

**AAA – HOSE**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 01/03/2017)

Sàn giao dịch	HOSE
Số lượng CPLH	56.964.988
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	1.249.351
Thị giá	25.200
Giá khuyến nghị	29.884

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trần Thị Thu Trang  
[ttttrang\\_hcm@vcbs.com.vn](mailto:ttttrang_hcm@vcbs.com.vn)  
+84-38 200 751 (Ext: 641)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

VCBS Bloomberg  
Page:<VCBS><go>

**2017 – TIỀM NĂNG TỪ THỊ TRƯỜNG NHẬT VÀ MỸ**

➤ Năm 2016 được xem là cột mốc quan trọng của AAA và cũng là một trong những năm tăng trưởng tốt nhất cả về doanh thu và LNST. Cụ thể, doanh thu năm 2016 của AAA đạt 2.143,7 tỷ đồng (+32,8% yoy) và LNST đạt 142,9 tỷ đồng (+252,4% yoy). Như vậy tính chung cả năm, AAA đã hoàn thành 102% kế hoạch doanh thu và 143% kế hoạch lợi nhuận.

➤ Sản phẩm chủ lực vẫn là túi nhựa với tỷ trọng chiếm 78,3% tổng doanh thu, trong đó, thị trường chính Châu Âu vẫn chiếm tỷ trọng cao (68,4%). Đáng chú ý, tỷ trọng xuất khẩu sang Nhật và Mỹ cũng tăng khá mạnh trong năm trong năm 2016, đặc biệt là thị trường Nhật với doanh thu chiếm đến hơn 22% tổng doanh thu. Chúng tôi cho rằng đây cũng là chiến lược dài hạn của AAA khi hai nhà máy số 7 và số 8 đi vào hoạt động chính thức.

➤ Các nhà máy mới sẽ là động lực tăng trưởng chính của AAA trong tương lai. Nhà máy số 6 giai đoạn 1 chuyên sản xuất túi T – shirt, flat chất lượng cao được xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản đã được hoàn thiện vào tháng 6/2016, và chính thức đi vào sản xuất từ tháng 1/2017. Giai đoạn 2 của nhà máy hiện đã hoàn thiện xong phần nhà xưởng và hệ thống nhà kho, và đang tiếp tục thi công các hạng mục nội bộ đặc thù liên quan đến dây chuyền sản xuất, dự kiến lắp đặt máy móc và chạy thử trong Q1.2017. Trong khi đó, nhà máy số 7 chuyên sản xuất các sản phẩm cho thị trường Mỹ (túi drawstring, túi drawtape...) với công suất thiết kế 800 tấn/tháng, dự kiến đi vào hoạt động chính thức vào Q2.2017. Có thể nhận thấy AAA đang dần mở rộng thị trường sang Nhật và Mỹ với triển vọng tăng trưởng khả quan. Nhờ vào kinh nghiệm xây dựng nhà máy số 5 (xuất khẩu riêng cho thị trường Nhật) mà công ty có thể đáp ứng được những tiêu chuẩn khắt khe của thị trường khó tính này, đồng thời cũng có sẵn những khách hàng, đảm bảo cho việc tiêu thụ đầu ra của sản phẩm.

➤ Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của AAA sẽ đạt 2.870,2 tỷ đồng (+33,8% yoy) và LNST đạt 207,6 tỷ đồng (+45,3% yoy). Theo đó, EPS 2017 của công ty sau pha loãng là 3.235 đồng/cổ phiếu. Với mức giá ngày 28.02.2017 là 25.000 đồng/cổ phiếu, AAA hiện đang giao dịch với P/E forward 2017 là 7,7, khá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đầu ngành bao bì nhựa như AAA. Áp dụng phương pháp định giá so sánh theo P/E, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của AAA vào cuối năm 2017 là **29.884 đồng/cổ phiếu**. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu AAA.

	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	1.157.508	1.560.644	1.614.549	2.143.770	2.870.273
% yoy	14,60%	34,83%	3,45%	32,78%	33,89%
LNST	55.472	47.781	40.550	142.927	207.695
% yoy	-1,25%	-13,86%	-15,13%	252,47%	45,32%
Biên LNG	15,42%	11,71%	11,76%	14,32%	13,81%
Biên LNR	4,79%	3,06%	2,51%	6,67%	7,24%
VCSH	552.018	786.325	819.484	954.751	1.000.962
EPS	2.775	1.895	642	2.611	3.235

Nguồn: VCBS tổng hợp

## ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

### Tổng quan

Công ty Cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát tiền thân là công ty TNHH Anh Hai Duy được thành lập từ tháng 9/2002 với vốn điều lệ là 500 triệu đồng. Tháng 3/2007, công ty chuyển đổi hoạt động sang hình thức công ty cổ phần với vốn điều lệ 30 tỷ đồng. Tháng 7/2010, công ty niêm yết 9,9 triệu cổ phiếu trên sàn HNX. Sau nhiều lần tăng vốn, vốn điều lệ hiện nay của AAA là gần 570 tỷ đồng.

### Ngành nghề kinh doanh

Sản xuất kinh doanh bao bì và hạt nhựa, trong đó, kinh doanh bao bì chiếm đến gần 90% doanh thu. Với màng bao bì, An Phát chủ yếu sản xuất túi đựng cho siêu thị. Hiện nay công ty cũng đang chú trọng phát triển sản phẩm túi tự hủy với định hướng đây sẽ là sản phẩm chiến lược của AAA. Ngoài ra, công ty còn sản xuất các loại màng nhựa che cây phục vụ cho ngành Nông nghiệp. Đối với hoạt động sản xuất kinh doanh hạt nhựa, hiện nay sản phẩm của công ty gồm có hạt LLD PE, HDPE, PP, hạt Callbest.

