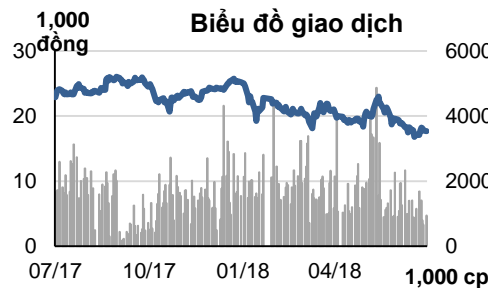


AAA (HSX)

**CTCP NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (HSX: AAA)
TĂNG TỐC MỞ RỘNG - CHINH PHỤC THỊ TRƯỜNG THẾ GIỚI**

Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG

| | Vật liệu nhựa |
|--------------------------------------|----------------------|
| Giá thị trường (VND): | 17,000 |
| Giá mục tiêu (VND) : | 23,000 |
| <i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i> | 35% |
| <i>Suất sinh lợi cổ tức:</i> | 9% |
| Suất sinh lợi bình quân năm: | 44% |



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|------------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Tuyệt đối | -27% | -10% | -14% | -23% |
| Tương đối | -24% | -5% | -2% | -49% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNI

Th/07/20

26/07/2018

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 16.8k-26.0k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 167 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 2,959 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 127 |
| % khối ngoại sở hữu | 19% |
| SL cp tự do (triệu cp) | 103 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | 1,393,506 |
| VND/USD | 23,220 |
| Index: VNIndex / HNX | 937/106 |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu

26/07/2018

| | |
|------------------------------|-------|
| CTCP An Phát Holdings | 31.9% |
| KALLANG Limited | 7.8% |
| PYN Fund Elite | 6.5% |

Nguồn: Stoxplus, KISVN

Trần Dương

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

duong.tn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Là một trong những nhà sản xuất bao bì nhựa có quy mô lớn nhất Việt Nam và trong khu vực với công suất thiết kế đạt 8,000 tấn sản phẩm/tháng và sản phẩm hiện được tiêu thụ chủ yếu ở các thị trường lớn như châu Âu, Nhật Bản, Mỹ, Úc và các nước châu Á khác.
- Triển vọng tăng trưởng và chiếm lĩnh thị trường bằng việc liên tục đầu tư mở rộng nhà máy sản xuất. Trong năm 2017 đã đưa vào hoạt động nhà máy số 6 và số 7 phục vụ cho thị trường Nhật Bản và Mỹ.
- Đón đầu xu hướng sản phẩm thân thiện môi trường bằng chiến lược chuyển dịch sản xuất các sản phẩm bao bì tự hủy. AAA đã lên kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất hạt nhựa tự hủy liên doanh với đối tác nước ngoài ở giai đoạn 2 của Nhà máy 8.
- Các dự án mới bao gồm sản xuất bao bì công nghiệp, nhựa ván ép và linh kiện nhựa ép phun cho các sản phẩm điện tử như điện thoại, máy tính bảng giúp đa dạng hóa sản phẩm của AAA.
- Doanh thu và LNST trong năm 2017 của AAA đạt 4,070 tỷ đồng (+90%yoy) và 263 tỷ đồng (+84%nn) tương ứng. Trong 2018, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của AAA có thể đạt 5,978 tỷ đồng (+47%yoy) và 288 tỷ đồng (+4.8%yoy) tương ứng.

Rủi ro:

- Rủi ro biến động giá hạt nhựa nguyên sinh HDPE, LDPE do AAA phải nhập khẩu 100% các sản phẩm này.
- Áp lực duy trì các tỷ số sinh lợi trong năm 2018 và các năm tới do pha loãng cổ phiếu khi trong năm 2018 AAA đã phát hành thêm 83.5 triệu cổ phiếu thường và 4 triệu cổ phiếu ESOP cho cán bộ công nhân viên.
- Thị trường lớn nhất của AAA là châu Âu hiện đã bước vào giai đoạn bão hòa tạo áp lực lớn cho AAA gia tăng thị phần ở thị trường này.
- Áp lực trả nợ và lãi vay lớn trong những năm tới. Nợ vay cuối 2017 lên đến 2,378 tỷ đồng (+290% yoy).

Định giá:

- Chúng tôi định giá AAA ở mức **23,000đ/cp** cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt **44%** so với giá thị trường là 17,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

| Tỷ đồng | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| DT Thuần (tỷ đồng) | 1,615 | 2,144 | 4,070 | 5,978 | 7,400 |
| Tăng trưởng (%) | 3.5% | 33% | 90% | 47% | 24% |
| LN hoạt động (tỷ đồng) | 73 | 188 | 365 | 515 | 566 |
| Biên lợi nhuận (%) | 4.5% | 8.7% | 9.0% | 8.6% | 7.6% |
| LNST (tỷ đồng) | 41 | 143 | 263 | 288 | 323 |
| Biên lợi nhuận (%) | 2.5% | 6.7% | 6.5% | 4.8% | 4.4% |
| SLCP lưu hành (triệu cp) | 50 | 57 | 84 | 167 | 167 |
| EPS (hiệu chỉnh, VND) | 668 | 2,060 | 2,245 | 1,459 | 1,637 |
| Tăng trưởng (%) | -32% | 208% | 9% | -35% | 12% |
| ROE (%) | 5% | 16% | 19% | 12% | 11% |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 17% | 144% | 112% | 55% | 69% |
| PE (x) | 27.1 | 8.8 | 8.1 | 12.4 | 11.1 |
| PB (x) | 3.1 | 2.6 | 1.8 | 1.2 | 1.2 |
| EV/EBITDA (x) | 20.3 | 15.7 | 9.5 | 6.4 | 5.9 |
| Cổ tức (VND) | 39 | 1,516 | 1,194 | 1,500 | 1,500 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 0.2% | 6.9% | 5.5% | 8.3% | 8.3% |

1. TỔNG QUAN CÔNG TY

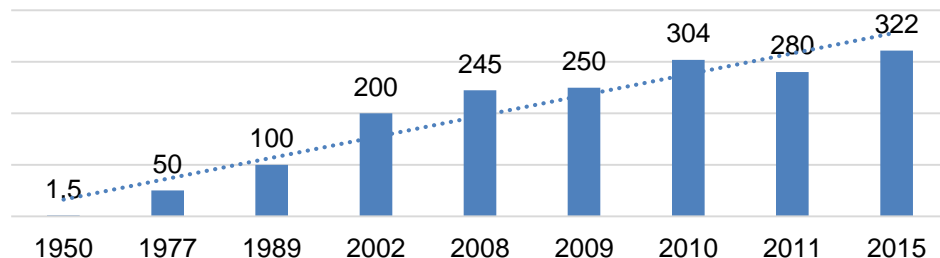
Công ty Cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát (tên cũ là Công ty Cổ phần Nhựa và Bao bì An Phát) hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh bao bì màng mỏng, túi ni lông. Với công suất ban đầu gần 10,000 tấn sản phẩm/năm đến cuối 2017 tổng công suất thiết kế các nhà máy của An Phát đã tăng lên gần 100,000 tấn sản phẩm/năm. An Phát hiện nay là doanh nghiệp đầu ngành Việt Nam trong lĩnh vực sản xuất màng mỏng và là một trong những nhà xuất khẩu các sản phẩm túi ni lông lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

2. TỔNG QUAN NGÀNH

2.1. Ngành nhựa và bao bì thế giới

Ngành nhựa và sản lượng sản xuất các sản phẩm nhựa trên thế giới có mối liên hệ chặt chẽ với động lực phát triển của các nền kinh tế trên thế giới. Tốc độ tăng trưởng sản lượng nhựa toàn cầu hiện tại ở mức 4-5%.

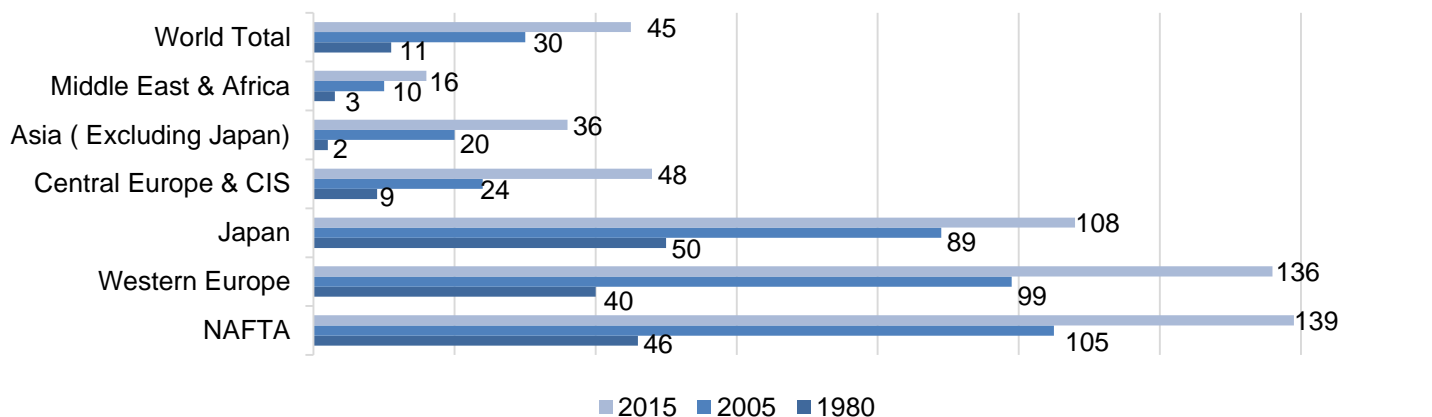
Tiêu thụ nhựa thế giới trên từ 1950 - 2015
Đơn vị: triệu tấn



Nguồn: 5%.Plastics Europe Market Research Group (PEMRG), KISVN

Hiện mức tiêu thụ nhựa bình quân đầu người tại các khu vực Bắc Mỹ, Tây Âu và Nhật Bản đang đạt mức cao nhất tuy nhiên những khu vực này đã bước vào giai đoạn bão hòa với chỉ số tăng trưởng tiêu thụ nhựa chỉ đạt 2%-3%. Châu Á và châu Phi và Trung Âu với các nền kinh tế đang tăng trưởng mạnh mẽ sẽ là động lực cho ngành nhựa thế giới.

