

Ngành bao bì nhựa

Báo cáo cập nhật Q1/2017

10 tháng 2, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **29.298**

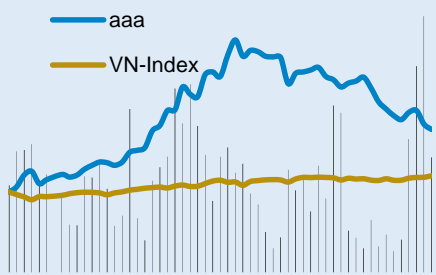
Giá thị trường (10/02/2017) 23.600

Lợi nhuận kỳ vọng 24%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.200 – 34.330
Vốn hóa	1,344
SL cổ phiếu lưu hành	56.964.988
KLGD bình quân 10 ngày	1.006.328
% sở hữu nước ngoài	16.7%
Room nước ngoài	32%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.700
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,2%
Beta	0,48

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
AAA	0,85	-9,23	-18,62	-30,79
Vn-index	5,35	2,62	4,50	9,90

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 202

chethimaitrang@baoviet.com.vn

CTCP Nhựa và môi trường xanh An Phát (AAA)

Mã giao dịch: AAA

Reuters: AAA.HM

Bloomberg: AAA VN

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận khi nhà máy mới hoàn thành

Các dự án mới của AAA sẽ hoàn thiện trong Q1/2017. Nhà máy 6 chạy thử giai đoạn 1 từ cuối năm 2016 và Giai đoạn 2 đã hoàn thành xây dựng trong tháng 1/2017. Với kinh nghiệm từ việc xây dựng nhà máy số 5 (hoạt động tháng 7/2014) chuyên xuất hàng sang Nhật, AAA đã xây dựng được mối quan hệ bạn hàng với các doanh nghiệp Nhật Bản và nhiều khách hàng đã tiến hành đặt hàng trước cho nhà máy số 6. Nhà máy số 7 có công suất 9.600 tấn/năm, đang tiến hành chạy thử và có thể hoàn thiện dây chuyền vào cuối Q1/2017. 70% sản phẩm của nhà máy đã được bao tiêu bởi một khách hàng lớn, do đó sau khi hoàn thành nhà máy có thể nhanh chóng đạt tối đa công suất.

Lợi nhuận 2017 và 2018 có thể tăng trưởng 55% và 31% nhờ 2 nhà máy mới. Với việc 2 nhà máy mới đi vào hoạt động, công suất thiết kế của AAA sẽ tăng gấp 2 lần so với trước đây, đạt 96.000 tấn, gần như tương đương với doanh nghiệp sản xuất bao bì đứng đầu Đông Nam Á là King Pac của Thái Lan, có công suất 100.000 tấn/năm. Sản lượng tiêu thụ có thể tăng trưởng 40% về sản lượng trong năm 2017 và 30% trong năm 2018, giúp lợi nhuận có thể tăng trưởng 55% và 31% yoy trong 2 năm tới.

Rủi ro pha loãng từ việc thực hiện các chứng quyền là hiện hữu tuy nhiên không đáng lo ngại nhờ tăng trưởng lợi nhuận. Ngày 01/12/2015 AAA đã phát hành 300.000 trái phiếu kèm chứng quyền theo đó mỗi trái phiếu sẽ đi kèm với 1 chứng quyền được quyền mua 100 cổ phiếu phổ thông với giá 11.500 VNĐ/cổ phần. Ngày 01/12/2018 là thời hạn cuối cùng thực hiện quyền, theo đó tính đến cuối 2018, số lượng cổ phần của AAA sẽ tăng lên khoảng 81,9 triệu cổ phần, và gây nên rủi ro pha loãng khá cao cho các cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính EPS 2017 và 2018 tính trên tổng số lượng cổ phiếu bao gồm số cổ phiếu phát hành thêm để trả toàn bộ chứng quyền (tối đa 30 triệu cổ phiếu – đưa tổng số lượng cổ phiếu sau khi trả chứng quyền lên tối đa 81,9 triệu cổ phiếu) là 2.706 VNĐ/cổ phần và 3.554 VNĐ/cổ phần, vẫn tăng 4% và 36% so với EPS 2016. Nếu chỉ tính trên số lượng cổ phiếu hiện tại, EPS 2017 có thể đạt 3.890 VNĐ/cổ phần, tăng 49% so với 2016. Do đó, rủi ro pha loãng là hiện hữu tuy nhiên không đáng lo ngại. Ngoài ra, các chứng quyền trên cũng đã được giao dịch chuyển nhượng trên thị trường, do đó khả năng bán ra ở ạt sau khi các chứng quyền được thực hiện với giá thấp là không có.