### Thị trường tiêu thụ

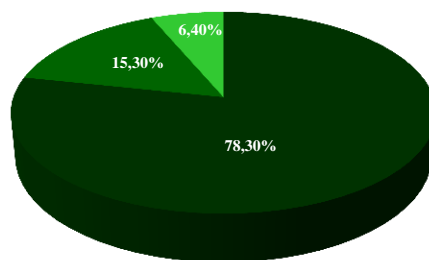
Hiện nay, An Phát xuất khẩu hơn 90% tổng sản lượng ra nước ngoài với các thị trường chủ yếu: EU, Nhật, Mỹ..., trong đó, EU vẫn là thị trường xuất khẩu chủ lực của AAA với tỷ trọng chiếm gần 70% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu. Các sản phẩm của AAA tại thị trường EU có lợi thế cạnh tranh tốt hơn so với sản phẩm của Trung Quốc do không phải chịu thuế chống bán phá giá (giao động từ 52,3% đến 71,1%) và thuế chống trợ cấp (5,28%). Tuy nhiên, AAA đang hướng mục tiêu đến những thị trường khó tính hơn như Nhật Bản và Mỹ, trong đó, nhà máy số 6 (phục vụ chính cho thị trường Nhật Bản) và nhà máy số 7 (phục vụ chính cho thị trường Mỹ) sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho công ty trong tương lai.

## KQKD 2016

**AAA đã công bố BCTC kiểm toán hợp nhất năm 2016 với doanh thu và LNST đều ghi nhận sự tăng trưởng mạnh.** Cụ thể, doanh thu năm 2016 của AAA đạt 2.143,7 tỷ đồng (+32,8% yoy) và LNST đạt 142,9 tỷ đồng (+252,4% yoy). Như vậy tính chung cả năm, AAA đã hoàn thành 102% kế hoạch doanh thu và 143% kế hoạch lợi nhuận. Doanh thu tăng tốt trong năm 2016 là do:

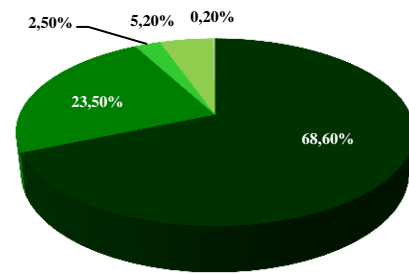
- (1) **Sản lượng tiêu thụ tăng tích cực.** Sản lượng năm 2016 đạt 62.321 tấn (+16,98% yoy), trong đó, xét riêng về từng nhóm sản phẩm, có thể nhận thấy túi nhựa vẫn là nhóm sản phẩm chủ lực của AAA với doanh thu đạt 1.679,5 tỷ đồng (+21,6% yoy, chiếm 78,3% doanh thu). Đây là nhóm sản phẩm được xuất chủ yếu sang các thị trường trọng điểm của AAA như EU, Nhật Bản, Mỹ. Trong khi đó, doanh thu từ kinh doanh hạt nhựa tuy chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ nhưng lại có sự gia tăng mạnh so với năm 2015, đạt 328,1 tỷ đồng (+151% yoy, chiếm 15,3%), phần còn lại đến từ kinh doanh hạt CaCO<sub>3</sub>. Nếu xét riêng về thị trường xuất khẩu, thị trường chủ lực của AAA vẫn là Châu Âu, tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy tỷ trọng doanh thu đến từ thị trường châu Âu đã sụt giảm qua các năm, trong khi đó, thị trường Nhật lại thể hiện sự tăng trưởng mạnh trong doanh thu, và chiếm đến hơn 22,2% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu năm 2016. Cùng xu hướng đó là thị trường Mỹ, tuy chỉ chiếm 2,5% doanh thu, nhưng cơ cấu này đã có sự gia tăng đáng kể so với mức 1,4% trong năm 2015. Do đó có thể nhận thấy rằng, mặc dù vẫn duy trì thị trường chủ lực là Châu Âu, nhưng AAA đang dần mở rộng sang các thị trường nhiều tiềm năng hơn là Nhật và Mỹ, và chúng tôi cho rằng, đây cũng chính là chiến lược chủ đạo và dài hạn của AAA bắt đầu từ năm 2017.