Tiêu thụ nhựa trên đầu người theo khu vực 2015
Đơn vị: kg/người



Nguồn: các nền kinh tế đa, KISVN

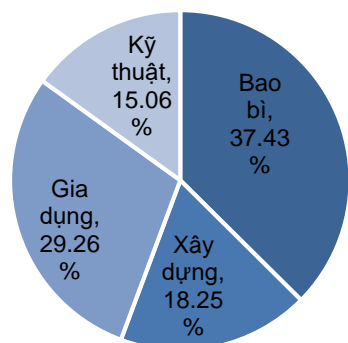
Ngành nhựa bao bì đóng góp đóng lớn vào tăng trưởng ngành nhựa với mức tăng trưởng được dự báo 5%-6% từ nay đến 2020 với giá trị ước đạt 370 tỷ USD. Châu Á là thị trường tiêu thụ bao bì phát triển mạnh nhất với sản lượng tiêu thụ của Trung Quốc sẽ vượt Mỹ trong ngắn hạn.

2.2 Ngành nhựa và bao bì Việt Nam

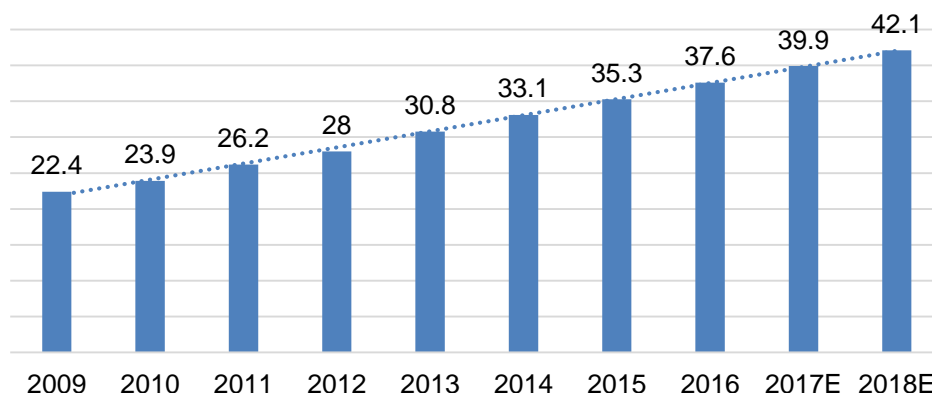
Ngành nhựa là một trong những ngành công nghiệp có mức tăng trưởng cao nhất Việt Nam với mức tăng trưởng hàng năm trên 15% và là một trong những ngành cốt lõi trong nền kinh tế của Việt Nam. Hơn nữa, ngành nhựa Việt Nam đang ở giai đoạn phát triển ban đầu với tiềm năng thị trường rộng và nhu cầu tiêu thụ cao các sản phẩm nhựa trong các lĩnh vực bao bì, vật liệu xây dựng và gia dụng.

Tổng sản lượng sản xuất nhựa năm 2017 đạt 6.7 triệu tấn tăng 1.06% so với năm 2016. Lượng tiêu thụ nhựa bình quân trên đầu người tại Việt Nam tăng nhanh trong những năm gần đây và ước tính đạt 42-46kg/người từ 2018-2020.

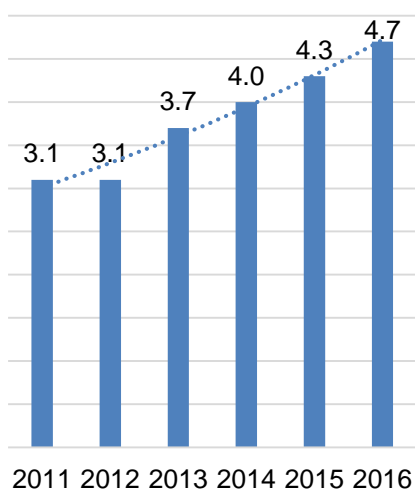
Sản lượng tiêu thụ nhựa theo lĩnh vực ngành 2016
Nguồn: Stockplus



Tiêu thụ nhựa bình quân/người Việt Nam từ 2009-2018
Đơn vị: kg/người



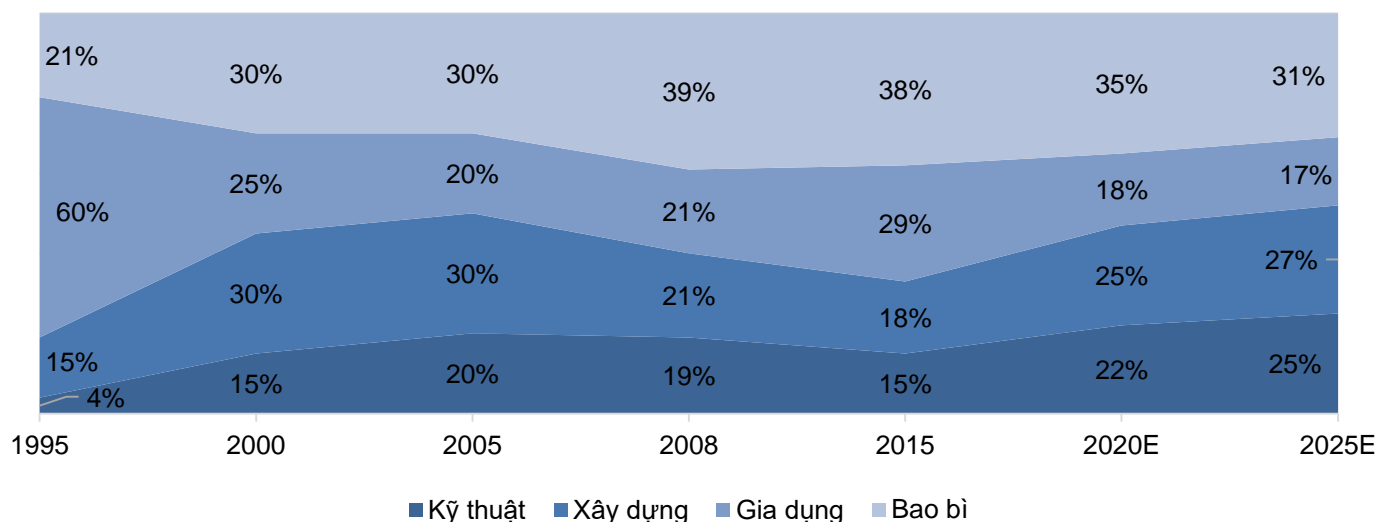
Quy mô ngành bao bì nhựa Việt Nam 2011-2016
Đơn vị: tỷ USD
Nguồn: Stockplus



Ngung tiêu thụ n, KISVN

Quy mô ngành nhựa Việt Nam ước tính đạt 12.6 tỷ USD vào năm 2016 với hơn 2,000 doanh nghiệp. Trong đó bao bì nhựa là phân khúc lớn nhất chiếm 38% tổng quy mô thị trường và là phân khúc tăng trưởng mạnh nhất. Năm 2016, phân khúc bao bì nhựa quy mô đạt 4.7 tỷ USD chiếm 38% thị trường ngành nhựa và 64% thị trường bao bì với CARG đạt 10%.

Quy mô ngành nhựa Việt Nam theo phân khúc từ 1995-2025E



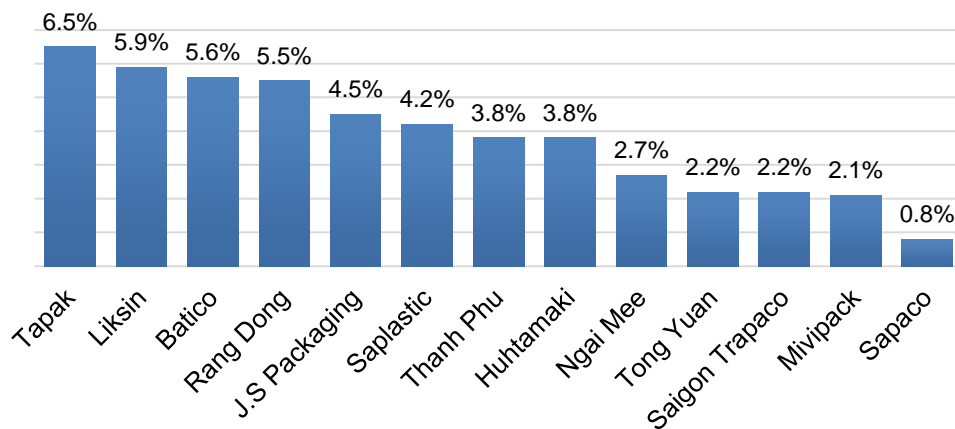
Nguồn: CARG đạt ởng

Bao bì nhựa mềm bao gồm phân khúc bao bì đơn lớp và bao bì phức hợp. Trong đó, phân khúc bao bì đơn lớp phân tán với rất nhiều doanh nghiệp gia đình vừa và nhỏ trong khi phân khúc bao bì phức hợp phục vụ nhu cầu ngày càng tăng từ ngành thực phẩm và đồ uống với giá trị ước đạt 953 triệu USD trong năm 2016.

Trong phân khúc bao bì nhựa mềm bao gồm các sản phẩm: (i) **Màng/túi PE**; (ii) **Tám dệt/túi**; (iii) **Màng/túi thô**; (iv) **Màng/túi BOPP**

Thị trường bao bì nhựa mềm của Việt Nam được chiếm lĩnh bởi một số doanh nghiệp đầu ngành với 53.9% thị phần năm 2016.

