CTCP NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (HSX: AAA)

Trần Xuân Trường
Chuyên viên phân tích
Email: truongtx@fpts.com.vn
Tel: (84) – 28 6290 8686 - Ext : 7593

Biến động giá cổ phiếu AAA và VNIndex

(từ 08/09/2014 – 08/09/2017)

Thông tin giao dịch (08/09/2017)	
Giá hiện tại (VNĐ/cp)	32.600
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	35.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	21.800
Số lượng CP niêm yết (cp)	59.249.988
Số lượng CP lưu hành (cp)	59.249.988
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	1.197.955
% sở hữu nước ngoài	16,17%
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	592,5
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	1.932

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty cổ phần Nhựa & Môi trường xanh An Phát
Địa chỉ	Lô CN11 + CN12, Cụm Công nghiệp An Đồng, Huyện Nam Sách, Tỉnh Hải Dương
Doanh thu chính	Bao bì nhựa
Chi phí chính	Chi phí nguyên liệu nhựa
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng cao, khách hàng nước ngoài lâu năm
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu nhựa

Danh sách cổ đông (08/09/2017)	Tỷ lệ %
CTCP An Phát Holdings	21,7%
KALLANG Limited	11,1%
Phạm Hoàng Việt	10,3%
Công ty TNHH Việt và Dương	4,9%
Công ty TNHH Trung và Hòa	4,9%
Công ty TNHH Dương Phạm Investment	4,9%

Giá thị trường (08/09/2017)	32.600	Khuyến nghị
Giá trị nội tại/cổ phiếu	53.000	MUA
Tăng/(giảm)	63%	

GIAI ĐOẠN TĂNG TRƯỞNG MỚI

Sau 10 năm thành lập và phát triển hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa mềm, AAA đã có những bước tiến rõ nét khi từ một doanh nghiệp mới bước chân vào ngành nhựa đã leo lên vị trí dẫn đầu nhóm ngành nhựa bao bì trong nước hiện nay.

Khởi đầu với chỉ 01 nhà máy sản xuất bao bì nhựa với công suất 10.800 tấn/năm, sau 10 năm, AAA đã mở rộng quy mô hoạt động lên 06 nhà máy sản xuất bao bì nhựa với tổng công suất thiết kế vào khoảng 98.000 tấn/năm tại Hải Dương cùng 01 nhà máy sản xuất nguyên liệu $CaCO_3$ và hạt Calbest tại Yên Bái.

AAA đạt được quy mô như hiện tại sau quá trình đầu tư mạnh mẽ, mở rộng sản xuất và phát triển thị trường mới từ 2015-2017. Với quy mô này, AAA sẽ trở thành doanh nghiệp lớn nhất về sản xuất bao bì nhựa mềm trong khu vực Đông Nam Á, đồng thời tiếp tục duy trì vị thế số 1 trong ngành Nhựa bao bì trong nước.

Với những thay đổi về năng lực sản xuất, thị trường tiêu thụ cũng như trong chính sách đối với nhà cung ứng và khách hàng, chúng tôi đánh giá AAA đang ở giai đoạn tăng trưởng mới cả về doanh thu lẫn lợi nhuận.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA dựa trên những luận điểm phân tích đầu tư sau:

- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**
- **Định giá**

I. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ NHÀ MÁY MỚI – THỊ TRƯỜNG MỚI

Từ năm 2017, AAA được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ cả doanh thu và lợi nhuận nhờ việc đưa các nhà máy mới vào vận hành và phát triển thị trường tiêu thụ tại Nhật Bản, Mỹ cùng chính sách điều chỉnh giá hài hòa giữa nhà cung cấp và khách hàng.

1. Doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa mềm lớn nhất Đông Nam Á

Với việc đưa Nhà máy số 6 - Nhà máy số 7 (NM6-NM7) chạy hoàn thiện trong năm 2017 sẽ giúp tổng công suất bao bì nhựa của AAA đạt 90.000-100.000 tấn/năm và sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 73.000-75.000 tấn trong năm 2017, vượt qua đối thủ cạnh tranh lớn nhất là TPBI của Thái Lan (tổng công suất sản xuất bao bì nhựa mềm chỉ khoảng 64.000 tấn/năm. *Nguồn: TPBI*) trở thành doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa mềm lớn nhất Đông Nam Á.