**Cơ cấu doanh thu năm 2016 theo sản phẩm**



■ Tái ■ Hạt nhựa ■ CaCO3

**Cơ cấu doanh thu năm 2016 thị trường xuất khẩu của AAA**

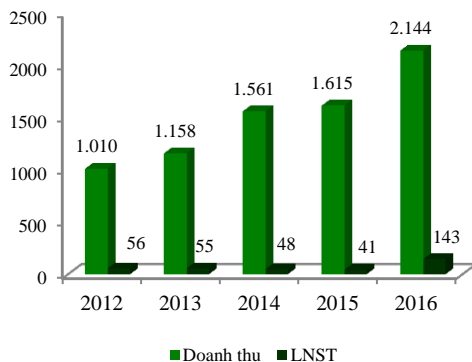


■ Châu Âu ■ Châu Á ■ Châu Mỹ ■ Châu Úc ■ Châu Phi

*Nguồn: AAA, VCBS tổng hợp*

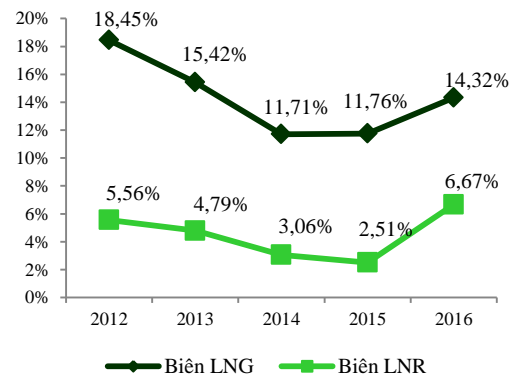
- (2) **Chi phí nguyên vật liệu ổn định cải thiện biên LNG.** Chi phí giá vốn luôn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của AAA, đạt 85,7%, nguyên nhân là do chi phí nguyên vật liệu – chủ yếu là hạt nhựa PE – luôn chiếm tỷ trọng cao, hơn 90% giá vốn hàng bán. Đáng chú ý, công ty hiện nay đã chủ động được nguồn nguyên liệu CaCO3 là một chất phụ gia chiếm tỷ trọng đáng kể từ nhà máy An Phát – Yên Bái. Hiện nay, chính sách bán hàng và nhập hàng của AAA cũng đã thay đổi, công ty sẽ thỏa thuận với khách hàng và nhà cung cấp sẽ điều chỉnh đơn giá theo hợp đồng mỗi khi có thay đổi giá 5%, giúp công ty linh hoạt hơn trong quá trình sản xuất và không bị ảnh hưởng nhiều khi giá hạt nhựa giảm như trong năm 2015. Với chính sách mới này, biên LNG của công ty đã được cải thiện, đạt 14,3% so với mức 11,7% trong năm 2015 mặc dù mặt bằng giá dầu thế giới kể từ Q3.2016 trở đi tăng so với năm trước.

**Doanh thu và LNST giai đoạn 2012 - 2016 (tỷ đồng)**



■ Doanh thu ■ LNST

**Biên LNG và LNR giai đoạn 2012 - 2016**



◆ Biên LNG ■ Biên LNR

*Nguồn: AAA, VCBS tổng hợp*

**Công ty ghi nhận lỗ thuần hoạt động tài chính trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu giảm mạnh.** Trong năm 2016, hoạt động tài chính mang lại cho AAA hơn 30 tỷ đồng doanh thu (+34.8% yoy), phần lớn đến từ lãi chênh lệch tỷ giá. Mặc dù hơn 80% nguyên vật liệu đầu vào của AAA được nhập khẩu và thanh toán bằng đồng USD, nhưng hơn 90% doanh thu của AAA đến từ việc xuất khẩu, do đó, giảm thiểu bớt rủi ro tỷ giá cho công ty. Năm 2016, đồng VND mất giá khoảng 1,1% - 1,2% đã giúp công ty ghi nhận hơn 18 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá. Trong khi đó, chi phí tài chính của công ty tăng 7,87% yoy, đạt 53,9 tỷ đồng nên công ty vẫn ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá. Tỷ lệ

chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu của AAA cũng giảm mạnh từ 7,2% xuống còn 5,6%, nguyên nhân là do chi phí bán hàng giảm mạnh.

**Tiến độ thực hiện hai nhà máy mới được thiết kế riêng cho thị trường Nhật Bản và Mỹ.** Nhà máy số 6 được khởi công xây dựng từ năm 2015 với tổng vốn đầu tư 500,6 tỷ đồng, công suất thiết kế 3.200 tấn sản phẩm/tháng và được chia làm hai giai đoạn.

- **Giai đoạn 1 – nhà máy 6A** chuyên sản xuất túi T – shirt, flat chất lượng cao được xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản đã được hoàn thiện vào tháng 6/2016, hiện tại đang được lắp đặt thêm một số máy móc cuối cùng theo đúng thiết kế kỹ thuật. Tháng 1/2017, giai đoạn 1 đã chính thức đi vào sản xuất, dự kiến sau khi hoạt động ổn định sẽ góp phần tăng thêm 600 – 700 tỷ đồng doanh thu của AAA.
- Được thi công đồng thời trong giai đoạn này là **nhà máy số 6 giai đoạn 2 – Nhà máy 6B**. Đây là nhà máy chuyên sản xuất các dòng sản phẩm có doanh thu cao của Công ty, các dòng sản phẩm này phải đáp ứng các yêu cầu đặc biệt về tiêu chuẩn vệ sinh như túi đựng thực phẩm siêu sạch, hay đòi hỏi cao về kỹ thuật sản xuất như túi thời trang, túi khóa zipper,... Do vậy, giai đoạn thi công xây dựng nhà máy 6B kéo dài hơn so với các dự án khác. Nhà máy 6B hiện đã hoàn thiện xong phần nhà xưởng và hệ thống nhà kho, và đang tiếp tục thi công các hạng mục nội bộ đặc thù liên quan đến dây chuyền sản xuất, dự kiến lắp đặt máy móc và chạy thử trong Q1.2017. Dự kiến đến cuối năm 2018 sẽ hoạt động hết công suất. Chúng tôi nhận thấy rằng, Nhật Bản là một thị trường khá khó tính với những tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng sản phẩm, tuy nhiên với nền tảng khách hàng có sẵn, AAA không gặp khó khăn nhiều đối với việc tìm kiếm đầu ra cho sản phẩm từ nhà máy mới này, đồng thời kế hoạch sản xuất của nhà máy được xây dựng dựa trên đơn đặt hàng sẵn có, nên đầu ra luôn được đảm bảo. Một số khách hàng Nhật đã đặt hàng trước cho các sản phẩm của nhà máy số 6 này.