Các doanh nghiệp bao bì lớn Việt Nam 2016



Ngành nghiệp đã, KISVN

3. PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

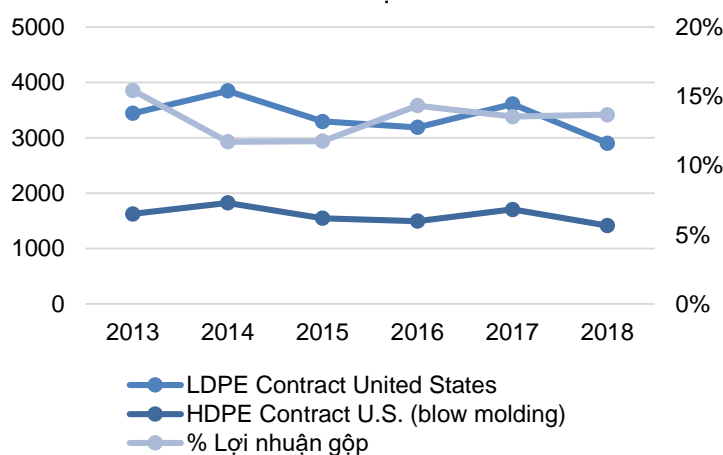
3.1. Chuỗi giá trị của AAA



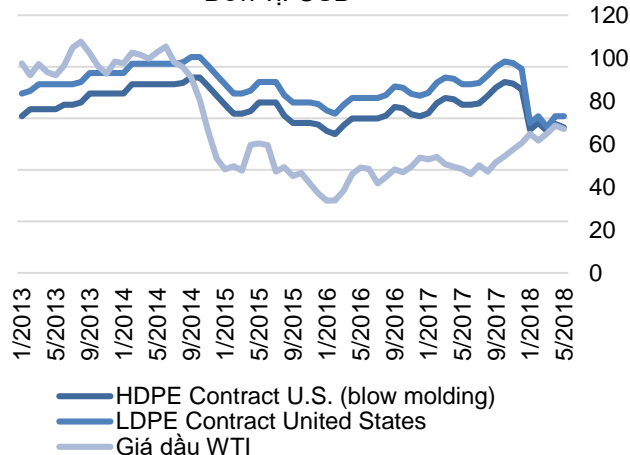
3.2. Chiến lược kiểm soát nguyên liệu đầu vào tốt của AAA

Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu giá thành sản phẩm của AAA (hơn 80%) và AAA phải nhập khẩu hoàn toàn nguồn nguyên liệu hạt nhựa nguyên sinh (HDPE, LDPE) và hạt nhựa tự hủy nên rủi ro chênh lệch tỷ giá cũng như giá nguyên vật liệu biến động sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của AAA.

Biến động giá nguyên liệu và lợi nhuận gộp
Đơn vị :USD



Biến động giá dầu và giá HDPE, LDPE
Đơn vị: USD



Nguồn: AAA. ựa tự hủy nên Có thể thấy giá HDPE và LDPE biến động mạnh trong giai đoạn 2013-2015 dẫn đến biên lãi gộp của AAA cũng biến động giảm tương ứng từ 15.4% trong năm 2013 xuống còn 11.8% trong năm 2015. Lợi nhuận gộp trung bình của năm 2016 và 2017 được cải thiện lên gần 14% nhờ đến từ chính sách kiểm soát rủi ro nguyên vật liệu thông qua việc mua nguyên liệu tùy theo đơn hàng từ phía khách hàng đặt và không còn ký hợp đồng mua nguyên liệu dài hạn để tích trữ như trước.

Với chính sách mua hàng mới thì AAA chỉ đặt mua nguyên liệu khi nhận được đơn hàng bán thành phẩm và AAA chỉ tích trữ lượng nguyên liệu đủ cho 1 tháng sản xuất.

Ngoài nguyên vật liệu chính là hạt nhựa nguyên sinh, CaCO3 cũng là một chất phụ gia quan trọng trong cơ cấu nguyên liệu sản xuất. Hiện nay Công ty đã hạn chế được

các rủi ro từ nguyên vật liệu do chủ động được nguồn cung cấp CaCO₃ từ nhà máy An Phát – Yên Bái của mình với dây chuyền công suất 120,000 tấn/năm hoàn thành trong năm 2017.

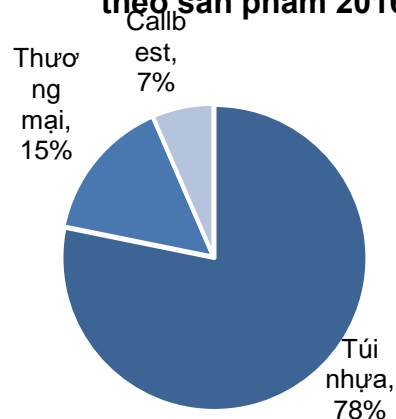
Nguồn nguyên liệu hạt nhựa tái sinh chiếm 15%-25% trong cơ cấu đầu vào của AAA được sử dụng để thay thế một phần hạt nhựa nguyên sinh trong quá trình sản xuất các sản phẩm như túi rác giúp giảm giá thành sản phẩm. Hạt nhựa tái sinh được công ty sản xuất một phần từ dây chuyền tái chế các sản phẩm nhựa đã qua sử dụng của mình và mua từ các cơ sở phế liệu ở miền Bắc và các nhà máy tái chế khác trong khu vực.

3.3. Mở rộng sản xuất đón đầu xu hướng thị trường

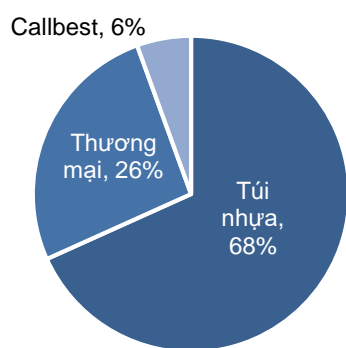
AAA hiện có 7 nhà máy sản xuất bao bì nhựa trong đó 4 nhà máy cũ (Nhà máy 1, Nhà máy 2, Nhà máy 3, Nhà máy An Phát – Yên Bái và Nhà máy 5) và 2 nhà máy mới được đầu tư và đưa vào hoạt động trong năm 2017 là Nhà máy 6 và Nhà máy 7 nâng tổng công suất lên 96,000 tấn/năm.

So với các công ty cùng ngành, An Phát chỉ đứng sau TPBI (Thái Lan) trong khu vực Đông Nam Á về công suất hoạt động và là nhà xuất khẩu nhựa màng mỏng lớn nhất của Việt Nam.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2016



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2017



Doanh thu theo từng sản phẩm 2016-2017



| Nhà máy | Sản phẩm | Năm đi vào hoạt động | Công suất thiết kế (tấn/năm) | Công suất vận hành 2017 |
|-----------|--|----------------------|------------------------------|-------------------------|
| Nhà máy 1 | Túi đáy 1 vậ | 2004 | 13,200 | 91% |
| Nhà máy 2 | Túi cuy 2 vận hành 2017/năm)há | 2008 | 22,800 | 101% |
| Nhà máy 3 | Túi cuy 3 vận hành 2017/năm)h | 2009 | 13,200 | 100% |
| Nhà máy 4 | Hhà máy gia | 2009 | 44,000 | 86% |
| Nhà máy 5 | Túi cuy 5iạận hành 2017/năm)h | 2014 | 8,400 | 148% |
| Nhà máy 6 | Túi cho thaận hành 2017/năm)hái Lan) trong khu vực Đôn | 2017 | 37,000 | 44% |
| Nhà máy 7 | Túi drawtape, túi c2017 | 2017 | 8,400 | 8% |

Nguồn: AAA, KISVN

Trong 2018 chúng tôi kỳ vọng Nhà máy số 6 và Nhà máy số 7 có thể tăng công suất hoạt động lên 70% và sản lượng bao bì nhựa trong 2018 có thể đạt hơn 90,000 tấn.

Hiện tại trong cơ cấu doanh thu của AAA thì mảng sản xuất bao bì, túi ni lông chiếm 70% doanh thu thuần của AAA năm 2017 trong đó doanh thu từ bao bì tự hủy chiếm khoảng 10%-15%. Mảng thương mại hạt nhựa nguyên sinh chiếm 26% trong cơ cấu doanh thu và mảng hạt nhựa phụ gia Callbest đóng góp 6% trong cơ cấu doanh thu thuần 2017.

3.4. Giảm tỷ trọng túi nhựa truyền thống và tăng dần tỷ trọng bao bì tự hủy

Túi nhựa tự hủy thân thiện với môi trường của AAA là sản phẩm chiến lược dài hạn để AAA có thể giành thị phần hơn nữa ở các thị trường phát triển như Mỹ, châu Âu, Nhật Bản. Túi nhựa tự hủy được sản xuất từ hạt nhựa có nguồn gốc tự nhiên và sản phẩm có đặc tính như túi nhựa truyền thống nhưng có khả năng tự phân hủy từ 3 tháng đến 2 năm (thành bột hữu cơ).

Thị trường túi bao bì tự hủy sinh học thế giới chỉ chiếm khoảng 1% tổng sản lượng bao bì nhựa của thế giới và mức ước tính tăng trưởng từ 1.8 tỷ USD năm 2014 lên

đến 4.2 tỷ USD trong năm 2022 với tốc độ tăng trưởng kép CAGR đạt 11.2% (theo Reuters). Tây Âu là thị trường tiêu thụ túi bao bì tự hủy sinh học lớn nhất với thị phần chiếm hơn 40% năm 2014.

Đối với việc sản xuất bao bì tự hủy thì yếu tố nguyên vật liệu đầu vào giá thành còn cao và chỉ có một số ít nhà cung cấp trên thế giới. AAA hiện là nhà sản xuất bao bì nhựa duy nhất ở Việt Nam nhập trực tiếp hạt nhựa tự hủy từ BASF, công ty sản xuất hóa chất lớn nhất thế giới.

