếm 9%. Nhìn chung cơ cấu doanh thu này của AAA ổn định và không thay đổi qua các năm.

Quy trình sản xuất

Vì AAA có bạn hàng là các đối tác nước ngoài từ EU, Mỹ, Nhật với thương hiệu lớn nên hoạt động sản xuất sẽ giảm thiểu tối đa khâu thiết kế và chỉ tập trung có hai giai đoạn: (1) Máy móc được sử dụng để chế biến hạt nhựa và ép thành ny lon mỏng hay bao bì, (2) nhân công cắt dán và đóng gói từ sản phẩm ở bước 1.

Chính vì phải có bước 2 nên ngành nhựa bao bì cần rất nhiều công nhân, trung bình một xưởng công suất thấp nhất của AAA cũng cần hơn 270 công nhân thay ca. Lương trung bình từ 6 đến 8 triệu/ tháng. Việc sản xuất nhựa bao bì cần rất nhiều công nhân khiến cho các doanh nghiệp Việt Nam có lợi thế về giá hơn hẳn so với những nước cạnh tranh như Trung Quốc hay Thái.

Công suất nhà máy sẽ gia tăng:

Hiện tại doanh nghiệp đang có những xưởng nhà máy với công suất được trình bày như sau:

Nhà máy	Công suất tối đa có thể chạy được	% Công suất thực tế
Nhà máy số 1	10,800 tấn/năm	85 - 90%
Nhà máy số 2	16,800 tấn/năm	85 - 90%
Nhà máy số 3	9,600 tấn/năm	85 - 90%
Nhà máy số 5	9,600 tấn/năm	70%
Nhà máy số 6	40,000 tấn/năm	Đang thi công

Bình quân một năm công ty sản xuất khoảng 36,000 tấn bao bì, sản lượng sẽ thay đổi tùy theo cơ cấu sản phẩm sản xuất hàng năm. Tùy vào thành phần cấu tạo mà công suất sản xuất bao bì dao động từ 10 đến 100 cân/giờ.

Nhà máy số 5 là nhà máy mới nhất vừa đi vào hoạt động từ tháng 7 năm 2014 nên ban lãnh đạo chỉ nhận hợp đồng đối ứng thấp hơn công suất để đề phòng bị quá tải không kịp cung cấp hàng. Nhà máy số 2 bao gồm cả nhà máy số 4 nên có công suất lớn nhất.

Từ năm 2016 trở đi, AAA đã tìm được đối tác lớn và đơn hàng để nâng cao công suất vì vậy nhà máy số 5 sẽ nâng từ 9,600 tấn lên 10,800 tấn/năm. Đến đầu 2017 nhà máy số 6 với quy mô rất lớn sẽ được đưa vào sử dụng, nhà máy này sẽ mang lại những lợi thế sau cho AAA: (1) Doanh thu và lợi nhuận sẽ có tăng trưởng mạnh từ năm 2017, (2) chi phí và hiệu suất quản lý sẽ được nâng cao do có chuyên gia từ đối tác tư vấn trong khâu thiết kế và xây lắp, (3) là lợi thế cạnh tranh lớn giúp công ty tìm kiếm được bạn hàng mới ở thị trường Nhật khi tiêu chuẩn xây dựng đạt yêu cầu khắt khe của họ.

Chi tiết kế hoạch của nhà máy số 6 sẽ được đề cập như sau: (1) tháng 2 xây xong nhà xưởng, (2) tháng 5 xây xong các công trình phụ như điện nước, sau đó sẽ cần 2 đến 3 tháng để tiến hành nhập và lắp máy cùng với đào tạo công nhân. Chi phí vốn sẽ khoảng 500 tỷ trong đó một nửa đến từ vốn rút về khi không thực hiện nhà máy bên Lào nữa và một nửa đến từ trái phiếu.

Hoạt động sản xuất không phải chịu rủi ro về giá nguyên vật liệu:

Chi phí hạt nhựa PE là chi phí chiếm tỉ trọng lớn nhất trong giá vốn hàng bán của AAA. Bình quân các sản phẩm bao bì thì hạt nhựa chiếm 80% doanh thu. Hạt nhựa được chế biến từ dầu mỏ tuy nhiên hiện nay Việt Nam chưa sản xuất được hạt nhựa nên AAA vẫn phải nhập khẩu nguyên liệu. Giá mua nguyên liệu được điều chỉnh với biên độ 5% thanh toán bằng USD, và nguyên liệu được mua hàng tháng tùy theo đơn hàng được đặt.

