

MUA [+32%]

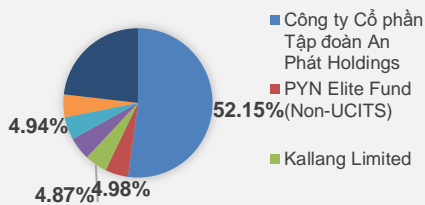
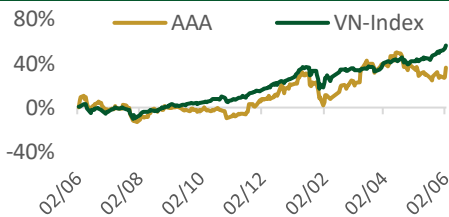
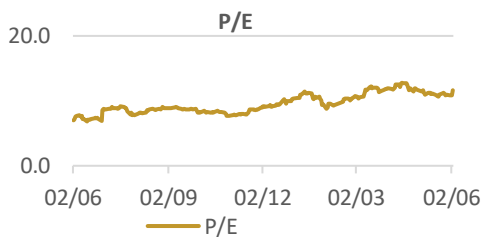
Ngày cập nhật: 03/06/2021

 Giá hợp lý 21,500 VND
 Giá hiện tại 16,250 VND

PHS

 (+82-28) 5 413 5479– support@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

 CP đang lưu hành (triệu) 221.8
 Free-float (triệu) 110.9
 Vốn hóa (tỷ đồng) 3,359.66
 KLGD TB 3 tháng 2,266,500
 Sở hữu nước ngoài 1.85%
 Ngày niêm yết đầu tiên 25/11/2016

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá


Nguồn: Bloomberg, PHFM tổng hợp

Tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ từ mảng kinh doanh cốt lõi

Sơ lược doanh nghiệp: AAA là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong các doanh nghiệp nhựa bao bì tại Việt Nam với tổng công suất 120 nghìn tấn/năm và là một trong những nhà sản xuất bao bì màng mỏng lớn nhất trong khu vực Đông Nam Á. Thị trường chính của AAA là thị trường xuất khẩu, trong đó quan trọng nhất là hai thị trường Châu Âu và Nhật Bản chiếm lần lượt 50% và 32% sản lượng tiêu thụ trong năm 2020.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2021: Mặc dù dịch Covid-19 tái bùng phát dịch trong Quý 1 tại một số địa phương, AAA vẫn ghi nhận kết quả kinh doanh vượt trội với doanh thu thuần (DTT) đạt 2,284 tỷ đồng (+45%YoY) nhờ hưởng lợi từ giá hạt nhựa tăng và đóng góp thêm từ mảng bao bì công nghiệp. Lợi nhuận sau thuế (LNST) tăng trưởng 43%YoY, cán mốc 90 tỷ đồng do tăng sản lượng bán bao bì, cải thiện hiệu quả mảng thương mại hạt nhựa cùng sản xuất hạt nhựa phụ gia và tăng đóng góp từ mảng Bất động sản. Biên LNG cải thiện từ mức 9.8% Q4/2020 lên 10.5% Q1/2021.

Điểm nhấn đầu tư:

Tăng trưởng doanh thu sản xuất được thúc đẩy bởi mảng bao bì công nghiệp: Sản lượng tiêu thụ bao bì công nghiệp dự kiến sẽ tăng gần gấp 3 lần lên 9.6 nghìn tấn từ 3.5 nghìn tấn trong năm 2020 nhờ sự đóng góp của công ty con An Vinh trong cả năm 2021, với công suất hoạt động dự kiến là 80% (tăng 20% công suất so với năm 2020). Ước tính doanh thu mảng bao bì công nghiệp đóng góp trong tổng doanh thu mảng sản xuất của AAA khoảng 13%.

Duy trì biên lãi gộp mảng sản xuất bao bì nhờ gia tăng tỷ trọng các sản phẩm tự hủy: Giá nguyên liệu hạt nhựa có thể tăng trong 2021, điều này ảnh hưởng tiêu cực tới biên lãi gộp mảng bao bì. Vì vậy, Công ty đã có kế hoạch gia tăng tỷ trọng sản xuất sản phẩm tự hủy – sản phẩm có biên lãi gộp ở mức 18%, cao hơn biên lãi gộp của sản phẩm bao bì thông thường (12-14%). Dự kiến doanh thu sản phẩm tự hủy sẽ chiếm tỷ trọng 20% tổng sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa mỏng trong năm 2021, so với mức 10% trong năm 2020.

Mảng bất động sản (BDS) – động lực tăng trưởng mới trong 2021: AAA có kế hoạch cho thuê 10 ha còn lại từ KCN công nghệ cao An Phát. Ngoài ra, công ty đã được cấp giấy phép đầu tư KCN An Bình Quốc Tuấn, đã được đổi tên thành KCN An Phát 1. Dự án có diện tích là 180 ha, lớn gấp 5 lần KCN An Phát Complex. AAA dự kiến bắt đầu cho thuê đất tại KCN mới này vào cuối năm 2021 với giá cho thuê dự kiến là 75-90 USD/m². Ước tính lợi nhuận gộp đạt 165 tỷ đồng (+275%YoY).

Định giá & khuyến nghị: Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 9,185 tỷ đồng (+28%YoY) với sản lượng tiêu thụ ước tính tăng 8%YoY và mảng thương mại hưởng lợi từ giá hạt nhựa tăng. Ngoài ra, mảng BDS là động lực tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất trong năm 2021, với lợi nhuận gộp ước tính đạt 165 tỷ đồng, tăng gần gấp 4 lần so với năm ngoái. Chúng tôi ước tính biên lãi gộp của Công ty đạt 11.5%, tăng 1 điểm phần trăm so với 2020. Lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 413 tỷ đồng (+46%YoY). Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý cho cổ phiếu AAA khoảng **21,500 đồng/cổ phiếu** (+32% so với giá hiện tại). Từ đó khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

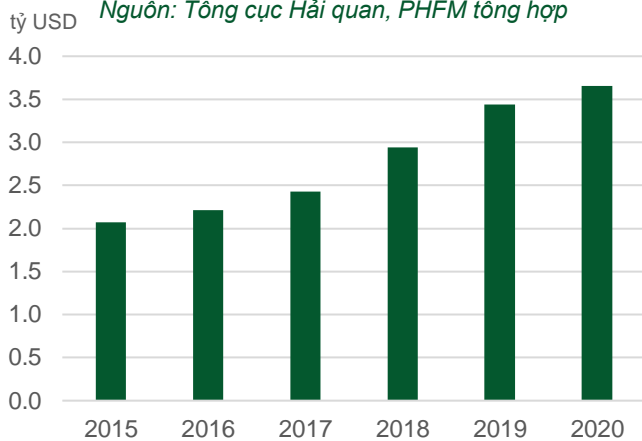
Rủi ro: (1) Biến động giá nguyên vật liệu hạt nhựa; (2) Rủi ro về thuế nhập khẩu và thuế CPPG của Mỹ; (3) Rủi ro pháp lý từ mảng bất động sản