Kế hoạch của AAA sẽ cơ cấu chuyển dần dây chuyền sản xuất bao bì ni lông sang bao bì tự hủy sinh học với mục tiêu tăng sản lượng 900 tấn/tháng trong năm 2017 lên 2,000 tấn/tháng sau khi hoàn thành giai đoạn 1 của dự án AnBio. Biên lợi nhuận gộp của màng túi tự hủy cao hơn khoảng 4%-5% so với màng túi nhựa truyền thống.

3.5. Xuất khẩu tiếp tục là động lực tăng trưởng

3.5.1. Thị trường châu Âu chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn nhất

Với định hướng ngay từ đầu thành lập nhà máy là thị trường xuất khẩu nên AAA đã tập trung vào đầu tư trang thiết bị hiện đại với 100% trang thiết bị được nhập khẩu chủ yếu từ châu Âu, Nhật Bản và Đài Loan.

Toàn bộ hệ thống nhà xưởng và máy móc của AAA đã được chứng nhận quốc tế British Retailer Consortium (BRC) về bao bì và đóng gói giúp AAA tiếp cận các thị trường yêu cầu chất lượng cao như châu Âu, Mỹ, Nhật Bản.

Thị phần xuất khẩu các thị trường 2015-2017 của AAA

| Thửa AAA x | 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | |
|---------------|--------|-----------------|---------------------|--------|------------------|----------------------|--------|------------------|----------------------|
| | % | Sản lư7 A (tư7) | Giá trị (nghìn USD) | % | Sản lưhìn (tưhì) | Giá tr U (nghìn USD) | % | Sản lưhìn (tưhì) | Giá tr U (nghìn USD) |
| EU | 82.8% | 30,751 | 52,237 | 61.8% | 38,051 | 53,601 | 59.7% | 47,657 | 77,434 |
| Nh,434âh,9.7% | 3,613 | 6,304 | 13.6% | 8,342 | 14,413 | 22.2% | 17,725 | 29,166 | |
| M9,1.4% | 524 | 864 | 3.2% | 1,940 | 2,251 | 4.1% | 3,260 | 6,738 | |
| Úc | 5.3% | 1,965 | 3,257 | 4.6% | 2,851 | 4,409 | 3.8% | 3,048 | 4,761 |
| Châu Phi | 0.6% | 227 | 3,088 | 1.3% | 775 | 414 | 1.9% | 1,489 | 808 |
| Châu Á | 0.1% | 40 | 55 | 15.6% | 9,604 | 4,691 | 8.3% | 6,645 | 11,691 |
| T1,691ộ1,6 | 37,120 | 65,805 | | 79,779 | 79,779 | | 79,824 | 130,598 | |

Ngu,598AAA, KISVN

Thị trường châu Âu tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của AAA với thị phần gần 60% sản lượng xuất khẩu AAA và tiêu thụ gần 50 nghìn tấn túi nhựa trong năm 2017. Về giá trị, tăng trưởng của thị trường châu Âu trong năm 2017 đạt 44% so với mức tiêu thụ của năm 2016. Sản lượng tiêu thụ từ 2015-2017 khá ổn định với mức tăng trưởng sản lượng từ 30 nghìn tấn lên đến gần 50 nghìn tấn.

Châu Âu vẫn sẽ là thị trường quan trọng với AAA do các sản phẩm nhựa của Việt Nam hiện không chịu mức thuế chống phá giá trong khi nhựa nhập khẩu từ một số nước châu Á như Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia hiện phải chịu mức thuế chống phá giá từ 8%-30%. Châu Âu dự kiến vẫn sẽ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của AAA trong những năm tới chiếm tỷ trọng trên 50% tổng sản lượng của AAA.

Các khách hàng phân phối lớn nhất tại châu Âu của AAA bao gồm Euro Packaging Italia Spa, Kompol Sp, Evenplast, Comco Plast và Ardale International. Sản phẩm túi

nhựa của AAA hiện có mặt ở các siêu thị và chuỗi bán lẻ lớn của châu Âu như Kaufland, Lidl...

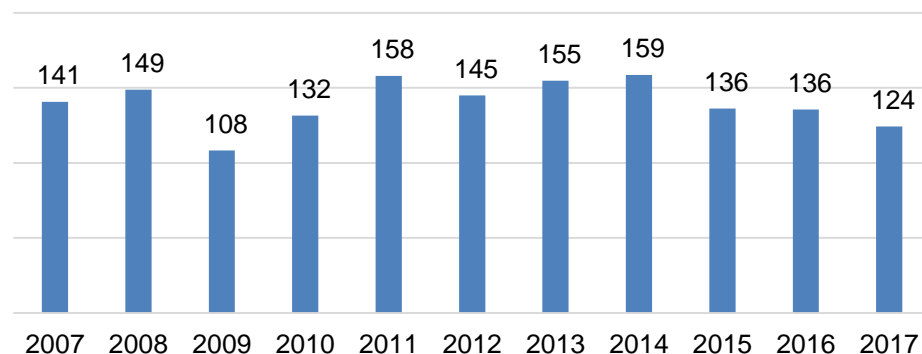
Tuy là thị trường chiếm tỷ trọng xuất khẩu lớn nhất của AAA nhưng sức tiêu thụ các sản phẩm nhựa nói chung và túi nhựa của thị trường châu Âu hiện đã bước vào giai đoạn bão hòa. Mức tiêu thụ nhựa bình quân /đầu người trong những năm tới được dự báo sẽ giữ ở mức ổn định 140-150 kg/người. Nhu cầu các sản phẩm bao bì nhựa chiếm 15%-20% giá trị các sản phẩm nhựa nhập khẩu vào thị trường châu Âu.

Trong khi đó, xu hướng sử dụng các sản phẩm bao bì tự nhiên thay thế các sản phẩm túi ni lông truyền thống tăng nhanh. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm túi ni lông truyền thống tại thị trường châu Âu được dự báo giảm từ 10%-15%.

| Giá tra chiếmkhá tbao bì nhựa cnhựa a chiế nhựa a chiế 15%-20% giá (Đơn va ctrin USD) | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
| Hà Lan | 32.2 | 38.7 | 43.3 | 38.7 | 40.4 |
| Đ0.436.2 | 38.7 | 39.6 | 34.2 | 35.9 | |
| Anh | 27.8 | 35.1 | 32.6 | 27.4 | 30.7 |
| Pháp | 11.1 | 14.4 | 13.1 | 11.1 | 1.6 |
| B.66.4 | 9.7 | 9.2 | 8.9 | 9.6 | |
| Ba Lan | 5.1 | 7.1 | 6.7 | 7.2 | 9.7 |
| Italia | 6.7 | 8.1 | 8.5 | 7.0 | 7.2 |
| Th2y Đia | 5.2 | 8.6 | 8.4 | 6.3 | 6.8 |
| Tay Ban Nha | 5.1 | 6.2 | 7.0 | 6.7 | 7.3 |
| Đan Man N2.9 | 4.2 | 3.7 | 3.2 | 4.1 | |
| T.1g | 139 | 171 | 172 | 151 | 153 |

Giá trị nhập khẩu các sản phẩm nhựa vào EU từ 2007-2017

Đơn vị: tỷ USD



Nguồn: Tung cMan Nhaquan, WITS, KISVN

3.5.2. Mở rộng và tăng cường phát triển thị trường Nhật Bản

Nhật Bản là thị trường còn nhiều dư địa cho các doanh nghiệp bao bì màng mỏng Việt Nam nói chung và AAA nói riêng. Xuất khẩu bao bì nhựa của AAA sang thị trường Nhật Bản tăng nhanh từ 2015-2017 với mức tăng trưởng trên 100%/năm.

Giá trị xuất khẩu các sản phẩm bao bì PE của Việt Nam sang Nhật Bản tăng trưởng ổn định qua các năm và được dự báo sẽ tiếp tục tăng do xu hướng dịch chuyển tìm

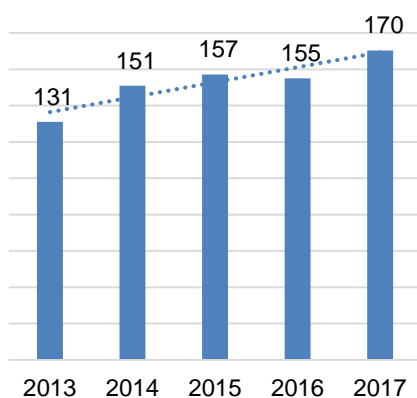
kiểm các đối tác sản xuất bao bì PE mới ở khu vực Đông Nam Á bao gồm Việt Nam của thị trường Nhật Bản.

Nhật Bản là thị trường có mức tiêu thụ các sản phẩm nhựa màng mỏng lớn và ổn định qua các năm với mức tiêu thụ trung bình hơn 200,000 tấn sản phẩm mỗi tháng. Hiện Trung Quốc, Việt Nam, Thái Lan, Indonesia và Malaysia là những nhà cung cấp bao bì nhựa PE lớn nhất vào thị trường Nhật Bản.