Hiện nay mặt bằng dầu thô đang ở mức thấp và đang xu hướng giảm khiến cho chi phí đầu vào của AAA đi xuống. Tuy nhiên chúng tôi nhận định rằng AAA sẽ không được hưởng lợi từ chi phí này vì bản chất của việc kinh doanh này đã được doanh nghiệp fixed một mức biên lợi nhuận cố định khoảng 5% thông qua kí các hợp đồng giá biến đổi ở cả bên bán và mua. Cụ thể:

Giống đầu vào AAA sẽ thanh toán và bán hàng bằng đồng USD. Hợp đồng bán hàng sẽ được chia làm hai nhóm là ngắn hạn (khoảng 1 tháng) và dài kì (theo năm). Đối với ngắn hạn rủi ro giá nguyên liệu là không có. Nhưng đối với đơn hàng dài kì thì giá bán sẽ được điều chỉnh theo từng tháng để phù hợp với chu kì nhập kho nguyên vật liệu của AAA.

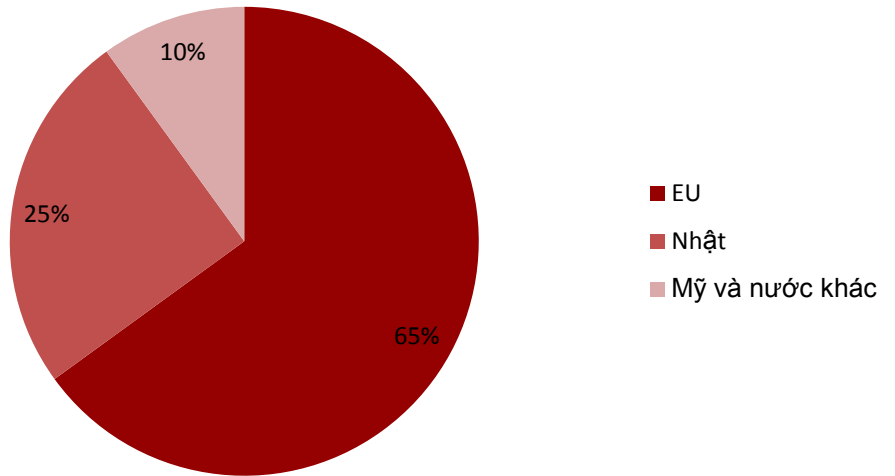
Hưởng lợi ngầm từ tỉ giá:

Mặc dù đầu ra và đầu vào của AAA đều được thanh toán bằng USD nhưng chúng tôi nhận định công ty vẫn tồn tại rủi ro tỉ giá. Ví dụ cùng một sản lượng bao bì đó sẽ giúp AAA có 5 USD tiền lãi, khi quy đổi 5 USD này ra VND để ghi nhận vào báo cáo tài chính thì công ty sẽ hưởng lợi khi VND mất giá và ngược lại. Năm 2015 đã chứng kiến sự mất giá tương đối lớn của VND do những lo ngại về việc FED tăng lãi suất, **điều này làm AAA được hưởng lợi về tỷ giá mà không phải ghi nhận trong báo cáo tài chính.** Cụ thể bình quân những năm trước khi hoạt động kinh doanh ổn định 1 quý AAA lãi khoảng 15 tỷ thì vào 2 quý cuối năm 2015 AAA đã tăng lãi lên khoảng 20 tỷ / quý trùng với thời điểm tỷ giá tăng cao.

VND sẽ tiếp tục mất giá so với USD trong tương lai và đây là một điểm tích cực đối với doanh nghiệp.

Thị trường tiêu thụ:

Thị trường tiêu thụ năm 2014



Thị trường tiêu thụ của công ty là xuất khẩu với cơ cấu phần lớn đến từ EU. Trước đây các đối tác Mỹ cũng là bạn hàng lớn của AAA tuy nhiên từ sau khi Mỹ áp dụng thuế chống phá giá với mặt hàng bao bì của Việt Nam thì tỷ trọng doanh thu của thị trường này tụt giảm hàng năm. Năm 2014 – 2015, công ty dự tính sẽ xây dựng nhà máy bên Lào để tái tiếp cận thị trường Mỹ này khi mà thuế bao bì tại Lào thấp tuy nhiên AAA đã không thực hiện nữa và theo chúng tôi nhận định là do phương án phát triển này tiềm ẩn nhiều rủi ro và không màu mỡ bằng việc phát triển thị trường Nhật được trình bày dưới đây.