Khuyến nghị đầu tư. Ngành bao bì nhựa có tiềm năng tăng trưởng cao và rủi ro thấp. Với 2 nhà máy 6 và 7 đi vào hoạt động, AAA đã trở thành một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á và có thể đảm bảo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bình quân 24%/năm trong vòng 3 năm tới. Tỷ lệ cổ tức 2016 dự kiến 20% và 2017 đang đặt kế hoạch 20%-30%, tương đương tỷ lệ cổ tức/thị giá ở mức 8,5%-12,7%. Mức giá hợp lý theo mô hình chiết khấu dòng tiền và so sánh ngang của chúng tôi ở mức 29.298 VNĐ/cổ phần, cao hơn 24% so với giá hiện tại. Do đó, khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu AAA.

Ngành bao bì nhựa có tiềm năng tăng trưởng cao và rủi ro thấp

Ngành bao bì nhựa là ngành có tính chất gia công cao, sử dụng nhiều lao động, do đó các quốc gia như Trung Quốc và các nước Đông Nam Á là những nước có lợi thế cạnh tranh rất lớn trong sản xuất bao bì nhựa nhờ lợi thế chi phí nhân công thấp. Việt Nam là một trong những quốc gia đứng đầu Đông Nam Á về sản xuất bao bì nhựa. Trong những năm gần đây ngành bao bì nhựa luôn đạt mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu khá cao và là ngành chiếm tỷ trọng cao nhất trong xuất khẩu các sản phẩm nhựa (khoảng 30% tổng kim ngạch). AAA với lợi thế là doanh nghiệp có quy mô công suất lớn nhất Việt Nam và là một trong những nhà sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á, 90% sản phẩm túi được xuất khẩu đi các nước có tiêu chuẩn cao như EU, Nhật Bản, có bề dày kinh nghiệm hơn 10 năm trong ngành và tạo dựng được hệ thống khách hàng truyền thống giúp Công ty có thể nhanh chóng gia tăng sản lượng của các nhà máy mới.

Ngoài tiềm năng tăng trưởng tốt, AAA cũng được chúng tôi đánh giá cao nhờ rủi ro thấp khi các hợp đồng được ký kết có thời gian ngắn (2-3 tháng), không phụ thuộc vào một khách hàng lớn đơn lẻ nào (khách hàng lớn nhất chỉ chiếm 4% doanh thu), hợp đồng ký kết có điều khoản ràng buộc về điều chỉnh giá bán nếu giá đầu ra biến động mạnh (sau khi rút kinh nghiệm từ rủi ro giá hạt nhựa lao dốc năm 2014 đã khiến lợi nhuận bị ảnh hưởng) do đó biên lợi nhuận có thể duy trì ổn định và đang có chiều hướng gia tăng nhờ áp dụng các phương pháp cải tiến trong quy trình sản xuất.