**Nhà máy số 7 đã hoàn thiện các hạng mục xây dựng để chạy thử trong quý 1/2017.** Nhà máy 7 chuyên sản xuất các sản phẩm cho thị trường Mỹ (túi drawstring, túi drawtape...) với công suất thiết kế 800 tấn/tháng. Đây là các dòng sản phẩm mới, yêu cầu công nghệ sản xuất phức tạp hơn song cũng đem lại giá trị thu hồi cao hơn các sản phẩm truyền thống. AAA đã liên hệ với một số khách hàng Mỹ và sớm hoàn thiện một số mẫu sản phẩm để đạt được hợp đồng từ những khách hàng này. Nhà máy này dự kiến sản xuất chính thức từ Q2.2017 và sẽ hoạt động hết công suất từ 6 tháng cuối năm 2017. Tuy nhiên, triển vọng xuất khẩu vào thị trường Mỹ trở nên khó khăn hơn với khả năng thay đổi chính sách thuế đối với hàng nhập khẩu của Donald Trump. AAA cũng đã chia sẻ nếu thị trường Mỹ trở nên bất ổn, công ty sẽ chuyển hướng tiêu thụ sang thị trường châu Âu, tuy nhiên chúng tôi đánh giá rằng so với châu Âu thì thị trường Mỹ có nhiều tiềm năng tăng trưởng hơn. Như vậy khi cả hai nhà máy số 6 và số 7 hoàn thành và hoạt động ổn định, tổng công suất của nhà máy sẽ nâng lên 96.000 tấn/năm.

**Thoái vốn tại Công ty Cổ phần Nhựa, Bao bì Vinh (VBC).** Trong thời gian tới, để tối ưu nguồn vốn, công ty sẽ tái cấu trúc các khoản đầu tư thụ động, trong đó có khoản đầu tư tại Công ty Cổ phần Nhựa, Bao bì Vinh (VBC). Do đó, AAA đã thoái toàn bộ 966.582 cổ phiếu VBC, tương đương với tỷ lệ sở hữu 32,22% vào ngày 10/1/2017 thu về 68,6 tỷ đồng, lợi nhuận dự kiến khoảng 35 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong Q1.2017.

**Triển khai giải thể dự án tại CHDCND Lào, thu hồi vốn để đầu tư dự án Nhà máy 8.** Năm 2015, Đại hội đồng cổ đông công ty đã phê duyệt việc điều chỉnh giảm vốn đầu tư, thu hẹp quy mô dự án đầu tư tại Công ty TNHH Nhựa Thakhek (dự án tại Cộng hòa Dân chủ Nhân dân Lào) do một số vấn đề khách quan về hạ tầng cơ sở và vận tải hàng hoá. Sau khi thu hẹp quy mô dự án, Hội đồng quản trị đã tích cực triển khai dự án theo định hướng của Đại hội đồng cổ đông, tuy nhiên những khó khăn khách quan chưa được Chính phủ Lào và Việt Nam khắc phục nên rất khó để đảm bảo hiệu quả đầu tư. Vì vậy, được

chấp thuận bởi Đại hội đồng cổ đông qua hình thức xin ý kiến bằng văn bản, AAA hiện đang triển khai các công tác giải thể Công ty TNHH Nhựa Thakhek, thu hồi toàn bộ 2 triệu USD vốn còn lại của dự án để đầu tư vào các dự án mới.

**Phát hành hơn 5 triệu cổ phiếu cho người sở hữu chứng quyền, tăng vốn điều lệ lên gần 570 tỷ đồng.** Năm 2015, công ty đã phát hành 300.000 trái phiếu kèm chứng quyền (mỗi chứng quyền tương ứng với quyền mua 100 cổ phiếu phổ thông của AAA) để huy động vốn thực hiện dự án đầu tư Nhà máy 6. Công ty cũng đạt được cam kết với các cá nhân, tổ chức sở hữu chứng quyền về thời gian thực hiện quyền. Theo đó, thời gian thực hiện chứng quyền được chia làm hai đợt, trong đó, đợt thực hiện quyền đầu tiên, tại thời điểm 1 năm sau ngày phát hành, các nhà đầu tư sẽ thực hiện tối đa 55.000 chứng quyền, số chứng quyền còn lại sẽ được thực hiện sau tháng 6/2018. Trong đợt 1, các cá nhân, tổ chức đã đăng ký thực hiện 50.650 chứng quyền vào tháng 12/2016 và AAA đã phát hành mới 5.065.000 cổ phần, với mức giá phát hành cho người sở hữu chứng quyền là 11.500 đồng/cổ phần. Như vậy, sau đợt phát hành đầu tiên cho người sở hữu chứng quyền, vốn điều lệ của AAA đã tăng lên gần 570 tỷ đồng và tổng số cổ phiếu tăng thêm là 5,065 triệu cổ phiếu, thời gian thực hiện chứng quyền còn lại của đợt 1 là trong năm 2017 với số lượng cổ phiếu phát hành thêm là 4.350 cổ phiếu. Sau ngày 30.06.2018, công ty sẽ phát hành thêm 245.000 cổ phiếu để thực hiện nốt đợt còn lại. Theo đó, tổng số lượng cổ phần của AAA đến hết năm 2018 là 81,9 triệu cổ phiếu, so với mức hiện tại là 56,9 triệu. **Như vậy chúng tôi tổng kết lại, trong năm 2017, số lượng cổ phiếu lưu hành của AAA sẽ tăng lên 57,4 triệu cổ phiếu, nên rủi ro pha loãng trong năm nay là không đáng kể. Tuy nhiên đến năm 2018, tổng số lượng cổ phiếu lưu hành là 81,9 triệu cổ phiếu, và rủi ro pha loãng cho các cổ đông hiện hữu là khá lớn.** Đây là một điểm cần chú ý của AAA trong năm 2018, nhưng với tình hình hai nhà máy số 6 và số 7 sẽ hoạt động ổn định và hết công suất trong năm 2018, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sẽ rất khả quan, và có thể cover được phần pha loãng EPS này của AAA.