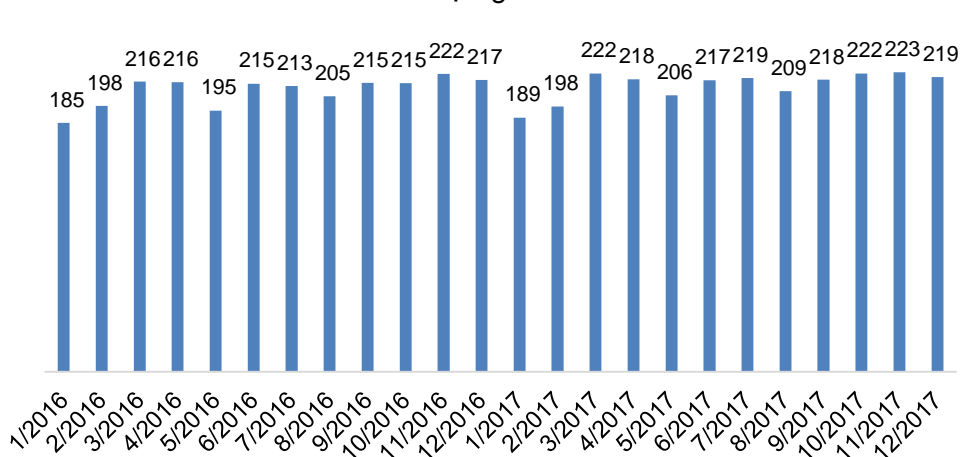
Nhà máy số 6 với công suất thiết kế tối đa 37,000 tấn/năm đã đi vào hoạt động với mục tiêu khai thác thị trường Nhật Bản. Hiện tại các sản phẩm của nhà máy số 6 là các sản phẩm chất lượng cao bao gồm túi rác, túi siêu thị, túi siêu thị thời trang và túi thực phẩm đã được tiêu thụ tại Nhật Bản.

AAA đã kí kết các hợp đồng bán hàng với các khách hàng lớn ở Nhật Bản bao gồm Morofuji Inc, Japack's Inc và Platec Co., Ltd.

Giá trị xuất khẩu bao bì nhựa Việt Nam vào Nhật Bản 2013-2017
Đơn vị: triệu USD

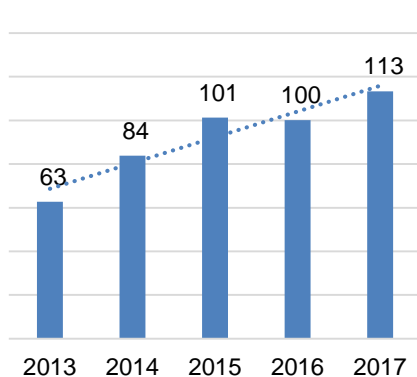


Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm bao bì nhựa màng mỏng tại Nhật Bản 2016-2017
Đơn vị: nghìn tấn



Nguồn: L Hu, Ltd. kết các h JPIF, KISVN

Giá trị xuất khẩu bao bì nhựa Việt Nam vào Mỹ 2013-2017
Đơn vị: triệu USD



3.5.3. Trở ngại rào cản thuế quan với thị trường Mỹ

Hiện nay các sản phẩm túi nhựa PE của Việt Nam đang bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá với mức thuế suất từ 52.3% - 76.11%. Ngoài ra trong năm 2018 thì các sản phẩm từ Việt Nam bị điều tra áp dụng biện pháp chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với các sản phẩm bao bì và túi đóng hàng được dệt từ polyetylen hoặc sợi polypropylene, nhựa, sợi gai và các vật liệu tương tự.

Nhà máy số 7 công suất 8,400 tấn/năm với sản phẩm chính là túi dây rút với mục tiêu giúp AAA mở rộng thị trường xuất khẩu Mỹ. Ưu thế của AAA với thị trường Mỹ đó là sản phẩm túi dây rút hiện không phải chịu mức thuế chống bán phá giá giống như các loại túi nhựa PE khác.

Hiện nhà máy số 7 mới đưa vào hoạt động trong năm 2017 và dự kiến sẽ hoạt động 70% công suất trong năm 2018 và đạt tối đa công suất trong năm 2020-2021.

3.5.4. Thị trường châu Á đóng góp quan trọng vào cơ cấu xuất khẩu

Các nước châu Á trong năm 2017 đóng góp tỷ trọng lớn trong xuất khẩu của AAA. Trong đó Úc đóng góp 4% xuất khẩu với giá trị gần 5 triệu USD. Các nước châu Á

khác như Hàn Quốc, Hồng Kông, Campuchia, Indonesia, Philipin, Malaysia... đóng góp 8.3% với giá trị xuất khẩu đạt gần 12 triệu USD.

Thị trường châu Á hứa hẹn là thị trường tăng trưởng tốt cho các nhà sản xuất bao bì nhựa của Việt Nam nói chung và AAA nói riêng. Việc miễn thuế hàng hóa khu vực ASEAN sẽ giúp các công ty sản xuất nhựa bao bì Việt Nam có cơ hội mở rộng thị trường.

Năm 2016, túi nhựa là sản phẩm nhựa có kim ngạch xuất khẩu cao nhất chiếm gần 30% kim ngạch xuất khẩu sản phẩm nhựa của Việt Nam với kim ngạch đạt 621.6 triệu USD. Năm 2017-2018 dự báo túi nhựa tiếp tục dẫn đầu kim ngạch xuất khẩu. Các thị trường ngoài Nhật Bản như Hàn Quốc, Campuchia, Indonesia, Philippine, Lào... đóng góp tỷ trọng lớn trong kim ngạch xuất khẩu nhựa của Việt Nam trong năm 2017 với giá trị xuất khẩu bao bì nhựa ước tính đạt gần 200 triệu USD.

3.6. Áp lực cạnh tranh thị trường nội địa khốc liệt

Với hơn 2,000 doanh nghiệp nội địa trong ngành bao bì nhựa nội địa thì AAA gặp cạnh tranh khá gay gắt để giành thị phần. Hơn nữa các doanh nghiệp nước ngoài bằng việc thu tóm các doanh nghiệp sản xuất bao bì đầu ngành Việt Nam để giành thị phần cũng như mở rộng thị trường của mình. Các doanh nghiệp Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan... hiện đã thu tóm các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa đầu ngành như Công ty Cổ phần bao bì Tín Thành (Batico), Bao Bì Minh Việt, Bao bì nhựa Tân Tiến, Bao bì Sài Gòn (Trapaco), Bao bì United và Bao Bì Goldsun.

Trước năm 2017 thì tiêu thụ sản phẩm bao bì nhựa AAA tại thị trường nội địa chiếm tỷ trọng rất thấp trong cơ cấu thị trường tiêu thụ sản phẩm. Tuy nhiên năm 2017 thị phần tiêu thụ nội địa của AAA tăng nhanh lên gần 30% tổng sản lượng tiêu thụ với giá trị đạt 1,115 nghìn tỷ đồng.

Doanh thu theo thị trường AAA từ 2015-2017 (Đơn vị: nghìn tỷ đồng)

| | Năm 2015 | | Năm 2016 | | Năm 2017 | |
|----------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| Thm 2017ng n2017ig | 128 | 8% | 339 | 16% | 1,115 | 27% |
| Th% trư5017xurư5017u | 1,488 | 92% | 1,806 | 84% | 2,962 | 73% |
| T3%g cộ c | 1,616 | 100% | 2,145 | 100% | 4,076 | 100% |

Ngư%6: AAA, KISVN

Thị trường nội địa trong nước vẫn còn dư địa để AAA giành thị phần khi các nhà máy sản xuất bao bì nhựa trong nước mới chỉ đáp ứng được 76% nhu cầu tiêu thụ. Hiện AAA đang trong giai đoạn giải phóng mặt bằng để xây dựng Nhà máy số 8 Giai đoạn 1 nhằm sản xuất bao bì màng phức hợp phục vụ và mở rộng thị trường nội địa. Giai đoạn 2 của Nhà máy số 8 theo kế hoạch sẽ sản xuất hạt nhựa tự hủy theo hình thức chuyển giao công nghệ để phục vụ cho sản phẩm bao bì tự hủy của AAA. Hiện AAA đang đàm phán với các đối tác về phương án liên doanh và chuyển giao công nghệ.

4. LỢI THẾ CẠNH TRANH TỪ AN PHÁT – YÊN BÁI (HII)

Sản phẩm hạt phụ gia Callbest của HII có ưu thế cạnh tranh rất lớn so với các sản phẩm tương đương của thế giới nhờ lợi thế giá rẻ được tận dụng từ nguồn nguyên liệu sản xuất là đá vôi được cung cấp từ Yên Bái tại mỏ đá Mông Sơn và Lục Yên. Theo đánh giá thì đá vôi tại Yên Bái có chất lượng tốt nhất Việt Nam với hàm lượng CaCO₃ lớn hơn 98% với độ trắng, độ sáng đồng đều cao.

Hiện nhà máy hạt phụ gia tăng công suất và nhà máy bột đá CaCO₃ công suất 120,000 tấn ngày đã đi vào hoạt động từ năm 2017 giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ

của HII. Nhà máy hạt phụ gia đang vận hành với công suất đạt 36,873 tấn trong năm 2017. Dự kiến sản lượng hạt phụ gia Callbest trong năm 2018 của HII có thể đạt 40,000 tấn.

5. VẬN TẢI VÀ THƯƠNG MẠI HẠT NHỰA

5.1. Kinh doanh vận tải

An Tín là công ty con của HII hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh vận tải. Ngoài phục vụ cho các công ty thành viên thì An Tín còn thực hiện vận chuyển cho các doanh nghiệp ngoài.

Hiện tại doanh thu từ mảng vận tải đóng góp tỷ trọng khá thấp trong cơ cấu doanh thu của AAA (3%-5%). Doanh thu ước tính trong năm 2018 của An Tín có thể đạt hơn 100 tỷ đồng.

5.2. Thương mại hạt nhựa

Với tiềm năng hơn 2,000 doanh nghiệp sản xuất trong ngành bao bì nhựa nên cơ hội cho mảng thương mại nội địa của AAA là khá lớn khi AAA là đối tác trực tiếp với các nhà cung cấp hạt nhựa lớn nhất trên thế giới.

Doanh thu mảng thương mại hạt nhựa trong năm 2017 chiếm 26% tổng doanh thu với giá trị hơn 1 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên biên lãi gộp của mảng thương mại khá thấp chỉ đạt 5% trong năm 2017. Dự kiến doanh thu từ mảng thương mại năm 2018 của AAA có thể đạt 1,200 tỷ đồng.