Các dự án mới của AAA sẽ hoàn thiện trong Q1/2017

Nhà máy 6 – giai đoạn 1 chạy thử từ cuối năm 2016 và giai đoạn 2 đã hoàn thành xây dựng trong tháng 1/2017. Nhà máy số 6 là dự án đầu tư lớn nhất của AAA từ trước đến nay, có tổng mức đầu tư 500 tỷ VNĐ, công suất 38.400 tấn/năm, chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 chuyên sản xuất túi T-shirt, flat chất lượng cao xuất khẩu sang Nhật đã hoàn thành và đi vào chạy thử trong tháng 9/2016. Giai đoạn 2 chuyên sản xuất túi thực phẩm để xuất sang Nhật cũng đã hoàn thiện xây dựng và đang trong quá trình lắp đặt máy móc, chạy thử trong Q1/2017. Nhật Bản là một thị trường khá khó tính với các yêu cầu khắt khe và các tiêu chuẩn đặc thù riêng về chất lượng, cách đóng gói bao bì, quy cách sản phẩm... do đó chỉ một số ít các doanh nghiệp Việt Nam có thể xuất hàng được sang Nhật. Với kinh nghiệm từ việc xây dựng nhà máy số 5 (hoạt động tháng 7/2014) chuyên xuất hàng sang Nhật, AAA đã xây dựng được mối quan hệ bạn hàng với các doanh nghiệp Nhật Bản và nhiều khách hàng đã tiến hành đặt hàng trước cho nhà máy số 6.

Thông tin các nhà máy của AAA			
Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Thời gian hoạt động	Vốn đầu tư (tỷ đồng)
Nhà máy 1	12.000	2007	139
Nhà máy 2	16.800	T2/2008	207
Nhà máy 3	10.800	T1/2010	191
Nhà máy 5	8.400	T7/2014	242
Nhà máy 6	38.400	T1/2017	500
Nhà máy 7	9.600	Q1/2017	200
Tổng	96.000		1.479

Nguồn: AAA, BVSC tổng hợp

Nhà máy số 7 sẽ hoàn thành cuối Q1/2017. Nhà máy số 7 có công suất 9.600 tấn/năm, vốn đầu tư 200 tỷ VNĐ chuyên sản xuất sản phẩm đi Mỹ sẽ có thể hoàn thành cuối Q1/2017. Hiện tại, nhà máy đã hoàn thành xong xây dựng cơ bản đang tiến hành chạy thử nghiệm. Sản phẩm của nhà máy là túi rút dây, khác với chủng loại túi nhựa T-shirt bị đánh thuế chống bán phá giá vào thị trường Mỹ. Ngoài ra, 70% sản phẩm của nhà máy đã được bao tiêu bởi một khách hàng lớn, do đó sau khi hoàn thành nhà máy có thể nhanh chóng đạt tối đa công suất.

Hai nhà máy mới có thể đảm bảo tăng trưởng sản lượng bình quân 24%/năm trong giai đoạn 2017-2019

AAA đang dần thực hiện được mục tiêu doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á. Với việc 2 nhà máy có công suất lớn số 6 và số 7 đi vào hoạt động trong đầu năm 2017, công suất của AAA sẽ tăng gấp 2 lần so với trước đây, đạt 96.000 tấn/năm, gần như tương đương với doanh nghiệp sản xuất bao bì đứng đầu Đông Nam Á là King Pac của Thái Lan, có công suất 100.000 tấn/năm.

Nhà máy số 6 và số 7 hoàn thành có thể giúp AAA tăng trưởng bình quân 24%/năm về sản lượng tiêu thụ trong vòng 3 năm tới. Chúng tôi giả định hiệu suất của nhà máy số 6 và số 7 trong năm 2017 đạt khiêm tốn 40% và 50% công suất; trong năm 2018 đạt 80% và 90% công suất, tương ứng sản lượng tiêu thụ năm 2017 và 2018 có thể đạt 64.700 tấn và 83.900 tấn, tăng trưởng 40% về sản lượng trong năm 2017 và 30% trong năm 2018. Từ năm 2019 trở đi, các nhà máy có thể hoạt động tối đa công suất với mức sản lượng ổn định khoảng 89.000 tấn (thấp hơn một chút so với công suất thiết kế do kích cỡ túi, độ dày màng, quy cách sản xuất khác nhau nên trọng lượng có thể chênh lệch so với thiết kế). Bình quân trong giai đoạn 2017-2019, sản lượng tiêu thụ có thể tăng trưởng 24%/năm. Chúng tôi cho rằng đây là mức hợp lý, với kinh nghiệm hơn 10 năm trong ngành sản xuất bao bì nhựa, và hồ sơ năng lực tốt với 90% sản phẩm được xuất khẩu tới các quốc gia có tiêu chuẩn chất lượng cao là EU và Nhật Bản, và quy mô đứng đầu trong ngành sản xuất bao bì nhựa Việt Nam, AAA có