Trước đây các công ty Nhật thường trọn đối tác sản xuất bao bì là Trung Quốc tuy nhiên gần đây đang có xu hướng chuyển sang hợp tác với doanh nghiệp Việt Nam do: (1) chi phí cạnh tranh hơn, (2) căng thẳng chính trị về tranh chấp biên giới biển giữa Trung và Nhật. Việc kết hợp với các đối tác Nhật sẽ giúp doanh nghiệp có động lực tăng trưởng trong tương lai. Cụ thể dự án nhà máy 6 được xây dựng nhằm đáp ứng các đơn hàng từ những đối tác này và được xây dựng theo tiêu chuẩn của Nhật. Chúng tôi dự tính vào năm 2018, bên cạnh EU thì Nhật cũng là một thị trường chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của công ty, ước tính lên đến hơn 40%.

Kinh nghiệm của ban lãnh đạo về khả năng quản lý xưởng sản xuất:

AAA đã trải qua nhiều lần mở rộng sản xuất nên họ có kinh nghiệm đối với khâu tổ chức này nhằm đáp ứng sự yêu cầu khắt khe về chất lượng sản phẩm và tiêu tốn ít chi phí nhất. Một số ví dụ như: (1) phân công lao động cũ xen kẽ với lao động cũ tại các nhà xưởng nhằm đảm bảo chất lượng đáp ứng được đối tác, (2) thiết kế cửa và vị trí cây trồng, máy móc trong xưởng ở nơi phù hợp nhằm đảm bảo vệ sinh và tối đa hóa lợi nhuận v.v..

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả hoạt động kinh doanh

Đơn vị: Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015
DTT	1,010.03	1,157.51	1,560.64	1,598.84
+/- yoy	10.87%	14.55%	34.83%	2.44%
Lợi nhuận gộp	186.34	178.53	182.75	151.23
+/- yoy	-5.77%	-4.19%	2.36%	-16.00%
LNST (tỷ đồng)	55.142	54.936	46.964	38.711
+/- yoy	-15.78%	-0.37%	-14.51%	-17.58%

EPS	10,155	7,482	2,523	8,439
-----	--------	-------	-------	-------

Cuối năm 2014, giá dầu đột ngột sụt giảm mạnh đã làm cho công gặp rắc rối. Cụ thể khi đó AAA đã cố định giá nguyên vật liệu và giá bán ở mức cao. Việc giá nguyên vật liệu đột ngột giảm đã khiến cho đối tác EU muốn AAA giảm giá. Đứng trước 2 lựa chọn: hoặc hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu giảm hoặc giữ được bạn hàng và bị lỗ. AAA đã chọn phương án dài hạn và làm ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh cho tới tận Q2 2015 vừa rồi hợp đồng mới kết thúc.

Nửa đầu 2015 AAA vẫn bị ảnh hưởng từ hợp đồng năm 2015 nên trong thời gian này kết quả kinh doanh của công ty không được khả quan như trong quá khứ. Nhưng 2 quý cuối năm cho thấy những đột biến đáng kể trung bình lợi nhuận sau thuế mỗi quý đạt gần 20 tỷ do: (1) Không còn những đơn hàng gây bất lợi về giá, (2) tỷ giá USD tăng. Cả năm 2015, AAA ước tính đạt hơn 38 tỷ lợi nhuận sau thuế.

Tiếp tục với những lợi thế của năm 2015, năm 2016 lợi nhuận của AAA dự đoán thận trọng thì vẫn sẽ được tăng gấp đôi đạt khoảng 75 tỷ do: (1) nhà máy số 5 sẽ hoạt động hết công suất để phục vụ đối tác Nhật và đào tạo nhân công mới cho dự án nhà máy số 6, (2) khấu hao từ nhà máy 1 đã hết trong khi nhà máy số 6 chỉ đi vào khấu hao từ cuối năm 2016, chi phí khấu hao nhà máy 1 khoảng hơn 10 tỷ, (3) không có 2 quý đầu lỗ như năm 2015.

Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận sẽ thay đổi từ 11.7% năm 2014 xuống 10% năm 2015. Đối với năm 2017 biên lợi nhuận gộp AAA có thể sẽ giảm đôi chút với mục đích thu hút thị trường mới là Nhật Bản.

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E
Khả năng thanh toán					
Thanh toán hiện hành	1.30	2.05	2.49	2.05	2.30
Thanh toán nhanh	0.62	1.25	1.66	1.20	1.43
Thanh toán nợ ngắn hạn	0.05	0.33	0.59	0.14	0.23
Cấu trúc tài chính					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.71	0.72	0.63	0.65	0.75
Nợ phải trả/Tổng nguồn vốn	0.61	0.36	0.26	0.32	0.32
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	1.36	0.56	0.36	0.47	0.48
Hiệu quả hoạt động					
Vòng quay tổng tài sản	3.50	5.90	7.64	3.70	3.95
Vòng quay khoản phải trả	5.81	13.03	13.71	12.14	12.40
Vòng quay khoản phải thu	4.87	8.58	9.27	5.39	5.50
Vòng quay hàng tồn kho	3.96	7.72	10.41	5.98	6.50
Tỷ suất sinh lời					
Lợi nhuận trước thuế/Doanh thu thuần	12%	15%	12%	6%	11%
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần	10%	12%	9%	4%	9%
ROA	17%	28%	20%	7%	24%
ROE	39%	53%	30%	10%	41%

Chỉ số tài chính

Vòng quay hàng tồn kho: Vòng quay hàng tồn kho năm 2014 tăng đột biến so với năm 2013 là do chính sách nhập hàng của AAA đã thay đổi từ năm 2014 chuyển thành nhập 1 tháng 1 lần nhằm hạn chế tối đa rủi ro về giá nguyên liệu.

Khả năng thanh toán: Công ty có chỉ số thanh toán tương đối lành mạnh khi mà chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh đều lớn hơn 1. Cập nhật Q3 2015, hai chỉ số thanh toán này vẫn đang duy trì lần lượt 1.39 và 1.08 khẳng định tình hình tài chính an toàn của công ty.

Cấu trúc tài chính: AAA vào Q4/2015 mới huy động trái phiếu tổng trị giá 300 tỷ, thời hạn 3 năm nhằm tài trợ cho dự án nhà máy số 6. Vì vậy tỷ lệ đòn bẩy nợ trên tổng nguồn vốn sẽ tăng từ 48% lên hơn 55%. Việc phát hành trái phiếu này tạo ra những rủi ro của công ty như: (1) rủi ro chi phí lãi vay sẽ tăng đáng kể khi mặt bằng lãi suất đang có chiều hướng đi lên. Đối với rủi ro chi phí lãi vay thì năm 2016 vẫn chưa xảy ra vì trái phiếu đã cố định lợi suất năm đầu tiên là 5.6%.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

		RDP	SPP	TPP	TPC	AAA
Giá trị vốn hóa		424	134	117	151	428
EPS		3,838	741	2,499	469	417
BV		18,400	19,100	14,900	14,300	16,300
P/E		7.7	12.9	7.8	13.2	25.9
Thị trường tiêu thụ chính		Mỹ, Anh, Hà Lan, Đài Loan, Thái Lan, Campuchia	EU	Nhật Bản, Hoa Kỳ	EU	EU
Nợ/Tổng vốn	2014	67.0%	69.0%	76.0%	53.0%	45.0%
	9T2015	65.0%	71.0%	73.0%	46.0%	48.0%
ROE	2014	10.0%	4.0%	15.0%	1.0%	7.0%
	9T2015	7.0%	1.0%	2.0%	4.0%	3.0%
ROA	2014	3.0%	1.0%	4.0%	1.0%	4.0%
	9T2015	2.0%	0.0%	1.0%	2.0%	1.0%
Biên lợi nhuận gộp	2014	10.3%	13.5%	12.8%	6.6%	11.7%
	9T2015	14.0%	12.2%	13.7%	7.7%	11.5%
Biên lợi nhuận ròng	2014	2.1%	1.1%	1.7%	1.6%	3.0%
	9T2015	5.0%	1.1%	1.9%	1.5%	1.6%
Doanh thu	2014	1,079,625	745,613	669,570	741,824	1,560,644
	9T2015	835,967	615,095	632,662	510,055	1,451,062

AAA là doanh nghiệp có giá trị vốn hóa cao nhưng biên lợi nhuận không thuộc dạng top. Điều này là vì doanh nghiệp bị ảnh hưởng bởi hợp đồng quý 4 năm 2014. Nếu không có hợp đồng này thì biên lợi nhuận gộp của AAA cũng tương đối cao so với ngành nhựa bao bì ở mức hơn 12.5%.