Chỉ số tài chính	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,144	4,070	8,012	9,258	7,429	9,185
LNST (tỷ VND)	143	263	212	491	283	413
EPS (VND)	2,611	3,426	1,115	2,690	1,310	1,739
Tăng trưởng EPS (%)	307%	31%	-67%	141%	-51%	33%
Giá trị sổ sách (VND)	17,558	24,928	18,434	19,015	20,102	17,474
P/E	6.61	6.67	15.90	5.93	12.81	10.15
P/B	0.91	0.92	1.00	0.89	0.93	1.01
Cổ tức tiền mặt (%)	17%	15%	15%	5%	5%	N/A

Tổng quan thị trường bao bì nhựa

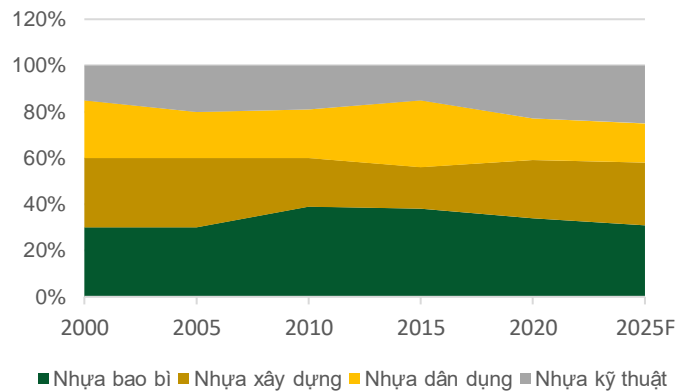
Giá trị xuất khẩu sản phẩm nhựa

Nguồn: Tổng cục Hải quan, PHFM tổng hợp



Cơ cấu giá trị ngành nhựa 2020-2025F

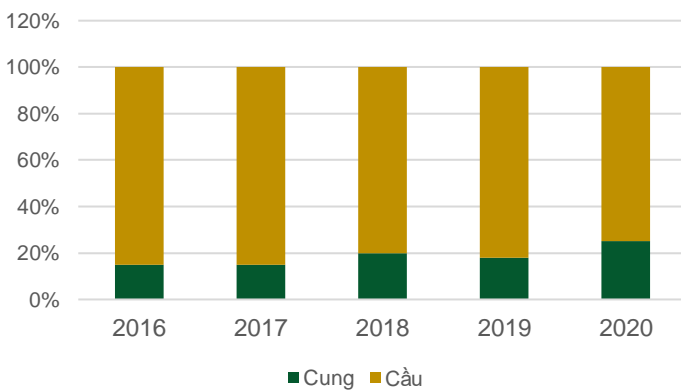
Nguồn: VPA, Bộ Công Thương, PHFM tổng hợp



Theo số liệu của Hiệp hội Nhựa Việt Nam, giá trị xuất khẩu sản phẩm nhựa của Việt Nam ra thế giới đạt 3.65 tỷ USD (+6.35%YoY) trong năm 2020, đưa tổng doanh thu toàn ngành nhựa Việt Nam lên đạt mức 22.18 tỷ USD, tăng 10.8% so với năm 2019. Trong cơ cấu ngành nhựa, nhựa bao bì chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 34%, tiếp đến là nhựa xây dựng với 25%, 23% là nhựa kỹ thuật, cuối cùng là nhựa gia dụng với 18%. Chính phủ đã đưa ra quy hoạch ngành nhựa nhằm chuyển dịch cơ cấu nhóm sản phẩm nhựa theo hướng giảm tỷ trọng các nhóm sản phẩm nhựa bao bì và nhựa gia dụng, tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng và nhựa kỹ thuật. Đến năm 2025, tỷ trọng các nhóm sản phẩm tương ứng là 31%; 27%; 25% và 17%. Các thị trường xuất khẩu chính của bao bì nhựa là Nhật Bản, Mỹ và EU. Ngành bao bì nhựa có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất với hệ số CAGR ngành ~25%/năm. Theo dự báo của S&P Global Platts, nhu cầu nguyên liệu nhựa của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 6.6%/năm trong giai đoạn 2021-2022, đạt mức 8.1 triệu tấn vào năm 2022.

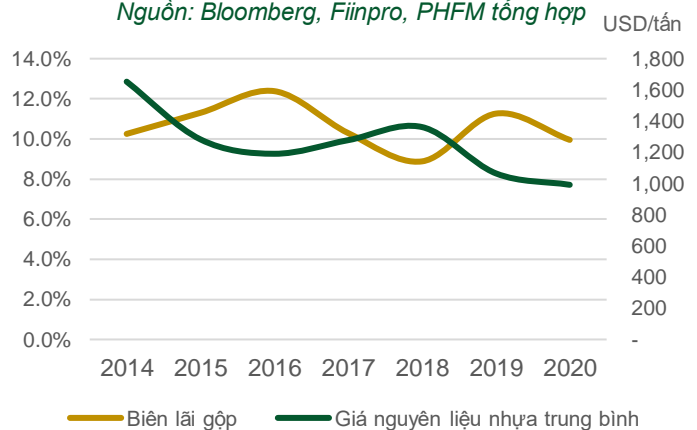
Cung - cầu nguyên liệu nhựa tại Việt Nam

Nguồn: S&P Global Platts, PHFM tổng hợp



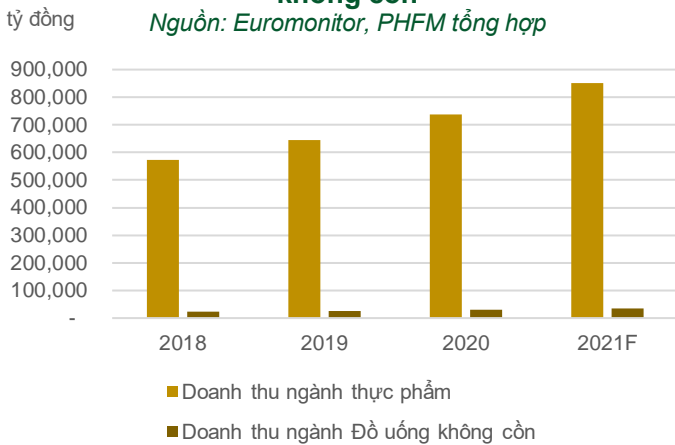
Giá nguyên liệu hạt nhựa và biên lãi gộp

Nguồn: Bloomberg, Finpro, PHFM tổng hợp

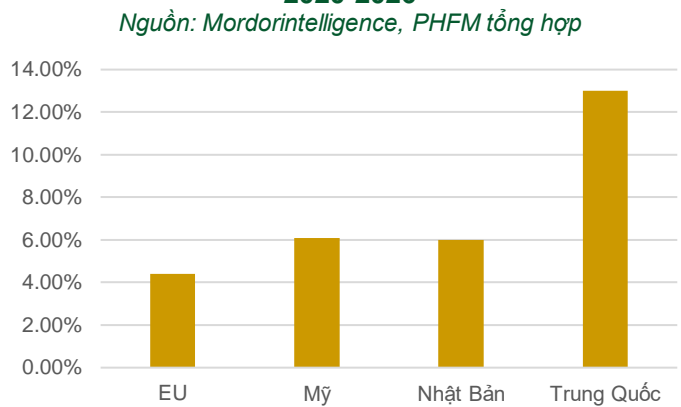


Ngành bao bì nhựa phải đối mặt với nhiều thách thức (1) Chi phí nguyên liệu (hạt nhựa và chất phụ gia) sản xuất chiếm ~ 80% chi phí sản xuất và phải phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu. Cụ thể, hạt nhựa PE phải nhập khẩu hoàn toàn trong khi nhựa PP đã sản xuất trong nước nhưng chỉ mới đáp ứng được từ 15-25% nhu cầu nguyên vật liệu trong nước. Nhập khẩu chất dẻo nguyên liệu PE và PP chiếm tới 55% tổng lượng nhập khẩu nguyên liệu của ngành nhựa Việt Nam; (2) Hoạt động kinh doanh bị ảnh hưởng do Covid -19 do phần lớn nguyên liệu hạt nhựa đầu được nhập khẩu nên sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng toàn cầu ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung cấp nguyên vật liệu; (3) Túi hạt nhựa PE bị áp thuế chống phá giá khi xuất vào thị trường Mỹ từ mức 52.30 – 76.11%.