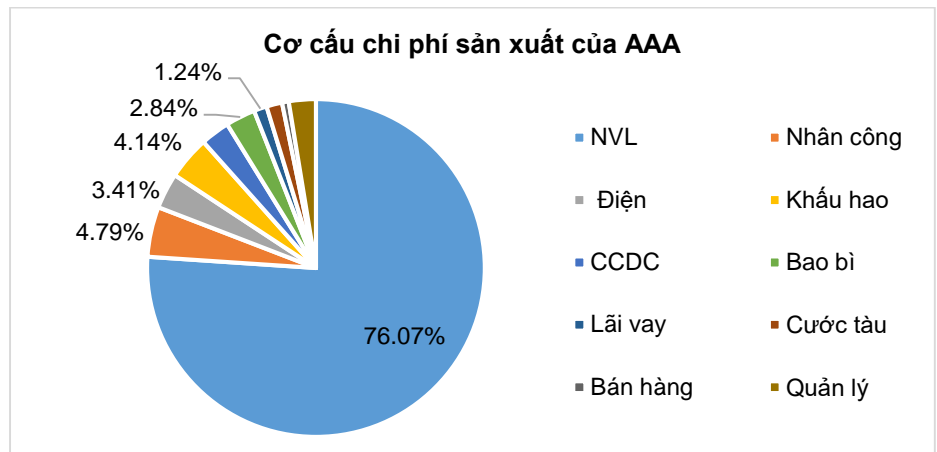
thể nhanh chóng tìm kiếm bạn hàng mới để đạt được mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ như trên.

Dự báo sản lượng tiêu thụ của AAA						
Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Sản lượng tiêu thụ (tấn)				
		2015	2016	2017E	2018E	2019E
N/máy 1	12.000	9.403	10.229	10.229	10.229	10.229
N/máy 2	16.800	13.870	16.099	16.099	16.099	16.099
N/máy 3	10.800	10.068	10.473	10.473	10.473	10.473
N/máy 5	8.400	3.877	7.740	7.740	7.740	7.740
N/máy 6	38.400	-	1.772	15.360	30.720	35.633
N/máy 7	9.600	-	-	4.800	8.640	8.908
Tổng	96.000	37.218	46.313	64.701	83.901	89.082
%yoy			24%	40%	30%	6%

Nguồn: BVSC research

Lợi nhuận 2017 và 2018 có thể tăng trưởng 55% và 31% yoy

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu giá thành sản xuất của AAA (76%) và chủ yếu là nguyên liệu hạt nhựa. Giá hạt nhựa có biến động cùng chiều với giá dầu thô, và trong năm 2017, theo tổng hợp dự phóng của Bloomberg, giá dầu được dự báo bình quân ở mức 55 USD/thùng, tăng 17% so với năm 2016. Do đặc thù là sản xuất hàng gia công nên biên lợi nhuận ổn định, chúng tôi giả định giá bán của AAA sẽ tăng khoảng 5% cùng với việc tăng giá đầu vào. Với mức sản lượng tiêu thụ có thể tăng 40% do 2 nhà máy mới đi vào hoạt động, doanh thu thuần 2017 có thể đạt 3.277 tỷ VNĐ, tăng 53% so với 2016. Chúng tôi giả định mức biên lợi nhuận gộp ở mức 13% (do hoạt động sản xuất của AAA có tính chất gia công cao, giá bán sản phẩm được ước tính trên cơ sở cấu thành giá thành sản xuất cộng với mức lợi nhuận xác định, do đó biên lợi nhuận gộp thường ổn định). Các chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp được ước tính theo tỷ lệ trên doanh thu và chi phí tài chính dựa trên tiến độ trả nợ. Theo đó, lợi nhuận sau thuế năm 2017 ước tính ở mức 222 tỷ VNĐ, tăng 55% so với 2016. Năm 2018, nhờ sản lượng tiêu thụ có thể tăng 30% so với 2017, lợi nhuận ròng của AAA có thể đạt 291 tỷ VNĐ, tăng 31% so với 2017.