6. TRIỂN VỌNG CÁC DỰ ÁN MỚI TRONG GIAI ĐOẠN 2018-2020

6.1. Dự án vật liệu xây dựng công nghệ cao An Cường

AAA đã thành lập Công ty An Cường với tổng vốn đầu tư 106 tỷ hoạt động trong lĩnh vực vật liệu xây dựng công nghệ cao với sản phẩm là tấm nhựa ép trang trí dùng trong xây dựng phân khúc chung cư, nhà hàng, khách sạn, khu nghỉ dưỡng và khu văn phòng tầm trung. Sản phẩm tấm nhựa ép trên thị trường phần lớn phải nhập khẩu. Nhu cầu tiêu thụ nội địa sản phẩm khá lớn với mức tăng trưởng hàng năm ước đạt 18.8%.

Dự án An Cường bao gồm 3 giai đoạn : (i) Giai đoạn 1: công suất 37,000m²/năm; (ii) Giai đoạn 2: 54,000 m²/năm; (iii) Giai đoạn 3: 70,000 m²/năm

Doanh thu dự kiến đóng góp từ mảng này của AAA từ năm 2020 có thể đạt hơn 1,000 tỷ đồng.

6.2. Dự án Bao bì công nghiệp chất lượng cao An Vinh

Dự án bao bì công nghiệp chất lượng cao An Vinh với các sản phẩm bao dẹt PP, bao Jumbo, bao Sling với công suất 2,000 tấn/tháng được AAA đầu tư giai đoạn 1 trong năm 2018 là 335 tỷ đồng. Biên lãi gộp của các sản phẩm này có thể đạt từ 25%-30%.

AAA hiện đã lắp đặt dây chuyền máy móc và đang trong quá trình vận hành thử. Trong năm 2018 công suất sản xuất ước tính đạt 200 tấn/tháng và dự kiến đạt 2,000 tấn/tháng vào năm 2022.

6.3. Dự án Linh kiện nhựa ép phun kỹ thuật cao Đại An

Là dự án chiến lược của AAA nhằm mục tiêu đa dạng sản phẩm nhựa với vốn đầu tư trong năm 2018 là 130 tỷ đồng giai đoạn 1 và 418 tỷ giai đoạn 2 trong năm 2020. Sản phẩm của dự án là các linh kiện nhựa ép phun cho điện thoại di động và máy

tính bằng. Hiện Đại An là vendor cấp 3 của Samsung Việt Nam và mục tiêu của AAA là trở thành vendor cấp 1.

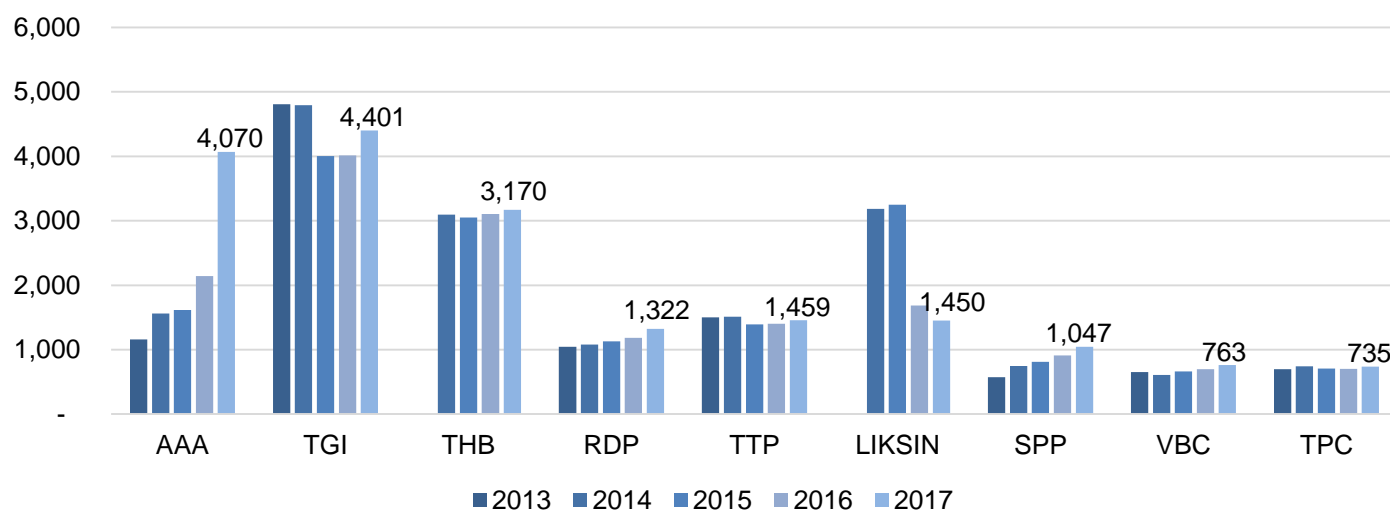
Thị trường linh kiện nhựa ép phun có nhu cầu thị trường tiềm năng lớn ở phía Bắc với các doanh nghiệp FDI sản xuất lớn như Samsung, Honda, Yamaha, Panasonic... Doanh thu từ mảng linh kiện nhựa ép phun dự kiến có thể đạt hơn 2 nghìn tỷ/năm khi hoạt động hết công suất.

7. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

7.1. Doanh thu thuần

Doanh thu AAA với các doanh nghiệp khu vực và nội địa 2013-2017

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Ngành thu thuần nội địa

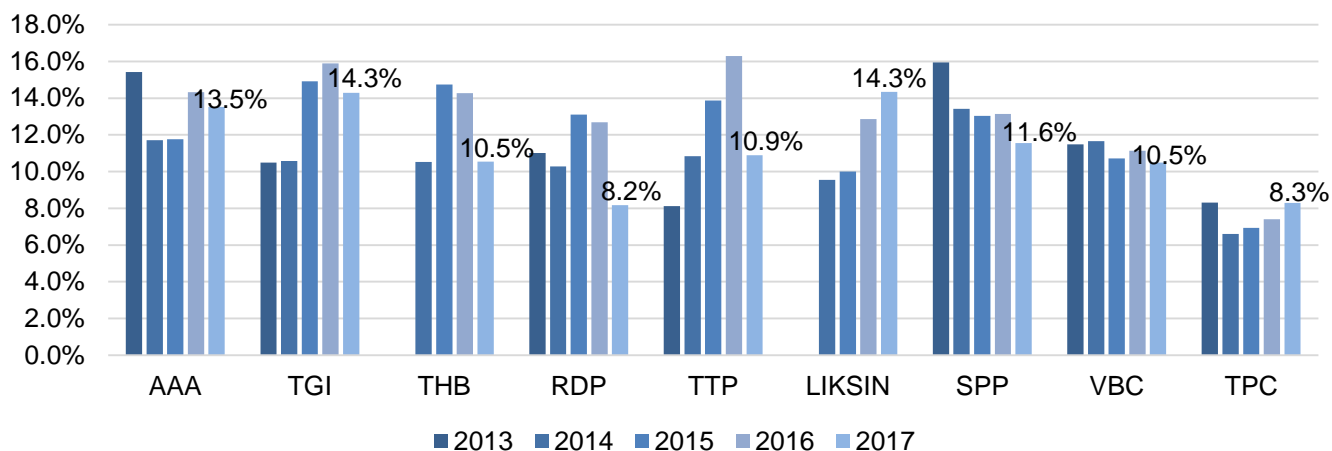
Tốc độ tăng trưởng trung bình doanh thu của AAA từ 2013-2017 đạt trên 35% đứng đầu so với các doanh nghiệp nội địa như Nhựa Rạng Đông (RDP), Bao bì nhựa Tân Tiến (TTP), Tổng công bì bao bì LIKSIN, Bao bì nhựa Sài Gòn (SPP), Nhựa bao bì Vinh (VBC) và Nhựa Tân Đại Hưng (TPC).

Có thể thấy doanh thu từ 2013-2017 của các doanh nghiệp bao bì nhựa cùng quy mô niêm yết trong khu vực như Thong Guan Industries Bhd (TGI) của Malaysia (có công suất sản xuất 70,000 tấn/năm) và TPBI (THB) của Thái Lan (có công suất sản xuất 60,000 tấn/năm) giữ ổn định. Doanh thu 2017 của AAA xấp xỉ với TGI và cao hơn 28% so với THB.

Với nhà máy 6 và 7 sẽ đi vào hoạt động ổn định trong năm 2018 thì công suất và doanh thu của AAA hoàn toàn vượt các đối thủ cùng quy mô trong khu vực.

7.2. Biên lãi gộp

Biên lãi gộp AAA so với các doanh nghiệp khu vực và nội địa 2013-2017



Ngun lãi gộp i việc đ

Biên lãi gộp của AAA trong năm 2017 đạt 13.5% vượt trội so với các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa (ngoại trừ TGI và LIKSIN có biên lãi gộp 14.3%). LIKSIN là doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm nhựa đóng gói và bao bì cho các ngành hàng như thực phẩm, y dược, nông nghiệp... nên có biên lợi gộp cao hơn các sản phẩm bao bì nhựa truyền thống.