Quy mô ngành thực phẩm và đồ uống không cồn

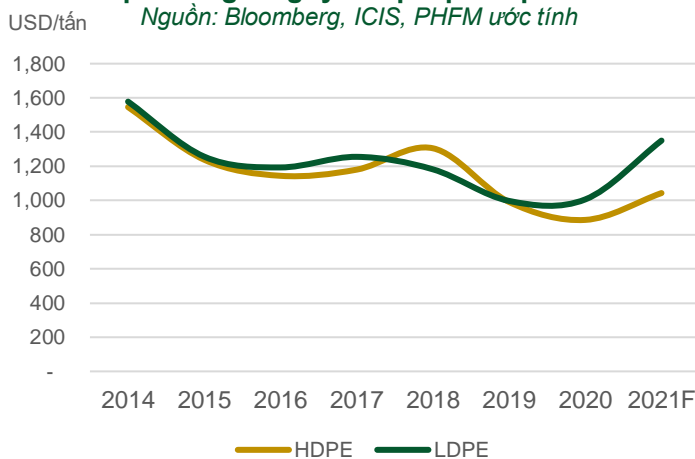


Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ bao bì nhựa 2020-2026



Tuy nhiên, ngành nhựa dự báo vẫn tăng trưởng tích cực nhờ những động lực tăng trưởng sau (1) Lợi thế từ thị trường tiêu thụ Châu Âu và Nhật: Các Hiệp định thương mại tự do (FTA) đã mang đến nhiều cơ hội cho doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm từ nhựa khi các đối tác đang chuyển dần đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam để tận dụng chi phí sản xuất rẻ và thuế xuất khẩu được hưởng nhiều ưu đãi. Đồng thời, cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung leo thang khiến cho nhiều doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm từ nhựa của Trung Quốc ngày càng tìm đến các nước trong khu vực Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam. Ngoài ra, nhu cầu nhập khẩu sản phẩm nhựa tại thị trường các nước châu Âu (EU), Nhật Bản vẫn ở mức cao, và khách hàng tại các quốc gia này ngày càng ưa thích sản phẩm nhựa Việt Nam; (2) Ngành nhựa nhận được sự hỗ trợ từ Chính Phủ. Cụ thể, Chính Phủ đồng ý kiến nghị không tăng thuế nhập khẩu nguyên liệu nhựa PP từ 3% lên 5% và giữ nguyên mức thuế 0% thuế nhập khẩu với dòng nhựa PE; (3) Nhu cầu bao bì nhựa tăng cao nhờ tăng trưởng của thực phẩm, đồ uống không cồn, dược phẩm. Theo đó, dự báo mức tăng trưởng bao bì nhựa ở mảng thực phẩm trong năm 2021 sẽ khoảng 15.2% và bao bì nhựa cho mảng đồ uống không cồn là 13.1%. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho mảng nhựa bao bì trong năm 2021.

Dự đoán giá nguyên vật liệu nhựa 2021



Dự đoán biến động giá nguyên liệu nhựa trong 2021: Hạt nhựa là chế phẩm dầu mỏ nên có độ tương quan cao với giá dầu, đặc biệt là hạt nhựa PE và PP.

Trong Q1/2021, giá hạt nhựa nguyên sinh tăng mạnh trong Q1/2021 dưới ảnh hưởng của tăng giá dầu. Giá hạt nhựa thậm chí tăng mạnh hơn giá dầu do ảnh hưởng thiếu cung cục bộ sau thời gian giảm sản lượng do ảnh hưởng tiêu cực của Covid-19. Chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong quý 2 do (1) giá dầu sẽ tiếp tục tăng và (2) cước phí vận tải tăng do các chuyển vận tải giảm và thiếu container. Điều này sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành do chi phí hạt nhựa thông thường chiếm khoảng 90% chi phí nguyên liệu và chiếm trên 75% tổng chi phí sản xuất - kinh doanh của các doanh nghiệp ngành nhựa.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa có thể giảm dần về cuối năm 2021 khi gia tăng nguồn cung hạt nhựa PE mạnh mẽ do công suất dự kiến tăng 6.5% so với năm 2020 và nguồn cung hạt nhựa PP cũng sẽ tăng trưởng đáng kể, đặc biệt là ở Châu Á – nơi sẽ có thêm 7.7 triệu tấn/năm, tương ứng 10% sản lượng PP toàn cầu năm 2020 (theo ICIS). Sự ảnh hưởng của nguồn cung lên giá cả dự kiến sẽ bắt đầu xuất hiện vào cuối nửa năm 2021. Ước tính giá bình quân hạt nhựa PE và PP lần lượt 1,043 USD/ tấn (+18%YoY) và 1,350 USD/tấn (+34%YoY).

Các mảng kinh doanh của AAA



Mảng kinh doanh cốt lõi đóng góp chính cho sự tăng trưởng của AAA:

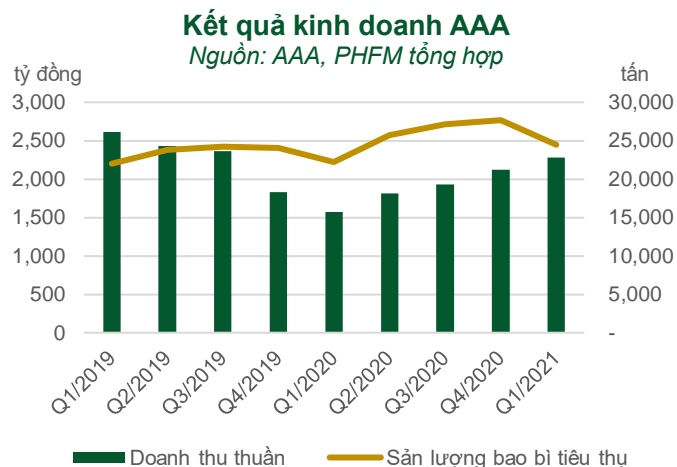
- **Mảng sản xuất:** AAA là doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu bao bì hàng đầu tại Việt Nam và khu vực Đông Nam Á, với tổng sản lượng tiêu thụ năm 2020 gần 103 nghìn tấn (+7.4%YoY). Hiện Công ty sở hữu 7 nhà máy sản xuất bao bì mỏng và 1 nhà máy sản xuất bao bì công nghiệp (thuộc công ty con CTCP Nhựa và Bao bì An Vinh) với tổng sản lượng sản xuất khoảng 120 nghìn tấn/năm, trong đó bao bì mỏng chiếm phần lớn sản lượng (97% vào năm 2020). Ngoài ra, AAA nổi tiếng với sản phẩm và nguyên liệu sinh học phân hủy với thương hiệu ANECO, được thị trường trong nước và nước ngoài ưu chuộng, đặc biệt là thị trường Châu Âu. Đối với mảng sản xuất phụ gia, 3 sản phẩm chính của Công ty gồm hạt phụ gia ANCAL (PE và PP), hạt độn trắng trong BaSO₄ và hạt độn màu, tất cả các sản phẩm đều được tiêu thụ nội địa. Doanh thu sản xuất của AAA chiếm tỷ trọng trên 50% tổng doanh thu, với biên lãi gộp từ 14-15%.
- **Mảng thương mại hạt nhựa:** Hạt nhựa nguyên sinh được AAA nhập khẩu và bao tiêu 20% sản lượng từ nhà máy lọc dầu Bình Sơn. Công ty sẽ sử dụng một phần hạt nhựa nguyên sinh để phục vụ cho quá trình sản xuất của công ty. Phần còn lại sẽ phân phối lại cho các doanh nghiệp trong nước. Với tiềm năng hơn 2,000 doanh nghiệp sản xuất trong ngành bao bì nhựa nên cơ hội phát triển của mảng thương mại nội địa của AAA là khá lớn. Doanh thu thương mại hạt nhựa nguyên sinh của AAA chiếm tỷ trọng từ 45-50% tổng doanh thu, với biên lãi gộp từ 3-5%.

Mảng kinh doanh phụ hỗ trợ đà tăng trưởng trong dài hạn:

- Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu, mảng bất động sản được đánh giá hỗ trợ đà tăng trưởng trong dài hạn của AAA. Từ năm 2018, Công ty đã mở rộng lĩnh vực kinh doanh mảng bất động sản công nghiệp với dự án Khu công nghiệp kỹ thuật cao An Phát (An Phát Complex) có diện tích 46 ha tại Thành phố Hải Dương. Hệ sinh thái của khu công nghiệp An Phát Complex đáp ứng các tiêu chuẩn và yêu cầu của khách hàng, đón đầu làn sóng dịch chuyển, mở rộng sản xuất của nhà đầu tư nước ngoài. Hiện nay, tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp đạt trên 70% với đơn giá bán đất là 80 USD/m², đơn giá cho thuê nhà xưởng là 4 USD/m²/tháng.

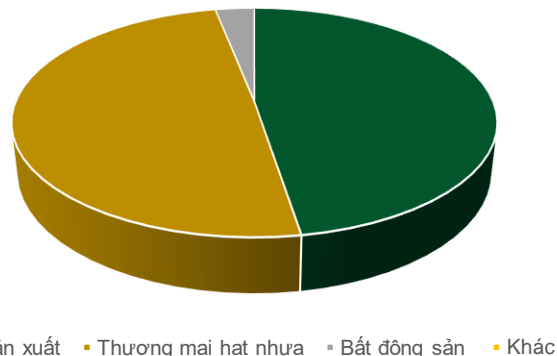
Cập nhật kết quả kinh doanh Q1/2021

(1) Doanh thu tăng vượt trội nhờ hưởng lợi giá hạt nhựa tăng và đóng góp từ sản phẩm mới



Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực

Nguồn: AAA, PHFM tổng hợp



Trong Q1/2021, AAA ghi nhận doanh thu thuần đạt 2,284 tỷ đồng (+45%YoY). Mức tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi được hưởng lợi từ giá hạt nhựa tăng và đóng góp thêm từ mảng bao bì công nghiệp được hợp nhất trong Q3/2020. Giá hạt nhựa nguyên sinh tăng mạnh trong Q1/2021 dưới ảnh hưởng của tăng giá dầu. Nhiều chuyên gia nhận định giá hạt nhựa thậm chí tăng mạnh hơn giá dầu do ảnh hưởng thiếu cung cục bộ sau thời gian giảm sản lượng dưới ảnh hưởng của Covid-19. Cụ thể, giá hạt nhựa trung bình trong Q1/2021 tăng ~30% so với cùng kỳ đạt ~ 1,000 – 1,200 USD/ tấn.

Mảng sản xuất và thương mại hạt nhựa đóng góp chính vào sự tăng trưởng doanh thu của AAA

NGUYÊN VẬT LIỆU	SẢN XUẤT	THÀNH PHẨM	PHÂN PHỐI
<p>Nguyên vật liệu</p> <ul style="list-style-type: none"> ❖ Nguyên liệu chính: Các loại hạt nhựa nguyên, hạt nhựa tự hủy ❖ Các loại phụ gia: Hạt nhựa Calbest và hạt màu Masterbaches ❖ Hạt nhựa (PE) hiện tại đang phụ thuộc 100% vào nguồn cung từ nước ngoài do Việt Nam chưa sản xuất được nguyên liệu nhựa PE. Trong khi các nhà máy sản xuất nguyên liệu PP đảm bảo nguồn cung trên 50% sản lượng nội địa. 	<p>8 nhà máy sản xuất</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ Bước 1: Nguyên vật liệu sẽ được đưa vào máy trộn và nung chảy tạo thành hỗn hợp. ➢ Bước 2: Hỗn hợp sẽ được đưa qua máy thổi và được thổi thành màng mỏng. ➢ Bước 3: Màng mỏng sau khi được làm nguội đồng thời sẽ được đưa đến máy cắt, dập thành túi và đậy túi. ➢ Bước 4: Đóng gói thành phẩm. 	<p>Thành phẩm chính</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bao bì mỏng: Túi cho thị trường Nhật Bản, túi siêu thị, túi đựng rác, túi có mùi thơm, túi in nhiều màu, hạt nhựa, màng nhựa. ▪ Bao bì công nghiệp: bao jumbo, bao sling, bao PP dệt có thể chứa tải trọng lớn, được sử dụng rộng rãi trong các ngành phân bón, nông sản, dược phẩm, hóa chất. ▪ Các sản phẩm tự phân hủy hoàn toàn như dao, đĩa, muỗng 	<p>Nội địa và xuất khẩu</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Phân phối nguyên vật liệu hạt nhựa cho các doanh nghiệp nhựa trong nước ✓ Phân phối thành phẩm đến các chuỗi siêu thị, bán lẻ. ✓ Xuất khẩu thành phẩm sang các thị trường nước ngoài đặc biệt là Châu Âu, Nhật Bản và Châu Mỹ.