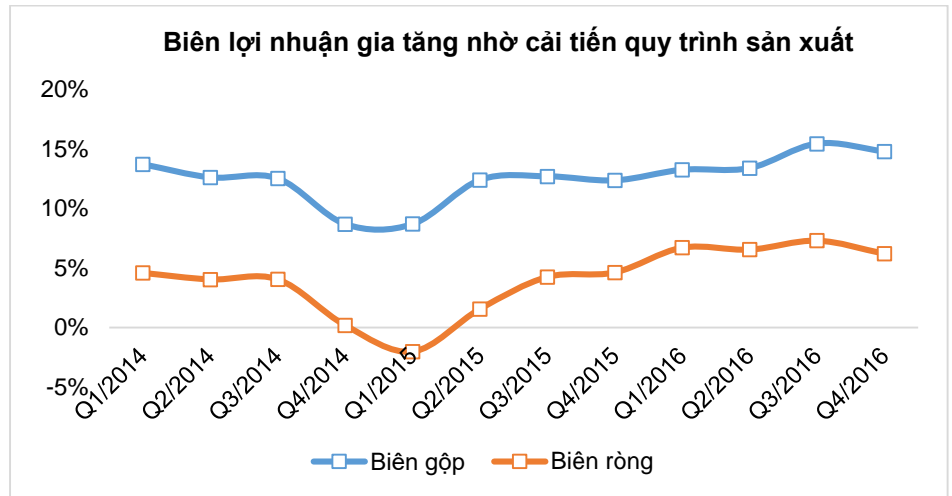
Nguồn: AAA, BVSC tổng hợp

Tiếp tục đầu tư theo chiều rộng và chiều sâu để gia tăng lợi nhuận

Từ năm 2019 trở đi, nếu không tiến hành đầu tư mới thì tăng trưởng của AAA sẽ chậm lại do các nhà máy có thể đạt tối đa công suất từ năm 2019. Do đó AAA đang tiến hành tìm kiếm dự án đầu tư mới để đảm bảo tiềm năng tăng trưởng về dài hạn, ngoài ra hoạt động sản xuất cũng liên tục được cải tiến quy trình để gia tăng biên lợi nhuận.

Các dự án mở rộng sẽ tiếp tục được triển khai để đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn. AAA đã đề xuất triển khai xây dựng dự án Nhà máy 8 và được ĐHĐCĐ phê duyệt. Hiện tại, Công ty đang xúc tiến quá trình làm thủ tục đầu tư và xây dựng cho dự án, với sản phẩm đầu ra là bao bì màng phức và túi tự hủy, trên diện tích đất xin thuê là 98.088 m², có quy mô 24.000 tấn/năm, tổng mức đầu tư dự kiến 500,6 tỷ VNĐ, trong đó giai đoạn 1 là 7.200 tấn/năm.