**Bảng: Lộ trình thực hiện chứng quyền**

2016	2017	2018
<ul style="list-style-type: none"> <li>Thực hiện <b>50.650</b> chứng quyền ~ 5.065.000 cổ phiếu đợt 1.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thực hiện <b>4.350</b> chứng quyền ~ 435.000 cổ phiếu còn lại của đợt 1.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Thực hiện <b>245.000</b> chứng quyền ~ 24.500.000 cổ phiếu đợt 2</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vốn điều lệ: ~570 tỷ đồng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vốn điều lệ: ~574 tỷ đồng</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vốn điều lệ: ~819 tỷ đồng</li> </ul>

*Nguồn: AAA, VCBS tổng hợp*

**Chính thức niêm yết trên sàn HOSE.** Ngày 25/11/2016, cổ phiếu Công ty Cổ phần Nhựa và Môi trường Xanh An Phát đã chính thức niêm yết trên Sàn giao dịch chứng khoán TP. Hồ Chí Minh (HOSE) với mức giá tham chiếu trong phiên giao dịch đầu tiên là 31.500 đồng/cổ phiếu. Sau khoảng 6 năm niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, AAA đã quyết định chuyển sang sàn HOSE. Đây được xem là một bước tăng cơ hội tiếp cận các nguồn vốn đầu tư của AAA.

**Kế hoạch phát hành cho cổ đông chiến lược bị hủy bỏ.** Trong năm 2016, công ty TPBI của Thái Lan – đối thủ lớn nhất của AAA trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bao bì đã có kế hoạch mua 35% cổ phần công ty với mức giá hấp dẫn. AAA cũng từng đặt mục tiêu lựa chọn đối tác chiến lược là các doanh nghiệp cùng ngành, nhằm hỗ trợ và học hỏi lẫn nhau, và cũng nhận thấy TPBI là đối tác phù hợp. Tuy nhiên, do cả hai bên không thể thống nhất được một số điều khoản nên HĐQT đã quyết định tạm gác lại kế hoạch này.



	AAA	TPBI (Thái Lan)
Sản phẩm	90% túi nilon thông thường, 10% túi tự hủy	80% túi thông thường, 20% màng đa lớp và bao bì màng phức
Thị trường	100% xuất khẩu, trong đó, Nhật Bản chiếm 20%	Nội địa: 38%, Nhật Bản chiếm 9%, Mỹ chiếm 13%
Vốn hóa thị trường	65 triệu USD	170 triệu USD
Doanh thu	94 triệu USD	130 triệu USD
LN ròng	6,3 triệu USD	11 triệu USD
Công suất 2016	62.000 tấn	64.000 tấn
Tỷ suất	95%	83 – 85%
Công suất dự kiến 2017	86.000 tấn	64.000 tấn
Tốc độ tăng trưởng doanh thu 2016	33%	9,5%
CARG 2012 - 2016	16%	10%

Nguồn: AAA

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

### Sức khỏe tài chính

Cơ cấu tài sản của AAA tương đối cân bằng với tỷ trọng tài sản ngắn hạn và dài hạn gần như cân đối. Hiệu quả sử dụng tài sản nhìn chung là giảm nhẹ qua các năm, với hệ số vòng quay tổng tài sản đạt 0,85 vào năm 2016. Nếu nhìn chi tiết vào từng loại tài sản, chúng tôi nhận thấy:

- (1) Vòng quay hàng tồn kho cải thiện sau khi thay đổi chính sách nhập nguyên liệu mới: trước đây, công ty thực hiện dự trữ nguyên liệu giúp AAA hưởng lợi khi đàm phán được giá tốt. Tuy nhiên, trong giai đoạn giá nguyên liệu giảm mạnh, chính sách này lại gây thiệt hại cho công ty. Do đó, từ năm 2014, AAA đã thiết lập chính sách bán hàng mới, bằng cách mua nguyên liệu theo từng tháng tùy theo đơn đặt hàng của khách chứ không tích trữ như trước. Do đó, vòng quay hàng tồn kho của công ty tăng đột biến trong năm 2014 lên 8,16. Tuy nhiên cuối năm 2016, hệ số vòng quay hàng tồn kho giảm mạnh, xuống chỉ còn 5,53 do lượng hàng tồn kho nguyên liệu tăng mạnh. Theo công ty chia sẻ, nguyên nhân là do nhà cung cấp nhựa cho AAA đã thực hiện hỗ trợ một lượng lớn nguyên vật liệu với mức giá tốt để bù đắp cho giai đoạn gặp khó khăn dưới tác động của giá dầu giảm vào đầu năm 2015. Do vậy, trong tương lai AAA sẽ hưởng lợi rất nhiều từ mức giá vốn thấp. Phần lớn nguyên vật liệu của AAA hiện được nhập khẩu từ các nhà cung cấp của Singapore và Ả Rập. Singapore cũng là một nước trong khối TPP nên việc nhập nguyên liệu sẽ vẫn đảm bảo AAA được hưởng lợi khi gia nhập TPP.
- (2) Vòng quay các khoản phải thu giảm nhẹ do chính sách mở rộng bán hàng, tuy nhiên mức giảm cũng không đáng kể.
- (3) Hiệu quả sử dụng tài sản cố định giảm nhẹ trong năm 2016 do việc xây dựng thêm nhà máy số 6 và số 7. Như đã phân tích ở trên, nhà máy số 6 giai đoạn 1 đã hoàn thành vào tháng 6/2016 và nhà máy số 7 cũng cơ bản đã hoàn thiện các hạng mục để chuẩn bị đưa vào chạy thử trong Q1.2017. Do đó, TSCĐ của công ty tăng mạnh từ 595,3 tỷ đồng lên 1.338 tỷ đồng trong năm 2017 khiến cho hệ số vòng quay TSCĐ giảm xuống 2,22 do doanh thu tăng chưa theo kịp tốc độ tăng của TSCĐ. Dự kiến khi đưa vào sản xuất chính thức, hệ số này sẽ được cải thiện tốt hơn. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý, TSCĐ tăng cao sẽ kéo theo chi phí khấu hao cũng gia

tăng đáng kể.

Như vậy về cơ bản, chúng tôi đánh giá hiệu quả sử dụng tài sản của AAA vẫn duy trì tốt và được dự báo sẽ cải thiện tốt hơn khi nhà máy số 6 và số 7 hoạt động chính thức.

**Cơ cấu nguồn vốn** của AAA duy trì ổn định trong giai đoạn 2012-2015, tuy nhiên, vay nợ ngắn hạn và dài hạn tăng đột biến trong năm 2016 với 800,7 tỷ đồng dư nợ vay ngắn hạn (+82,5% yoy) và 982,5 tỷ đồng dư nợ vay dài hạn, trong đó có 575 tỷ đồng trái phiếu chuyển đổi để tài trợ cho dự án nhà máy số 6 và số 7. Một điểm đáng chú ý đối với cơ cấu nợ vay của AAA là công ty vay nợ bằng đồng USD khá nhiều, nguyên nhân là do AAA đang được vay ưu đãi USD với lãi suất rất thấp (khoảng 1,5% - 1,7%/năm) nên công ty đã tận dụng vay nợ bằng ngoại tệ này. Công ty chia sẻ nếu trong trường hợp không vay được bằng USD nữa thì sẽ chuyển sang vay VND cũng với lãi suất khoảng 4,5%/năm. Với một lượng lớn dư nợ vay như vậy, khả năng thanh toán lãi cũng như nợ gốc là một điều phải chú ý đối với AAA.

**Phân tích dòng tiền.** Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong năm 2016 được cải thiện rất tốt do lợi nhuận tăng mạnh, đạt 88 tỷ đồng. Chúng tôi nhận thấy ngoại trừ năm 2015, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của AAA cũng khá tích cực với hệ số CFO/NI luôn trên 1, chỉ ngoại trừ năm 2015 do giá hạt nhựa giảm mạnh. Trong năm 2016, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của AAA đạt 80,1 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức âm 73 tỷ đồng trong năm 2015. Bên cạnh đó, việc xây dựng nhà máy số 6 và số 7 cũng đã gia tăng chi phí TSCĐ khiến dòng tiền đầu tư ghi nhận âm 1.011,6 tỷ đồng. Chúng tôi đánh giá chất lượng dòng tiền của AAA trong các năm qua duy trì khá ổn định, với số dư tiền mặt luôn chiếm khoảng gần 30% tổng tài sản.

## TRIỂN VỌNG

**Kế hoạch 2017.** Nếu như năm 2016 là năm đánh dấu những cột mốc quan trọng thì năm 2017 được xem như năm trọng tâm phát triển của AAA khi chính thức đưa vào vận hành hai dự án nhà máy quan trọng là nhà máy số 6 và số 7. Với năng lực sản xuất hiện tại và ước tính cho năm nay, công ty đặt kế hoạch năm 2017 với sản lượng hợp nhất là 86.000 tấn (+38% yoy), doanh thu hợp nhất đạt 2.900 tỷ đồng (+35% yoy) và LNST đạt 200 tỷ đồng (+40,8% yoy) và tỷ lệ chi trả cổ tức dự kiến 20 – 30% tiền mặt, tương ứng dividend yield 7-11%, đây là mức khá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp sản xuất như AAA. Cổ tức năm 2016 đã được tạm ứng đợt 1 trong tháng 12/2016 với tỷ lệ 10% bằng tiền mặt, 10% còn lại sẽ được tiếp tục chi trả trong tháng 4/2017. Bên cạnh đó, AAA đã thông qua phương án phát hành 1,7 triệu cổ phiếu ưu đãi cho cán bộ công nhân viên (ESOP) với mức giá 10.000 đồng/cp và thời gian thực hiện dự kiến trong năm 2017. Số cổ phiếu này bị hạn chế chuyển nhượng trong vòng 2 năm.