Thành phẩm bao bì nhựa và thương mại hạt nhựa đóng góp hơn 90% vào doanh thu của AAA trong Q1/2021. Trong đó:

- **Màng sản xuất:** Doanh thu màng xuất đạt 1,051 tỷ đồng (+16%YoY). Tổng sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa đạt 24.5 nghìn tấn, tăng +10% so với cùng kỳ, trong đó sản lượng bao bì nhựa mỏng thông thường tăng 4% so với cùng kỳ đạt 23.13 nghìn tấn. Ngoài ra, bao bì nhựa jumbo - bao bì dùng cho khách hàng công nghiệp đóng góp 58% tổng

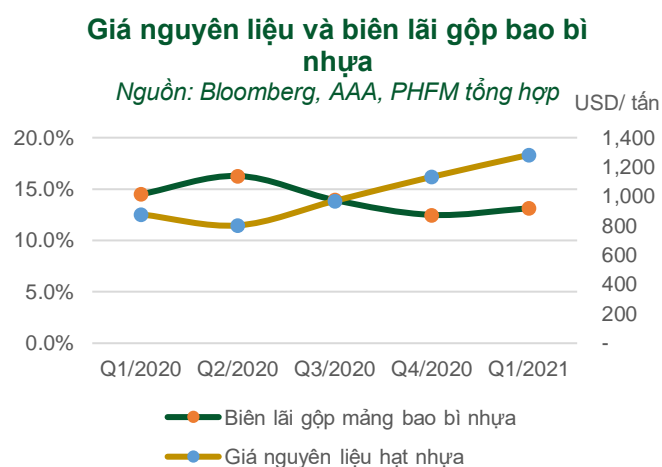
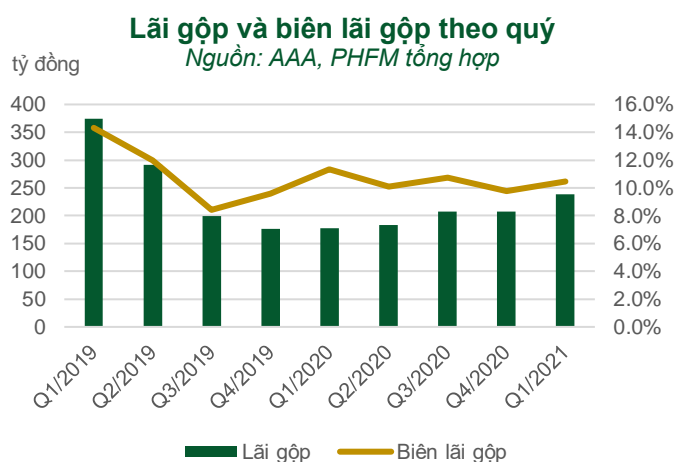
mức tăng trưởng sản lượng của AAA trong Q1 do trong Q3/2020 AAA đã nhận chuyển nhượng cổ phần của CTCP Nhựa Bao Bì An Vinh từ tập đoàn mẹ là APH và sở hữu thêm mảng bao bì công nghiệp.

➤ **Mảng thương mại hạt nhựa:** Doanh thu thương mại (chiếm tỷ trọng 48% doanh thu) đạt 1,096 tỷ đồng (+76%YoY), hưởng lợi giá hạt nhựa tăng mạnh trong quý 1.

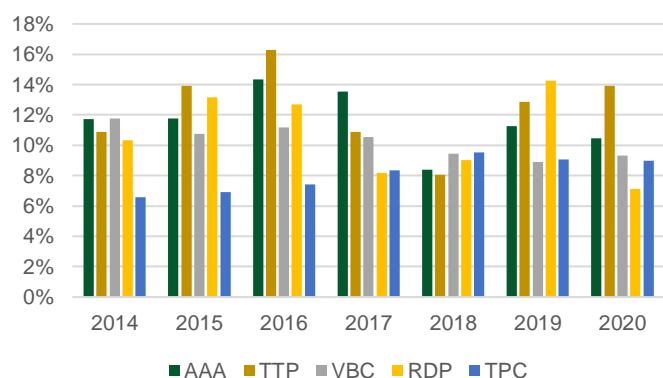
❖ **Mảng bất động sản – động lực tăng trưởng trong dài hạn:**

➤ Doanh thu mảng bất động sản trong Q1/2021 tăng gấp 3.5 lần so với cùng kỳ, chủ yếu đến từ hoạt động cho thuê nhà xưởng và thuê đất. Trong 2021, Ban lãnh đạo dự kiến sẽ cho thuê 10 ha đất còn lại tại KCN An Phát Complex trong năm 2021 để đạt tỷ lệ lấp đầy 100%.

(2) Biên lãi gộp giảm do hợp nhất sản phẩm mới và sản phẩm có biên lãi gộp thấp chiếm tỷ trọng doanh thu cao hơn



Biên lợi nhuận gộp của các công ty ngành nhựa bao bì
Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



Biên lợi nhuận gộp của AAA ở mức cao so với các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết khác, duy trì ở mức 11%-14% chỉ xếp sau Bao bì Nhựa Tân Tiến

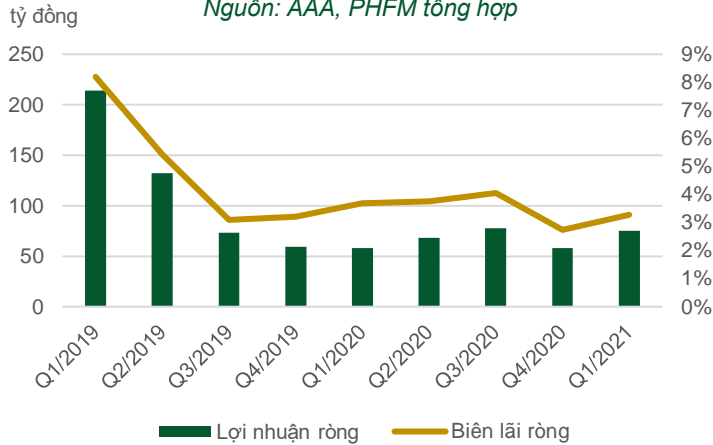
Biên lợi nhuận gộp đạt 10.4%, giảm 1.1 điểm phần trăm so với cùng kỳ do biên lãi gộp mảng bao bì nhựa giảm. Cụ thể, Biên lãi gộp mảng bao bì nhựa giảm xuống 13.1% trong Q1/2021 từ mức 14.5% trong Q1/2020. Sự sụt giảm này bắt nguồn từ (1) Tỷ trọng doanh thu túi thực phẩm trong tổng doanh thu bao bì tăng lên, đây là sản phẩm vốn có biên lãi gộp thấp hơn so với bao bì nhựa trong siêu thị và (2) Tỷ suất lợi nhuận gộp của bao bì công nghiệp ở mức thấp 8-10% vì dòng sản phẩm này chỉ mới hoạt động với công suất 60-70%. Ban lãnh đạo AAA cho biết biên lãi gộp từ bao bì công nghiệp có thể đạt 15-16%, tương đương với sản phẩm bao

bì nhựa mỏng thông thường khi dòng sản phẩm này đạt công suất tối đa. Dự kiến nhà máy An Vinh (sản xuất bao bì công nghiệp) sẽ hoạt động ở công suất 80%-85% trong năm 2021 và cải thiện đáng kể biên lãi gộp của AAA.