Các biện pháp cải tiến quy trình sản xuất cũng được thực hiện nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động. Ngoài việc mở rộng theo quy mô, AAA cũng đã áp dụng các biện pháp đầu tư chiều sâu để nâng cao năng suất hoạt động, điển hình là Hệ thống dòng chảy sản phẩm được áp dụng vào sản xuất từ tháng 3/2016, theo đó Công ty có thể tra cứu sản phẩm theo từng máy, từng công nhân, giúp xác định chính xác hiệu quả làm việc của mỗi công nhân, đánh giá đúng năng lực công nhân đồng thời thúc đẩy tinh thần làm việc, tăng năng suất lao động và giảm tỷ lệ phế liệu. Tỷ lệ phế sau khi áp dụng Hệ thống này đã giảm từ mức 11% - 13% xuống chỉ còn 4% - 5%, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng tăng lên 14,2% và 6,7% (năm 2016) so với mức bình quân trước kia chỉ khoảng 13% biên gộp và 4% biên ròng.



Nguồn: AAA, BVSC ước tính

Rủi ro pha loãng từ việc thực hiện các chứng quyền là hiện hữu tuy nhiên không đáng lo ngại nhờ tăng trưởng lợi nhuận từ nhà máy mới

Ngày 01/12/2015 AAA đã phát hành 300.000 trái phiếu kèm chứng quyền có thời hạn 3 năm để tài trợ đầu tư nhà máy số 6, theo đó mỗi trái phiếu sẽ đi kèm với 1 chứng quyền và mỗi chứng quyền được quyền mua 100 cổ phiếu phổ thông với giá 11.500 VND/cổ phần.

Lộ trình phát hành cổ phiếu để thực hiện chứng quyền được chia làm 2 đợt:

- ❑ Đợt 1: sau 1 năm kể từ ngày phát hành (tức đến ngày 01/12/2016) nhà đầu tư sẽ thực hiện tối đa 55.000 chứng quyền (tương ứng AAA phát hành tối đa 5,5 triệu cổ phần để thực hiện quyền). Trên thực tế, trong tháng 01/2017, AAA đã phát hành 5,065 triệu cổ phiếu để thực hiện quyền.
- ❑ Đợt 2: sau ngày 30/6/2018, người sở hữu chứng quyền sẽ thực hiện số chứng quyền còn lại.

Theo kế hoạch phát hành cổ phiếu để thực hiện quyền, tính đến cuối năm 2018, số lượng cổ phần của AAA sẽ tăng lên tối đa là 81,9 triệu cổ phần, tăng 43% so với hiện nay và gây nên rủi ro pha loãng khá cao cho các cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính với mức lợi nhuận sau thuế năm 2017 và 2018 ở mức 221 tỷ VNĐ và 291 tỷ VNĐ, EPS 2017 và 2018 tính trên tổng số lượng cổ phiếu bao gồm số cổ phiếu phát hành thêm để trả toàn bộ chứng quyền (tối đa 81,9 triệu cổ phiếu) là 2.706 VNĐ/cổ phần và 3.554 VNĐ/cổ phần. Nếu chỉ tính số lượng cổ phiếu hiện tại, EPS 2017 sẽ ở mức 3.890 VNĐ/cổ phần. Do đó, rủi ro pha loãng là hiện hữu tuy nhiên không đáng lo ngại nhờ tăng trưởng lợi nhuận từ các nhà máy mới. Ngoài ra, AAA cho biết các chứng quyền trên đã được giao dịch chuyển nhượng trên thị trường, do đó giá vốn cổ phần nếu thực hiện các chứng quyền này hiện tại sẽ cao hơn nhiều so với mức giá thực hiện quyền

(11.500 VNĐ/cổ phần) và khả năng bán ra ở ạt sau khi các chứng quyền được thực hiện với giá thấp là không có.