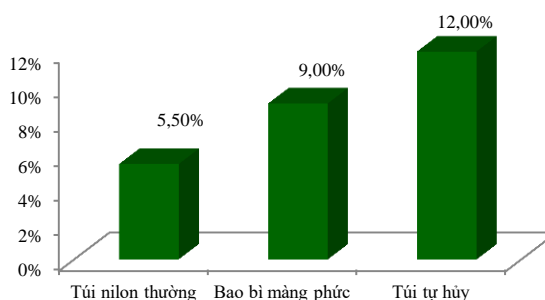
Chúng tôi cũng nhận thấy kế hoạch này là khá thách thức cho AAA, tuy nhiên với triển vọng hiện tại của công ty, chúng tôi cho rằng AAA sẽ có thể hoàn thành được kế hoạch đề ra. Đồng thời ban lãnh đạo công ty cũng chia sẻ thêm, Q1.2017, công ty đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ 17.800 tấn, doanh thu đạt 600 tỷ đồng và LNST đạt 40 tỷ đồng. Chúng tôi cũng lưu ý rằng trong Q1 công ty sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn khỏi VBC hơn 35 tỷ đồng, do đó khả năng kết quả kinh doanh Q1 sẽ khả quan. Trong các năm tới, chiến lược xuất khẩu của AAA sẽ là thị trường theo hướng giữ ổn định tại thị trường châu Âu và sẽ mở rộng tại thị trường Nhật từ 9.000 tấn năm 2016 lên 26.000 tấn (2017) và 37.000 tấn (2018), song song với đó sẽ tăng sản lượng tại thị trường Mỹ. Bên cạnh đó, công ty cũng đẩy mạnh sản lượng túi tự hủy, đảm bảo chiếm 10% trong cơ cấu sản lượng, với biên LN cao, chúng tôi cho rằng trong năm 2017, biên LN của công ty cũng sẽ cải thiện tốt.

**EU vẫn là thị trường trọng điểm, trong khi đó, Nhật Bản mở ra nhiều cơ hội mới cho AAA.** Thị trường xuất khẩu trọng điểm của AAA vẫn là EU với tỷ trọng chiếm gần 70% tổng doanh thu và hiện còn nhiều tiềm năng phát triển. Ngoài ra, tại các thị trường châu Âu, sản phẩm của Việt Nam không bị

áp thuế chống bán phá giá từ 8% - 30% như các nước châu Á khác như Trung Quốc. Đây là điều kiện thuận lợi để các doanh nghiệp nhựa Việt Nam như AAA tăng cường xuất khẩu vào thị trường này. Bên cạnh EU thì Nhật Bản cũng là một thị trường rất tiềm năng cho ngành nhựa xuất khẩu khi nhu cầu các sản phẩm nhựa tại thị trường này hàng năm vào khoảng 8 tỷ USD. Với nền tảng khách hàng và kinh nghiệm sẵn có khi xây dựng nhà máy số 5 chuyên sản xuất hàng xuất khẩu sang Nhật, chúng tôi cho rằng nhà máy số 6 của AAA cũng sẽ tiêu thụ tốt, và hiện đã có một số khách hàng đặt hàng trước cho nhà máy số 6 của công ty. So sánh về quy mô của hai thị trường Nhật Bản và Châu Âu, thì quy mô gần như tương đồng giữa hai thị trường này. Hiện tại việc xuất khẩu vào Châu Âu không mang lại lợi ích nhiều như Nhật Bản nếu hiệp định TPP được ký kết.

**Kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất bao bì màng phức (nhà máy số 8).** Nhận thấy nhu cầu về dòng sản phẩm này tại thị trường nội địa và thế giới không ngừng tăng lên, công ty đã đề xuất triển khai xây dựng dự án nhà máy số 8 chuyên sản xuất bao bì màng phức với tổng vốn đầu tư dự kiến là 500,6 tỷ đồng, công suất 2.000 tấn/tháng (50% túi tự hủy, 50% bao bì màng phức), trong đó giai đoạn 1 có công suất 600 tấn/tháng và giai đoạn 2 là 1.400 tấn/tháng. Sản phẩm từ các nhà máy này chủ yếu được sử dụng làm bao bì thực phẩm và cung cấp cho các hệ thống siêu thị như Vin Mart, Big C, Aeon Mall, Lotte Mart và Intimex. Nhà máy dự kiến bắt đầu xây dựng từ Q2.2017 và sẽ đi vào sản xuất chính thức từ Q4.2019. Theo công ty chia sẻ, biên LNR của sản phẩm túi tự hủy cao hơn mặt bằng chung của các sản phẩm túi nilon thông thường và bao bì màng phức, do đó, việc mở rộng sang nhóm sản phẩm này sẽ giúp cải thiện hơn nữa biên LNR của công ty.