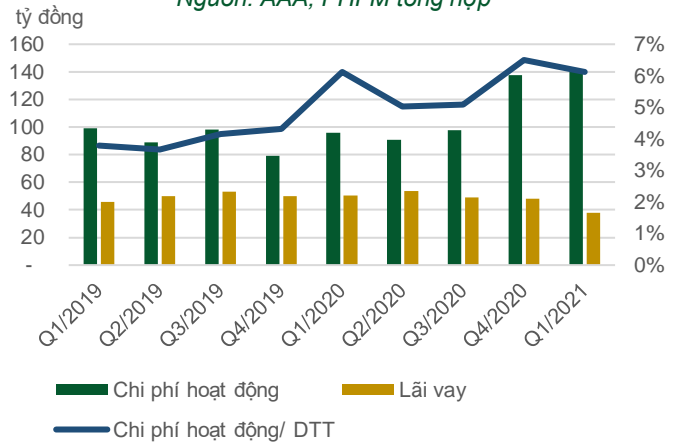
Trong khi đó, lợi nhuận gộp từ mảng hoạt động thương mại tăng gần gấp đôi so với Q1/2020 đạt 62 tỷ đồng, chiếm tỷ trọng 26% trong tổng lợi nhuận gộp. Biên lãi gộp mảng thương mại hạt nhựa tăng lên mức 5.7% so với mức 5.1% của cùng kỳ năm ngoái nhờ công ty đã bán lượng tồn kho hạt nhựa giá vốn thấp.

(3) Lợi nhuận ròng tăng mạnh nhờ duy trì hiệu quả chi phí hoạt động và chi phí lãi vay giảm mạnh

Lãi ròng và biên lãi ròng theo quý
Nguồn: AAA, PHFM tổng hợp



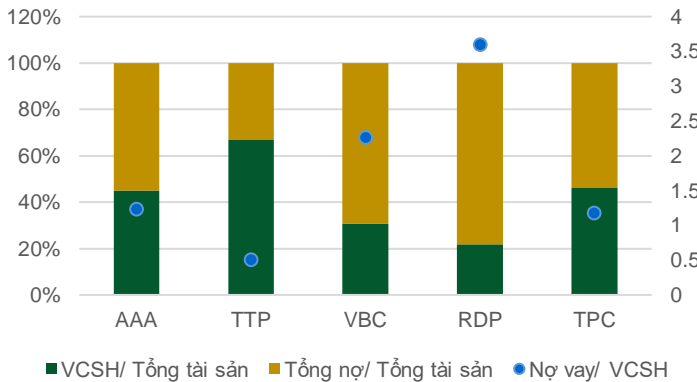
Chi phí hoạt động theo quý
Nguồn: AAA, PHFM tổng hợp



➤ Tỷ lệ chi phí hoạt động/ Doanh thu thuần đạt 6%, tương đương Q1/2020, điều này cho thấy Công ty kiểm soát chi phí hiệu quả. Ngoài ra, chi phí lãi vay giảm mạnh 26%YoY. Do đó, lãi ròng của AAA tăng 44%YoY lên 89 tỷ đồng trong Q1/2021. Biên lãi ròng ở mức 4%.

(4) Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn Q1/2021
Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



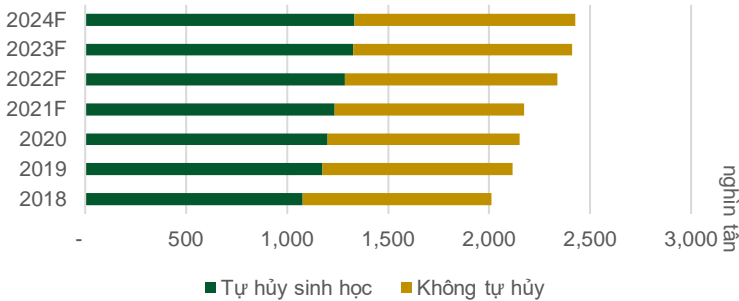
Tỷ lệ đòn bẩy D/E xấp xỉ 1.2 cuối Q1/2021; nhưng chỉ ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ Nợ vay/ Tổng tài sản của An Phát trong Q1/2021 là 55%. Trong đó, nợ ngắn hạn chiếm 81%, nợ dài hạn chiếm 19%. Nợ ngắn hạn của AAA phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (nhập hạt nhựa từ các nhà cung cấp nước ngoài) còn nợ dài hạn để tài trợ dây chuyền, máy móc cho các nhà máy. Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của AAA ở mức trung bình với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 1.0 và chỉ số chi trả lãi vay (EBIT/Lãi vay) ở mức khoảng 3.8 lần.

Động lực tăng trưởng dài hạn

Mảng sản phẩm phân hủy - nâng cao năng lực sản xuất

Sản lượng nhựa sinh học toàn cầu 2018-2024F

Nguồn: European Bioplastics, PHFM tổng hợp



Năm 2018, AAA đã cho ra dòng sản phẩm bao bì tự hủy sinh học đầu tiên với thương hiệu ANECO tại Việt Nam. Việc sản xuất bao bì tự hủy hiện đang sử dụng các dây chuyền sản xuất bao bì có sẵn của AAA tại nhà máy số 3. Trong năm 2019, Công ty tiếp tục đầu tư thêm nhà máy số 8 - chuyên sản xuất hạt nhựa và bao bì vi sinh phân hủy hoàn toàn, với công suất 9,600 tấn/năm để nâng cao năng lực cạnh tranh và đáp ứng nhu cầu về bao bì tự hủy liên tục tăng nhanh trên phạm vi toàn cầu. Hiện nhà máy số 8 đang trong quá trình lắp đặt, chạy thử chưa đưa vào sản xuất.

Theo ước tính của Công ty, việc tự sản xuất nguyên liệu sẽ giúp AAA tiết kiệm được 30-40% chi phí nguyên liệu so với việc nhập khẩu như hiện tại, điều này giúp AAA đưa ra được giá bán cạnh tranh, đảm bảo đầu ra cho sản phẩm, đồng thời làm tăng biên lợi nhuận của Công ty.

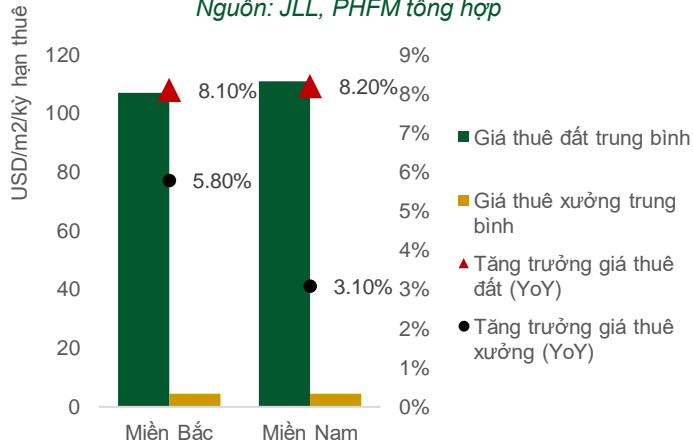
Theo ước tính của Công ty, việc tự sản xuất nguyên liệu sẽ giúp AAA tiết kiệm được 30-40% chi phí

Mục tiêu của AAA là đến năm 2023 doanh thu từ bao bì sinh học phân hủy hoàn toàn sẽ đóng góp 50% trong cơ cấu doanh thu bao bì. Trong định hướng chiến lược phát triển 3-5 năm tới, AAA sẽ trở thành doanh nghiệp tiên phong trong sản xuất bao bì thân thiện với môi trường hàng đầu tại khu vực Đông Nam Á.