Tỷ lệ cổ tức hấp dẫn

AAA đã trả cổ tức đợt 1 năm 2016 ở mức 10% và dự kiến sẽ trình ĐHCĐ trả cổ tức đợt 2 trong năm 2017 ở mức 10%, đưa tổng cổ tức 2016 lên 20%. Kế hoạch cổ tức 2017 ở mức 20%-30%, tương ứng tỷ lệ cổ tức/thị giá ở mức 8,5%-12,7%, là mức khá hấp dẫn. Trong quá khứ, ngoại trừ năm 2014 chia cổ tức bằng cổ phần và 2015 chỉ trả cổ tức 7% do lợi nhuận sụt giảm mạnh khi giá nhựa lao dốc, các năm trước đó tỷ lệ cổ tức của AAA khá cao (10%, so với giá giao dịch khoảng 10.000 VNĐ/cổ phần). Với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2017, 2018, AAA có thể sẽ trả cổ tức ở mức cao trong các năm tới.

Giá hợp lý của AAA là 29.522 VNĐ/cổ phần

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp so sánh ngang và chiết khấu dòng tiền để định giá cổ phiếu AAA.

Phương pháp so sánh ngang. Chúng tôi áp dụng mức P/E bình quân của ngành bao bì hiện nay ở mức 10,2 lần. Theo đó, giá hợp lý của AAA nếu tính theo phương pháp P/E sẽ ở mức 27.601 VNĐ/cổ phần (áp dụng EPS 2017) và 36.250 VNĐ/cổ phần (áp dụng EPS 2018), cao hơn 17% và 53% so với giá giao dịch hiện tại.

P/E ngành bao bì			Giá hợp lý của AAA theo phương pháp P/E	
	Giá cổ phiếu	P/E		Chỉ tiêu
SVI	48.900	8,5	P/E ngành	10,2
SPP	20.500	13,5	EPS 2017	2.706 VNĐ/cp
VBC	69.900	7,9	Giá hợp lý theo EPS 2017	27.601 VNĐ/cp
DHC	36.000	10,7	EPS 2018	3.554 VNĐ/cp
Bình quân		10,2	Giá hợp lý theo EPS 2018	36.250 VNĐ/cp

Ghi chú: số lượng cổ phiếu để tính EPS đã bao gồm toàn bộ số lượng cổ phiếu phát hành thêm để trả chứng quyền.

Định giá theo phương pháp P/B, AAA có giá hợp lý là 25.991 VNĐ/cổ phần. Tổng hợp 2 phương pháp P/E và P/B với tỷ trọng 50:50, giá hợp lý của AAA là 26.796 VNĐ/cổ phần (EPS được lấy cho năm 2017 với số lượng cổ phiếu đã bao gồm chứng quyền được thực hiện).

P/B bình quân ngành bao bì				Giá hợp lý của AAA theo phương pháp P/B	
Công ty	Giá	Book value	P/B	Chỉ tiêu	Giá trị
SVI	48.900	25678	1,904	Book value AAA	15.079
SPP	20.500	18755	1,093	Giá hợp lý	25.991
VBC	69.900	32735	2,135		
DHC	36.000	20.430	1,762		
Tổng hợp phương pháp so sánh ngang					
				Chỉ tiêu	Giá trị

Bình quân	1,72	P/B	25.991
		P/E (theo EPS 2017)	27.601
		Bình quân	26.796

Nguồn: BVSC ước tính

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền, giá hợp lý của cổ phiếu AAA là 31.800 VNĐ/cổ phần (tỷ lệ chiết khấu COE 12,48%, WACC 11,09%, tăng trưởng dài hạn 3%, số lượng cổ phiếu là 81,9 triệu cổ phần đã bao gồm lượng cổ phiếu phát hành để trả chứng quyền).

Tổng hợp 2 phương pháp so sánh ngang và chiết khấu dòng tiền, giá hợp lý của AAA là 29.298 VNĐ/cổ phần, cao hơn 24% so với giá hiện tại.