**Biên LNR các loại sản phẩm**

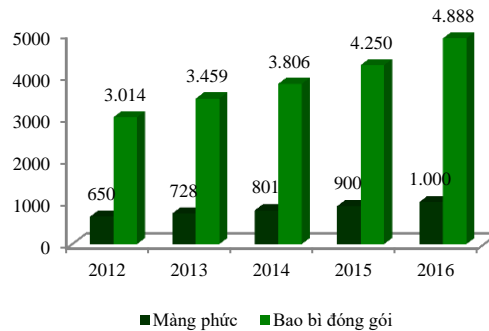


**Nguồn: AAA, VCBS tổng hợp**

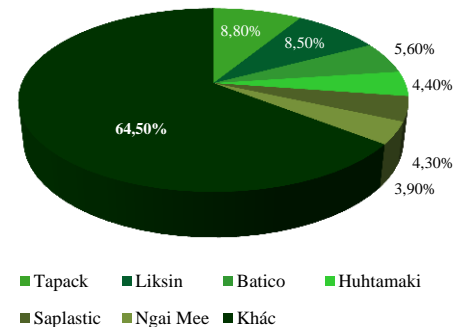
Bên cạnh đó, thị trường bao bì màng phức tại Việt Nam cũng còn rất tiềm năng, với tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2012 – 2016 đạt 11,3% và ngoài các nhà phân phối lớn như Tapack, Liksin... phần lớn thị phần vẫn thuộc về các cơ sở sản xuất, phân phối nhỏ lẻ. Do đó, đây là cơ hội lớn cho AAA xâm nhập thị trường này. Chúng tôi nhận thấy các dự án này khá khả thi khi nhu cầu của thị trường đối với các sản phẩm này rất cao nên sẽ tạo động lực tăng trưởng cho AAA bên cạnh sản phẩm túi nhựa truyền thống.



**Quy mô thị trường bao bì màng phức Việt Nam (triệu USD)**



**Thị phần màng phức tại Việt Nam**



*Nguồn: AAA, VCBS tổng hợp*

**Kế hoạch nói room.** Để thuận lợi cho kế hoạch nói room khối ngoại lên 100%, cổ đông công ty đã thông qua việc hủy bỏ 2 ngành nghề kinh doanh có giới hạn tỷ lệ sở hữu nhà đầu tư nước ngoài là bất động sản và vận chuyển hàng hóa, hành khách bằng ô tô và các hoạt động phụ trợ vận tải. Đây là hai ngành nghề công ty không kinh doanh và không phát sinh các hoạt động liên quan khác. Vấn đề nói room đã được UBCKNN phân hồi và hiện chỉ còn là thủ tục. Sau khi hoàn tất xóa hai ngành nghề, việc nói room sẽ diễn ra trong năm 2017.

## ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

AAA là doanh nghiệp dẫn đầu trong ngành sản xuất bao bì, túi nhựa với thị trường xuất khẩu chủ lực là EU, Nhật và Mỹ. Năm 2016 đánh dấu một cột mốc quan trọng trong quá trình phát triển của AAA với hai dự án trọng điểm là nhà máy số 6 và số 7. Chúng tôi cho rằng đây cũng sẽ là động lực tăng trưởng chính của AAA trong giai đoạn 2017 – 2018. Tổng công suất của 4 nhà máy hiện tại của AAA là 46.313 tấn sản phẩm, khi hai nhà máy này đi vào hoạt động ổn định, tổng công suất sẽ tăng lên 96.000 tấn vào năm 2019. Chúng tôi dự phóng trong năm 2017, nhà máy số 6 sẽ chạy được khoảng 50% công suất và sẽ hoạt động hết công suất vào năm 2018, trong khi đó, nhà máy số 7 hiện đang chạy thử trong Q1.2017, và dự kiến sẽ đi vào hoạt động chính thức từ Q2.2017, do đó, chúng tôi dự phóng mức sản lượng thận trọng cho nhà máy này là khoảng 20% công suất thiết kế. Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của AAA sẽ đạt 2.870,2 tỷ đồng (+33,9% yoy) và LNST đạt 207,7 tỷ đồng (+45,3% yoy). Theo đó, EPS 2017 của công ty sau pha loãng là 3.235 đồng/cổ phiếu.

Với mức giá ngày 28.02.2017 là 25.000 đồng/cổ phiếu, AAA hiện đang giao dịch với P/E forward 2017 là 7,7, khá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp đầu ngành bao bì nhựa như AAA. Áp dụng phương pháp định giá so sánh theo P/E, chúng tôi ước tính mức giá hợp lý của AAA vào cuối năm 2017 là **29.884 đồng/cổ phiếu**. Với triển vọng gia tăng sản lượng từ các nhà máy mới và tiềm năng tốt của các thị trường Nhật Bản và Mỹ, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho cổ phiếu AAA. Tuy nhiên rủi ro pha loãng trong dài hạn khi các chứng quyền được chuyển đổi hết vẫn là vấn đề lo ngại chính của chúng tôi về AAA.

Mã	Giá ngày 01.03.2017	EPS	BVPS	PB	PE
VBC	66.000	8.810	32.740	2,02	7,49
RDP	15.100	2.360	18.690	0,81	6,40

SPP	20.600	1.580	19.530	1,05	13,04
TPC	9.100	1.000	14.800	0,61	9,10
TPP	32.000	2.900	15.580	2,05	11,03
SVI	48.000	5.740	25.720	1,87	8,36
<b>Trung bình</b>				<b>1,40</b>	<b>9,24</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

**Trần Thị Thu Trang**  
Chuyên viên Phân tích  
ttttrang\_hcm@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630