Mảng bất động sản Khu công nghiệp – dự địa tăng trưởng còn lớn

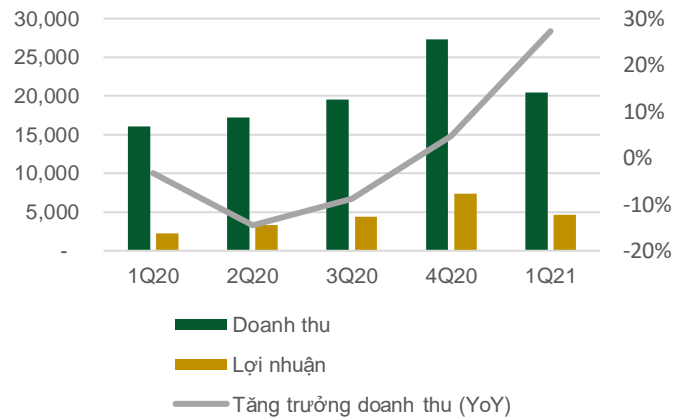
Giá thuê trong Q1/2021

Nguồn: JLL, PHFM tổng hợp



Kết quả kinh doanh ngành

Nguồn: Fiinpro, PHFM tổng hợp



Nhóm KCN phát triển nhờ nhu cầu cao từ dòng vốn FDI và việc mở rộng cơ sở sản xuất từ các nhà đầu tư ở Việt Nam. Theo báo cáo của JLL, giá thuê trung bình trong Q1/2021 đạt 107 USD/m²/kỳ hạn thuê ở miền Bắc tăng trưởng lần lượt 8.1% YoY và 8.2% YoY. Giá cho thuê nhà xưởng xây sẵn (RBF) cũng tăng 5.8% YoY ở miền Bắc và 3.1% YoY ở miền Nam. Việc tăng giá mạnh của giá thuê nhà xưởng miền Bắc nhờ nhu cầu cao của nhóm khách hàng công nghệ cao. Doanh thu của các công ty trong nhóm ngành KCN tăng trưởng 27% YoY và lợi nhuận trước thuế tăng 106% YoY.

Theo CBRE, tổng diện tích đất của các khu công nghiệp tại 5 tỉnh, thành phố công nghiệp chính miền Bắc, gồm Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Dương và Hải Phòng đạt 13,800 ha. Trong đó, đất công nghiệp cho thuê là 9,600 ha, tỷ lệ lấp đầy trung bình là 78%. Riêng các khu công nghiệp tại Hà Nội, Hải Dương và Bắc Ninh đạt tỷ lệ lấp đầy trung bình khoảng 90%. Các khu công nghiệp ở Hải Dương được đánh giá có triển vọng và hấp dẫn trong khu vực phía Bắc nhờ (1) Hải Dương có kế hoạch mở rộng quỹ đất công nghiệp lớn nhất; (2) Nằm trên Hành lang kinh tế Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh. Đồng thời, Hải Dương kết hợp với Hải Phòng và Quảng Ninh thành tam giác trọng điểm kinh tế khu vực phía Đông của Vùng kinh tế trọng điểm Bắc bộ; (3) Chính sách thu hút và hỗ trợ nhà đầu tư tốt.

Dự phóng KQKD năm 2021

(tỷ đồng)	2020	2021F	g%	Nhận định
Doanh thu	7,429	9,185	24%	
- Sản xuất	3,915	4,317	10.3%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Tăng công suất nhà máy sản xuất bao bì công nghiệp từ 60% lên 80%. Sản lượng tiêu thụ bao bì công nghiệp dự kiến sẽ tăng gần gấp 3 lần lên 9.6 nghìn tấn từ 3.5 nghìn tấn trong năm 2020. ✓ Sản lượng bao bì màng mỏng ước tính tăng 3% nhờ nhu cầu tiêu dùng bao bì trên thế giới phục hồi.
- Thương mại hạt nhựa	3,345	4,409	32%	✓ Hưởng lợi từ giá hạt nhựa tăng
- Bất động sản	72	276	283%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Cho thuê 10 ha còn lại từ KCN công nghệ cao An Phát. ✓ Công ty đã được cấp giấy phép đầu tư KCN An Bình Quốc Tuấn, đã được đổi tên thành KCN An Phát 1. Dự kiến bắt đầu cho thuê đất tại KCN mới này vào cuối năm 2021 với giá cho thuê dự kiến là 75-90 USD/m².
- Khác	106	184	74%	
Lợi nhuận gộp	777	1,055	36%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Đẩy mạnh các sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận gộp cao như sản phẩm bao bì tự hủy sinh học ✓ Đóng góp từ mảng bất động sản KCN
Chi phí bán hàng	(256)	(367)	43%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(167)	(456)	10%	
EBIT	354	503	42%	
Lợi nhuận sau thuế	283	413	46%	

Chi tiết định giá và khuyến nghị:

Năm 2021, chúng tôi kỳ vọng doanh thu đạt 9,185 tỷ đồng (+28%YoY) với sản lượng tiêu thụ ước tính đạt hơn 112 nghìn tấn. Trong đó, sản lượng bao bì mỏng dự kiến tăng trưởng ổn định 3%/năm nhờ nhu cầu bao bì trên thế giới phục hồi. Sản lượng bao bì công nghiệp tăng hơn gấp đôi, đạt 9,600 tấn trong năm 2021 nhờ gia tăng công suất từ mức 60% trong 2020 lên 80% trong năm 2021. Mảng thương mại hưởng lợi cũng tăng trưởng mạnh do hưởng lợi từ giá hạt nhựa tăng. Ngoài ra, mảng BĐS là động lực tăng trưởng lợi nhuận lớn nhất trong năm 2021, với lợi nhuận gộp ước tính đạt 165 tỷ đồng, tăng gần gấp 4 lần so với năm ngoái. Chúng tôi ước tính biên lãi gộp của Công ty đạt 11.5%, tăng 1 điểm phần trăm so với 2020. Lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 413 tỷ đồng (+46%YoY).