Định giá AAA		
Phương pháp	Chỉ tiêu (VNĐ/cp)	Tỷ trọng
So sánh ngang	26.796	50%
Chiết khấu dòng tiền	31.800	50%
Bình quân		29.298

Nguồn: BVSC ước tính

Khuyến nghị đầu tư

Ngành bao bì nhựa có tiềm năng tăng trưởng cao và rủi ro thấp. Với 2 nhà máy 6 và 7 đi vào hoạt động, AAA đã trở thành một trong những doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á và có thể đảm bảo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ bình quân 24%/năm trong vòng 3 năm tới. Đầu ra của 2 nhà máy cũng đã được đảm bảo nhờ các khách hàng truyền thống. Lợi nhuận 2017 và 2018 có thể tăng trưởng 55% và 31% so với năm trước, do đó rủi ro pha loãng từ việc thực hiện các chứng quyền mua cổ phiếu sẽ không còn đáng ngại. Ngoài ra, các chứng quyền này đã được giao dịch chuyển nhượng trên thị trường do đó giá vốn cổ phiếu thực hiện quyền sẽ cao hơn nhiều so với mức 11.500 VNĐ/cổ phần, khiến rủi ro bị bán tháo ở ạt ở mức giá thấp sau khi thực hiện quyền (tháng 12/2018) là không cao. Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của AAA ở mức 29.298 VNĐ/cổ phần, cao hơn 24% so với giá hiện tại. Do đó, khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu AAA.

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	16,73%
Sở hữu khác	83,27%

CỔ ĐÔNG LỚN

Phạm Ánh Dương	16,26%
KALLANG LIMITED	11,47%
Nguyễn Lê Trung	10,92%
Phạm Hoàng Việt	10,66%
Nguyễn Xuân Hà	6,77%
Deutsche Asset Management (Asia) Limited	3,67%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu	1.560,6	1.614,5	2.143,8	3.277,2	4.200,2	4.593,3
Giá vốn	1.377,9	1.424,7	1.836,7	2.864,4	3.654,2	3.996,2
Lợi nhuận gộp	182,7	189,8	307,0	450,4	546,0	597,1
Doanh thu tài chính	8,3	22,4	30,2	32,7	36,1	39,4
Chi phí tài chính	25,9	50,0	53,9	168,4	171,6	167,0
Lợi nhuận sau thuế	47,8	40,5	142,9	221,6	291,1	335,4

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tiền & khoản tương đương tiền	336,8	470,1	406,7	503,6	537,1	587,8
Các khoản phải thu ngắn hạn	154,1	363,5	455,6	586,0	751,0	821,3
Hàng tồn kho	137,5	214,2	450,6	470,8	603,4	659,9
Tài sản cố định hữu hình	618,3	595,4	1.338,5	1.592,3	1.566,1	1.541,4
Các khoản ĐT tài chính dài hạn	39,2	42,6	44,3	44,3	44,3	44,3
Tổng tài sản	1.421,7	1.954,8	3.077,6	3.383,7	3.713,5	3.876,4
Nợ ngắn hạn	507,7	667,1	1.140,3	1.480,4	1.790,4	1.941,5
Nợ dài hạn	127,7	468,2	982,6	781,1	398,8	265,9
Vốn chủ sở hữu	786,3	819,5	954,8	1.102,2	1.498,8	1.641,0
Tổng nguồn vốn	1.421,7	1.954,8	3.077,6	3.383,7	3.713,5	3.876,4

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Chỉ tiêu tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu (%)	35%	3%	33%	53%	28%	9%
Tăng trưởng LNST (%)	-15%	-15%	252%	55%	31%	15%
Chỉ tiêu sinh lời						
Lợi nhuận gộp biên (%)	12%	12%	14%	14%	13%	13%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3%	3%	7%	7%	7%	7%
ROA (%)	4%	2%	5%	7%	8%	9%
ROE (%)	6%	5%	15%	20%	19%	20%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn						
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	22%	58%	69%	67%	59%	57%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	39%	139%	222%	205%	146%	135%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần						
EPS (đồng/cổ phần)	1.186	808	2.611	3.890	3.554	4.096
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.330	15.724	15.079	18.036	17.467	19.246

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Chế Thị Mai Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimai@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Định Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungb@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888