Nếu so sánh với cùng quy mô doanh nghiệp thì RDP là đối tượng so sánh phù hợp tuy nhiên RDP có những mảng kinh doanh khác như giả da xuất khẩu sang châu Âu, nhựa tiêu dùng. Những mảng này có biên lợi nhuận gộp lớn hơn nhựa bao bì dẫn tới biên lợi nhuận gộp của RDP duy trì ở mức cao 14% so với các doanh nghiệp nhựa bao bì khác. ROE của AAA thấp hơn so với RDP điều này đến từ việc AAA đang sử dụng mức đòn bẩy thấp nhất trong ngành chỉ ở mức 48% so với 65% của RDP. Nếu so sánh về chỉ số ROA thì mặc dù đang ở giai đoạn khó khăn nhưng AAA vẫn là công ty hoạt động hiệu quả nhất.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

AAA đang có triển vọng tương đối tích cực, cụ thể trong năm 2015 ban lãnh đạo đã chia sẻ con số lợi nhuận cuối năm sẽ dao động trên 35 tỷ đóng góp phần lớn bởi 2 quý cuối đều có lợi nhuận sau thuế khoảng 20 tỷ. Năm 2016, dù tính toán thận trọng thì lợi nhuận ước tính vẫn sẽ tăng gấp đôi lên 75 tỷ vì những lý do sau:

- Thị trường xuất khẩu vẫn rất tiềm năng để mở rộng, bình quân tăng trưởng hơn 10% một năm.
- Chi phí khấu hao của nhà máy 1 đã khấu hao hết ước tính được lợi khoảng hơn 10 tỷ.

- Thị trường Nhật đang mở rộng do nhà sản xuất tại Nhật xu hướng thay đổi đối tác từ Trung Quốc chuyển sang Việt Nam. AAA sẽ hoạt động hết công suất nhà máy số 5 và mở thêm nhà máy số 6 để nắm bắt cơ hội này.
- Điều khoản mua bán đầu ra lẫn đầu vào trong hợp đồng sẽ linh hoạt theo giá hạt nhựa để hạn chế rủi ro nguyên vật liệu và gây khoản lỗ lớn như năm 2014.

Doanh thu và lợi nhuận của AAA được dự phóng như dưới đây.

Dự phóng doanh thu

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	1,598.84	1,665.88	2,235.01	2,998.58	3,298.44
LNST	38.711	75.123	111.751	149.929	164.922

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Đối với cổ phiếu AAA, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E và P/B.

P/E và P/B

	RDP	SPP	TPP	TPC	Trung bình
P/E	7.7	12.9	7.8	13.2	10.4
EPS forward 2015 AAA					804.9
EPS forward 2016 AAA					1,588.5
Giá theo P/E					12,200
P/B	1.62	0.56	1.31	0.43	0.98
Book value AAA					16,300
Giá theo P/B					15,900
Giá trị cổ phiếu (đồng)					14,000

Khuyến nghị

Giá mục tiêu của AAA là 14,000 đồng, chênh lệch 28.4% so với mức giá hiện tại 10,900 ngày 25/12/2015. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị theo dõi với mã cổ phiếu AAA.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích-Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương

Chuyên viên Phân tích: Phạm Việt Duy

Hội Sở Chính: Tòa nhà Machinco, tầng 3, số 444 Hoàng Hoa Thám, Q.Tây Hồ, TP. Hà Nội

Tel:(84-4)3573 0200

Fax: (84-4)35771966

Website:<http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng phân tích của APECS:

VŨ THỊ THU TRANG

PHẠM VIỆT DUY

Trưởng phòng Phân tích

Chuyên viên Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

duyvp@apec.com.vn

Tel:(84-4)3573 0200 – 692

Tel:(84-4)35730200–649