Bằng phương pháp định giá DCF và P/E, mức giá hợp lý dành cho cổ phiếu AAA khoảng **21,500 đồng/cổ phiếu** (+32% so với giá hiện tại). Từ đó đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	9M2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận sau thuế	399	504	561	668	771
Lãi vay sau thuế	107	178	198	235	261
CAPEX	(272)	(416)	(581)	(567)	(616)
Khấu hao	176	220	265	308	360
WC	(544)	(248)	(136)	(270)	(264)
FCFF	(133)	238	307	374	511
DCF (WACC 8.5%)	(126)	207	246	276	348
Giá trị cuối cùng (2.5% g)	5,388				
Nợ ròng	(2,997)				
Giá trị vốn cổ phần	3,341				
SLCP	221,759,974				
Giá hợp lý (VNĐ/cp)	15,068				

Phương pháp P/E

EPS 2021	1,729
P/E ngành	16.07
Giá hợp lý	27,942

	DCF	P/E	Giá hợp lý
Giá hợp lý (VNĐ/CP)	15,068	27,942	21,500
Tỷ trọng	50%	50%	VNĐ/CP

Rủi ro:

- (1) Biến động giá nguyên vật liệu hạt nhựa;
- (2) Rủi ro về thuế nhập khẩu và thuế CPPG của Mỹ;
- (3) Rủi ro pháp lý từ mảng bất động sản

Sơ lược công ty

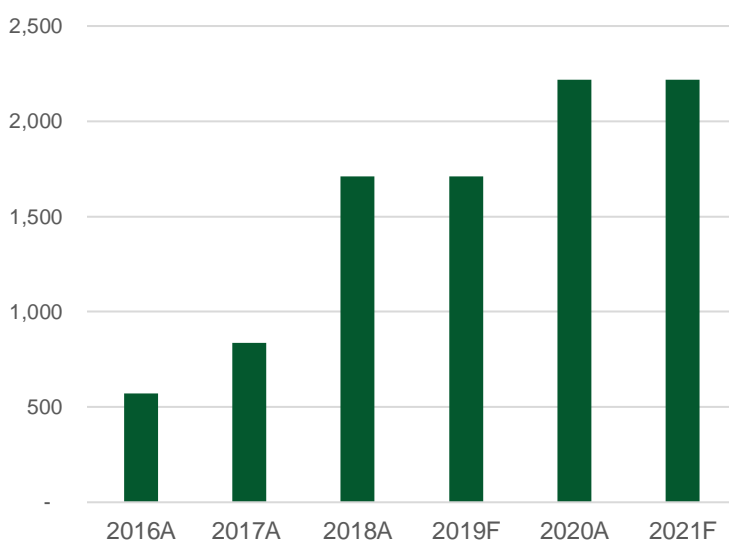
Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh (AAA) có tiền thân là Công ty TNHH Anh Hai Duy được thành lập vào năm 2002. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất các loại bao bì nhựa. Công ty là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành với 07 nhà máy sản xuất bao bì có tổng công suất 108 nghìn tấn/năm và 01 nhà máy sản xuất phụ gia CaCO₃ An Phát - Yên Bái có công suất 222 nghìn tấn/năm. AAA được niêm yết tại HNX vào năm 2010 và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ cuối năm 2016.

Các sản phẩm của AAA được sản xuất tuân thủ theo hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2015 và chứng chỉ ISO 14001:2015. Hiện nay, 98% sản phẩm của được xuất khẩu ra thị trường nước ngoài với các thị trường chủ yếu là Châu Âu, Nhật Bản, Úc. Bên cạnh đó, Công ty còn tham gia đầu tư, phát triển và kinh doanh dịch vụ hạ tầng khu công nghiệp tại Khu công nghiệp kỹ thuật cao An Phát (An Phat Complex).

Chiến lược Kinh doanh dài hạn: AAA nỗ lực giữ vững vị thế là nhà sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Việt Nam và doanh nghiệp sản xuất bao bì lớn nhất Đông Nam Á. Công ty đẩy mạnh xuất khẩu các quốc gia “khó tính” như EU, Mỹ, Nhật Bản, Thái Lan và Singapore, đồng thời chú trọng nghiên cứu phát triển mặt hàng sản phẩm tự hủy, thân thiện môi trường.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: AAA, PHFM tổng hợp

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Doanh thu thuần	4,070	8,012	9,258	7,429	9,185
Giá vốn hàng bán	(3,519)	(7,339)	(8,216)	(6,652)	(8,130)
Lợi nhuận gộp	550	673	1,042	777	1,055
Chi phí bán hàng	(106)	(157)	(215)	(256)	(367)
Chi phí QLDN	(79)	(124)	(149)	(167)	(184)
Lợi nhuận từ HĐKD	365	393	678	354	503
Lợi nhuận tài chính	(39)	(147)	(88)	(60)	(46)
Chi phí lãi vay	(81)	(126)	(225)	(201)	(159)
Lợi nhuận trước thuế	328	254	597	319	465
Lợi nhuận sau thuế	263	212	491	283	413
LNST của cổ đông Công ty mẹ	223	180	460	262	386
Cân đối kế toán	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Tài Sản Ngắn Hạn	2,143	3,989	4,971	4,496	4,817
Tiền và tương đương tiền	510	645	292	964	919
Đầu tư tài chính ngắn hạn	50	721	1,252	759	919
Phải thu ngắn hạn	961	1,613	2,079	1,669	1,824
Hàng tồn kho	537	863	1,222	947	956
Tài sản ngắn hạn khác	85	147	127	158	199
Tài Sản Dài Hạn	2,433	3,540	3,016	4,073	3,681
Phải thu dài hạn	-	21	96	174	84
Tài sản cố định	2,299	2,199	2,081	2,325	2,450
Bất động sản đầu tư	-	-	223	448	425
Chi phí xây dựng dở dang	98	1,208	294	361	289
Đầu tư tài chính dài hạn	-	48	124	488	276
Tài sản dài hạn khác	36	63	198	277	158
Tổng cộng tài sản	4,576	7,529	7,987	8,569	8,497
Nợ phải trả	2,951	4,549	4,732	4,545	4,623
Nợ ngắn hạn	1,991	3,206	3,237	3,773	4,005
Nợ dài hạn	960	1,343	1,496	773	617
Vốn chủ sở hữu	1,625	2,980	3,255	4,024	3,875
Vốn góp	836	1,712	1,712	2,218	2,218
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	4,576	7,529	7,987	8,569	8,497

Lưu chuyển tiền tệ	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	(81)	39	489	613	675
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(699)	(2,628)	(860)	35	(303)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	882	2,726	17	26	(417)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	103	136	(353)	673	(46)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	407	510	645	292	965
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	510	646	292	965	919
Chỉ số tài chính (%)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
Tăng trưởng					
Doanh thu	89.8%	96.9%	15.6%	-19.8%	23.6%
Lợi nhuận sau thuế	84.3%	-19.4%	131.5%	-42.3%	46.0%
Tổng tài sản	48.7%	64.5%	6.1%	7.3%	-0.8%
Tổng vốn chủ sở hữu	70.2%	83.4%	9.2%	23.6%	-3.7%
Khả năng sinh lời					
Tỷ suất lãi gộp	13.5%	8.4%	11.3%	10.5%	11.5%
Tỷ suất EBIT	9.0%	4.9%	7.3%	4.8%	5.5%
Tỷ suất lãi ròng	6.5%	2.6%	5.3%	3.8%	4.5%
ROA	5.8%	2.8%	6.1%	3.3%	4.9%
ROE	16.2%	7.1%	15.1%	7.0%	10.7%
Hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	37	31	28	29	26
Số ngày tồn kho	55	42	54	51	42
Số ngày phải trả	53	31	25	32	31
Khả năng thanh toán					
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.2	1.5	1.2	1.2
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	1.0	1.2	0.9	1.0
Cấu trúc tài chính					
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	1.8	1.5	1.5	1.1	1.2
Vay ngắn hạn/VCSH	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
Vay dài hạn/VCSH	0.6	0.5	0.4	0.2	0.2

Nguồn: PHFM

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Tôn Nữ Nhật Minh, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912