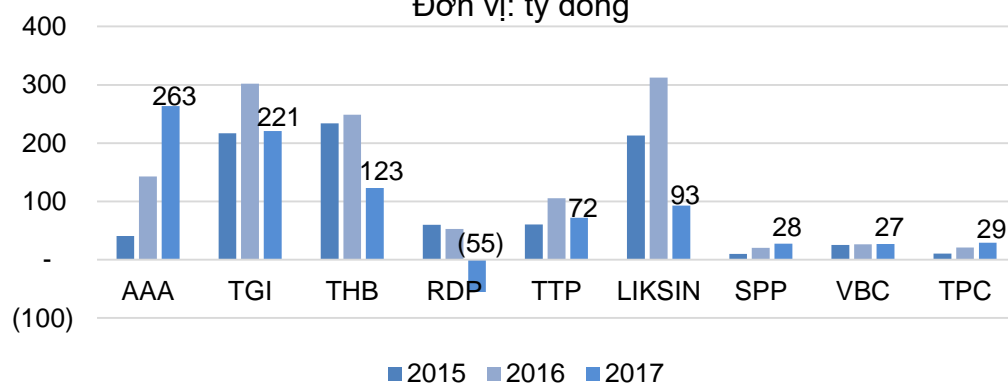
Biên lãi gộp các doanh nghiệp bao bì nhựa bao gồm AAA trong năm 2017 đều bị giảm sút do tác động của yếu tố giá nguyên liệu đầu vào biến động. Tuy nhiên có thể thấy AAA với chính sách mua hàng và tích trữ tồn kho hợp lý dẫn đến biên lãi gộp chỉ giảm chưa đến 1% so với 2016. Các doanh nghiệp khác đều chứng kiến mức giảm sút mạnh như TGI (giảm 1.6%), THB (giảm 4%), RDP (giảm 4.5%), TTP (giảm 5.4%), SPP (giảm 1.5%), VBC (giảm 1%).

Nhà máy số 6 với các sản phẩm chất lượng cao vào thị trường Nhật và tăng tỷ trọng sản xuất các sản phẩm bao bì tự hủy sẽ giúp biên lợi gộp của AAA được cải thiện trong những năm tới.

7.3. Lợi nhuận sau thuế

Lợi nhuận sau thuế 2015 - 2017

Đơn vị: tỷ đồng

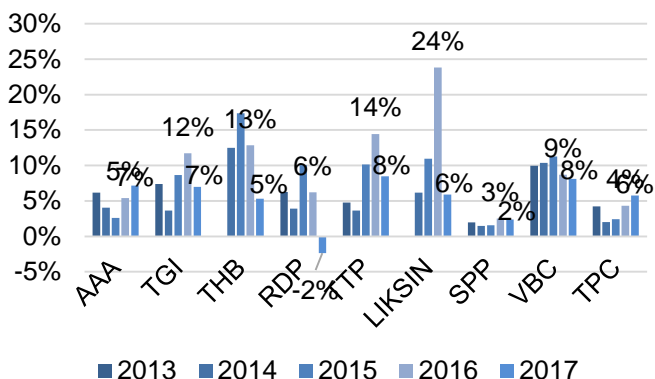


Lợi nhuận sau thuế AAA năm 2017 đạt 263 tỷ đồng (+84% yoy) trong khi các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa khác đều chứng kiến mức sụt giảm mạnh như TGI (giảm 27%), THB (giảm 51%), RDP (giảm -204%), TTP (giảm 32%), LIKSIN (giảm 70%).

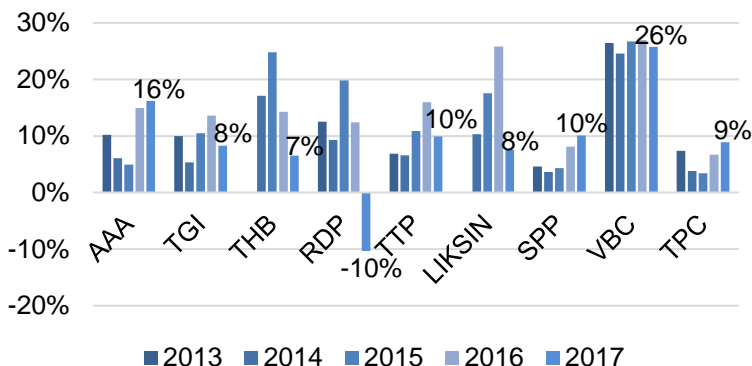
Các doanh nghiệp như SPP, VPC và TPC chỉ đạt mức tăng trưởng nhẹ.

7.4. ROA và ROE

ROA 2013-2017



ROE 2013-2017



Ngũ và ROE nghiệp như

ROA trong 2017 của AAA đạt 7% cao hơn THB (5%), RDP (-2%), LIKSIN (6%), SPP (2%) và TPC (6%). Từ 2015-2017 có thể thấy mức tăng trưởng ROA của AAA khá ổn định trong khi các doanh nghiệp đều chứng kiến ROA sụt giảm mạnh trong năm 2017.

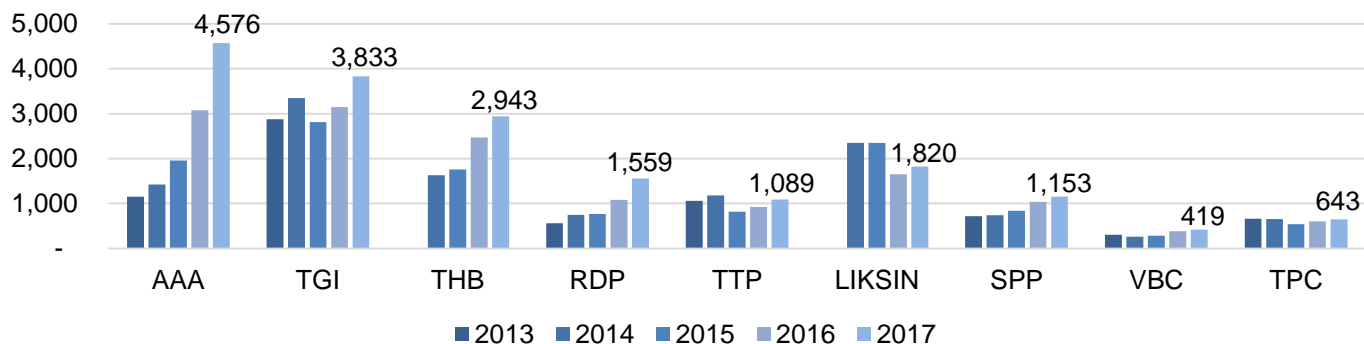
Các doanh nghiệp như TGI, THB, RDP đều có mức sụt giảm mạnh (giảm từ -2% đến 8%). Riêng LIKSIN có mức sụt giảm từ 24% xuống 6% là do trong năm 2017 LIKSIN tái cơ cấu doanh nghiệp và thoái vốn khỏi các công ty con dẫn đến lợi nhuận và tài sản bị sụt giảm mạnh.

Ngành bao bì nói chung và các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa nói riêng có tỷ suất ROE khá thấp. ROE của AAA trong năm 2017 đạt 16% đứng sau VBC (26%) và cao hơn khá nhiều so TGI (8%), THB (7%). Các doanh nghiệp nội địa đạt xấp xỉ 10% riêng RDP trong năm 2017 bị lỗ.

7.5. Tổng tài sản

Tổng tài sản AAA so với các doanh nghiệp khu vực và nội địa 2013-2017

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



Ngũ tài sản cao hơn

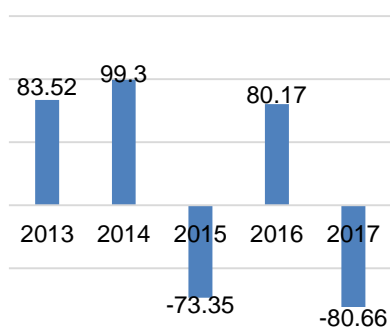
Quy mô tài sản của AAA hiện là một trong những nhà sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á và đứng đầu so với các doanh nghiệp bao bì nhựa nội địa với tổng tài sản đạt 4,576 tỷ đồng trong năm 2017.

Tổng tài sản của AAA tăng đột biến 134% từ 2015-2017 do AAA liên tục đầu tư xây dựng nhà máy mới để tăng công suất và mở rộng sản xuất. Trong 2016 và 2017 AAA đã xây dựng và đưa vào hoạt động nhà máy số 6 và số 7 cũng như dây chuyền sản xuất CaCO3.

Trong 2018 với việc đầu tư Giai đoạn 1 của nhà máy số 8 (AnBio) và thành lập các dây chuyền sản xuất mới tại An Cường, An Vinh và Đại An sẽ giúp quy mô tài sản của AAA ước tính tăng thêm khoảng gần 1,000 tỷ đồng.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh AAA từ 2013-2017

Đơn vị: tỷ đồng



8. AAA ĐỐI MẶT RỦI RO TÀI CHÍNH CAO

8.1. AAA đối mặt rủi ro tài chính cao

So với các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa trong khu vực và nội địa thì AAA là doanh nghiệp sử dụng nợ vay trên cơ cấu nguồn lớn nhất. Do tồn kho và nợ phải thu khách hàng tăng đột biến nên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của AAA liên tục bị âm các năm 2015 và 2017. Chúng tôi kỳ vọng với việc nhà máy 6 và 7 hoạt động 70% công suất thì dòng tiền trong 2018 có thể có dương trở lại.

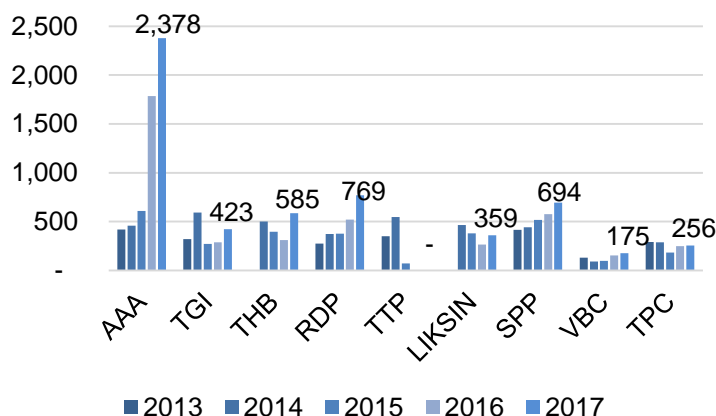
8.2. Nợ vay của AAA tăng nhanh từ 2015-2017

Nợ vay của AAA tăng mạnh từ 610 tỷ đồng năm 2015 lên đến 2,378 tỷ đồng trong năm 2017. Gia tăng nợ vay lớn dẫn đến áp lực trả nợ lãi vay cũng như bán hàng rất cao làm giảm khả năng cạnh tranh của AAA khi biến động giá nguyên liệu trong 2018 và những năm tới được dự báo biến động mạnh. Việc giảm giá thành để cạnh tranh các đối thủ trong khu vực như TGI và THB sẽ là bài toán khó đối với AAA.

Tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của AAA đến cuối 2017 là 52%, tỷ lệ đòn bẩy tài chính D/E xấp xỉ 1.5 và hệ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 1.07 tuy vẫn ở mức trung bình so với ngành nhưng chúng tôi đánh giá AAA đang đối mặt rủi ro tài chính cao.

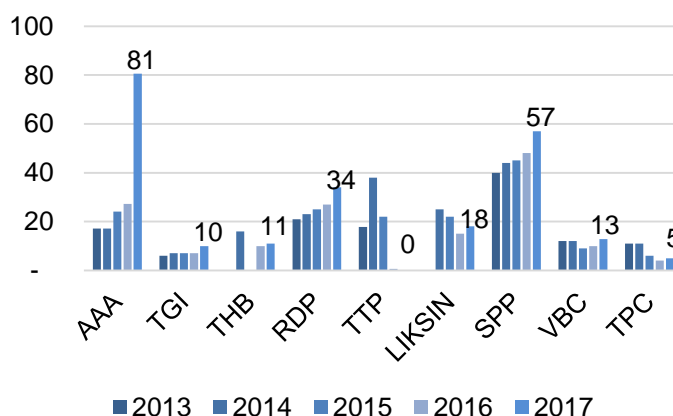
Nợ vay 2013 - 2017

Đơn vị: nghìn tỷ đồng



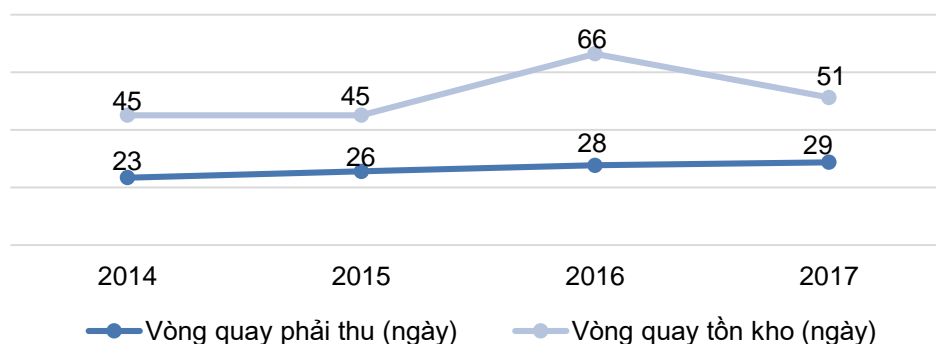
Chi phí lãi vay 2013 - 2017

Đơn vị: tỷ đồng



Nguy hiểm rủi ro tài c

8.3. Hệ số vòng quay phải thu và vòng quay tồn kho AAA

Vòng quay phải thu và tồn kho của AAA
từ 2014-2017

Nguồn: Số vòng quay phải

AAA kiểm soát khá tốt khả năng thu nợ khách hàng khi doanh thu từ 2014 đạt 1,561 tỷ đồng đến 4,070 tỷ đồng năm 2017 nhưng vòng quay phải thu khách hàng chỉ tăng nhẹ từ 23 ngày lên 29 ngày. Tuy vậy dư nợ phải thu khách hàng vào cuối 2017 vẫn ở mức cao là 418 tỷ đồng (+90% yoy).

Vòng quay tồn kho của AAA tăng đột biến trong năm 2016 do chính sách tích trữ nguyên liệu sản xuất tuy nhiên đã cải thiện trong năm 2017 ở mức 51 ngày. Tồn kho của AAA trong năm 2017 tiếp tục giữ mức cao là 537 tỷ đồng (+20% yoy).

Tổng phải thu khách hàng và tồn kho cuối 2017 chiếm tới 20% tổng tài sản và 60% nguồn vốn của AAA.

9. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá cổ phiếu AAA dựa vào phương pháp so sánh chỉ số P/E và EBITDA/EV trung bình các doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa có cùng quy mô trong nước và trong khu vực:

| STT | Mã CK | Tên | P/E |
|-------------------|-------|---------------------------|-------------|
| 2 | THIP | Thantawan Industries PCL | 11.8 |
| 3 | SLPR | SLP Resources BHD | 12.9 |
| 4 | TGI | Thong Guan Industries BHD | 9.4 |
| 5 | SPP | Bao bì nhn Industrie | 11.8 |
| 6 | TTP | Bao bì nhn Indust | Tiến 8.5 |
| 7 | VBC | Bao bì Vinh | 8.1 |
| 8 | TPC | NhCa Tân Đ | Vinhưng 8.3 |
| Trung bình | | | 10 |

Ngung binhomberg

Chúng tôi dự phóng EPS của AA vào cuối 2018 sẽ là 1,459 đồng/cp. Do vậy chúng tôi định giá cổ phiếu AAA ở mức **23,000** tại cuối 2018, cụ thể:

| Chai cước | Trung bình ngành | Trung bình AAA (VND) |
|-----------------------|-------------------|----------------------|
| Phương pháp P/E | 10 | 14,585 |
| Phương pháp EV/EBITDA | 9 | 31,388 |
| | Trung bình | 23,000 |

Bao gồm **1,500 đồng** tiền cổ tức/cổ phiếu, tổng lợi nhuận kỳ vọng đạt **44%** so với giá thị trường là 17,000 đồng. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH | Vốn hóa: 2,959 tỷ VND | | | |
|-----------------------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị: Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| Doanh thu thuần | 2,144 | 4,070 | 5,978 | 7,400 |
| Tăng trưởng (%) | 33% | 90% | 47% | 24% |
| GVHB | 1,837 | 3,519 | 5,194 | 6,501 |
| Biên LN gộp (%) | 14.3% | 13.5% | 13.1% | 12.1% |
| Chi phí BH & QLDN | 120 | 185 | 269 | 333 |
| EBITDA | 281 | 533 | 756 | 905 |
| Biên lợi nhuận (%) | 13.1% | 13.1% | 12.7% | 12.2% |
| Khấu hao | 93 | 168 | 241 | 339 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 188 | 365 | 515 | 566 |
| Biên LN HĐKD (%) | 8.7% | 9.0% | 8.6% | 7.6% |
| Chi phí lãi vay ròng | 25 | 67 | 156 | 163 |
| % so với nợ ròng | 3.3% | 4.2% | 9.2% | 9.2% |
| Khả năng trả lãi vay(x) | 7.4 | 5.4 | 3.3 | 3.5 |
| Lãi/lỗ khác | 4.3 | 30.2 | - | - |
| Thuế | 24 | 65 | 72 | 81 |
| Thuế suất hiệu dụng (%) | 14% | 20% | 20% | 20% |
| Lợi nhuận ròng | 143 | 263 | 288 | 323 |
| Biên lợi nhuận (%) | 6.7% | 6.5% | 4.8% | 4.4% |
| Lợi ích CĐ thiểu số | 0.9 | 40 | 44 | 49 |
| LN cho công ty mẹ | 142 | 223 | 244 | 274 |
| Số lượng CP (triệu) | 57 | 84 | 167 | 167 |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 2,060 | 2,245 | 1,459 | 1,637 |
| Tăng EPS (%) | 208% | 9.0% | -35% | 12% |
| Cổ tức (VND) | 1,516 | 1,194 | 1,500 | 1,500 |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%) | 61% | 45% | 103% | 92% |

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

| CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Thay đổi vốn lưu động | 539 | 264 | 263 | 274 |
| Capex | 1,077 | 696 | 931 | 572 |
| Dòng tiền khác | -146 | 219 | - | - |
| Dòng tiền tự do | -1,235 | -748 | -665 | -184 |
| Phát hành cp | 84 | 407 | 1,176 | - |
| Cổ tức | 86 | 100 | 251 | 251 |
| Thay đổi nợ ròng | 1,237 | 441 | -260 | 435 |
| Nợ ròng cuối năm | 1,377 | 1,818 | 1,558 | 1,993 |
| Giá trị doanh nghiệp (EV) | 4,414 | 5,092 | 4,876 | 5,360 |
| Tổng VCSH | 955 | 1,625 | 2,838 | 2,910 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 11 | 248 | 292 | 341 |
| VCSH | 944 | 1,377 | 2,546 | 2,569 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 16,570 | 16,469 | 15,227 | 15,363 |
| Nợ ròng / VCSH (%) | 144% | 112% | 55% | 69% |
| Nợ ròng / EBITDA (x) | 4.9 | 3.4 | 2.1 | 2.2 |
| Tổng tài sản | 3,078 | 4,576 | 5,567 | 6,216 |

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

| CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số) | 16% | 19% | 12% | 11% |
| ROA (%) | 5% | 6% | 5% | 5% |
| ROIC (%) | 10% | 11% | 11% | 10% |
| WACC (%) | 8% | 9% | 12% | 12% |
| PER (x) | 8.8 | 8.1 | 12.4 | 11.1 |
| PBR (x) | 2.6 | 1.8 | 1.2 | 1.2 |
| PSR (x) | 1.4 | 0.7 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA (x) | 15.7 | 9.5 | 6.4 | 5.9 |
| EV/sales (x) | 2.1 | 1.3 | 0.8 | 0.7 |
| Suất sinh lợi cổ tức (%) | 6.9% | 5.5% | 8.3% | 8.3% |

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.