Nhà máy	Thời điểm hoạt động	Sản phẩm	Sản lượng sản xuất 2016 (tấn)	% Công suất thiết kế	Công suất thiết kế (tấn/năm)	
					Y2016	Y2017
Nhà máy số 1	2005	Túi bao gói thực phẩm, túi rác, màng ni-lon chuyên dùng trong nông nghiệp	10.200	85%	12.000	12.000
Nhà máy số 2	T3/2008	Bao bì mỏng các loại	16.100	96%	16.800	16.800
Nhà máy số 3	T9/2009	Túi nilon tự phân hủy, túi cuộn cao cấp ngành thực phẩm	10.500	97%	10.800	10.800
Nhà máy số 4	NM mới từ T5/2017	Sản xuất hạt Calbest, bột CaCO3 siêu mịn	20.000	57%	35.000	162.000
Nhà máy số 5	2012	Túi T-shirt, Flat xuất khẩu Nhật Bản	7.700	70%	11.000	11.000
Nhà máy số 6	T1/2017	Sản xuất túi thực phẩm, shopping xuất Nhật Bản	1.700	5%		34.800
Nhà máy số 7	Q2.2017	Sản xuất túi dây rút (draw string) xuất khẩu Mỹ				9.600
Tổng cộng (Bao bì nhựa)			**46.200**	**91%**	**50.600**	**95.000**

Với việc đưa thêm NM6-NM7 vào hoạt động từ 2017, NM8-NM9 từ 2019 và mở rộng quy mô sản xuất hạt Calbest cũng như mảng thương mại hạt nhựa, doanh thu của AAA được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ năm 2017 với mức tăng bình quân 28%/năm từ 2017-2022.

Đẩy mạnh thị trường Nhật Bản cũng là yếu tố giúp doanh thu gia tăng mạnh mẽ khi các dòng sản phẩm vào thị trường Nhật có giá bán cao hơn bao bì nhựa truyền thống (bao bì thực phẩm, shopping thời trang có giá bán 1.900-2.200$/tấn trong khi các bao bì trước đây dao động từ 1.600-1.800$/tấn).

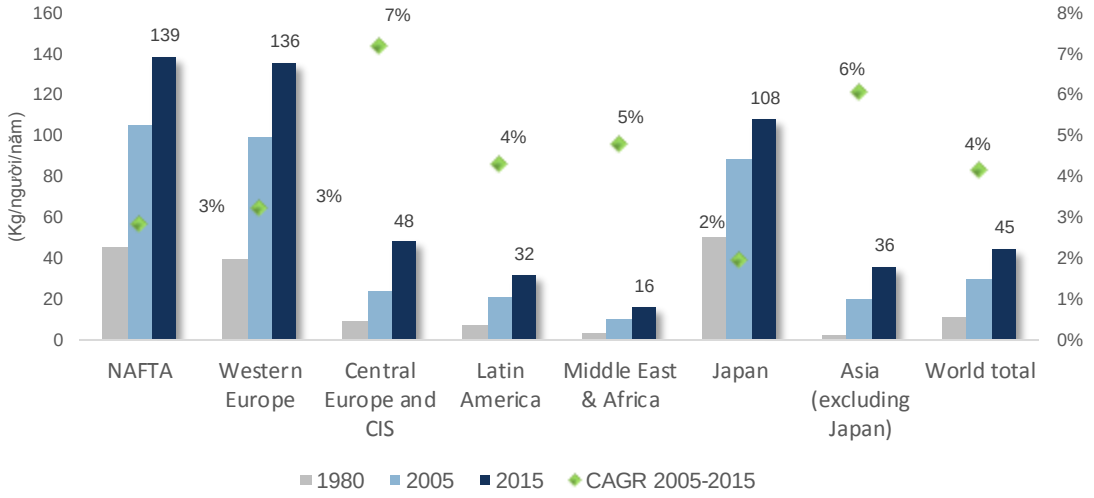
Doanh thu - Sản lượng dự báo	Y2015	Y2016	Y2017(F)	Y2018(F)	Y2019(F)	Y2020(F)	Y2021(F)	Y2022(F)	CAGR 2017-2022
Bao bì nhựa	1.389	1.693	3.105	3.632	4.952	6.120	6.512	7.009	27%
Thương mại nhựa	178	382	524	642	791	974	1.192	1.447	25%
Hạt Calbest	127	158	251	486	548	709	950	1.098	38%
Bột đá CaCO3	-	-	16	7	67	63	72	69	34%
Hoạt động vận tải	-	-	69	74	78	83	87	92	6%
Tổng doanh thu	**1.694**	**2.232**	**3.965**	**4.840**	**6.436**	**7.950**	**8.813**	**9.715**	**28%**
Sản lượng Bao bì tiêu thụ	37.218	46.313	73.344	84.408	100.548	111.912	115.332	120.720	17%
Sản lượng Calbest tiêu thụ	15.440	19.253	30.000	57.000	63.000	80.000	105.000	119.000	35%

Sản lượng tiêu thụ bao bì tăng từ mức 46.000 tấn năm 2016 lên 120.000 tấn vào năm 2022, tương đương CAGR=17%/năm, mức tăng này thấp hơn mức tăng doanh thu do trong giai đoạn sau, AAA sản xuất nhiều hơn các dòng bao bì tự hủy và màng phức, có giá bán cao gấp 2-2,5 lần bao bì thông thường. Sản lượng tiêu thụ hạt Calbest tăng từ 20.000 tấn năm 2016 lên gần 120.000 tấn vào năm 2022, tương đương CAGR=35%/năm.

2. Thị trường mới đầy tiềm năng

Biểu đồ 1

Tiêu thụ nguyên liệu chất dẻo bình quân trên người 1980-2015



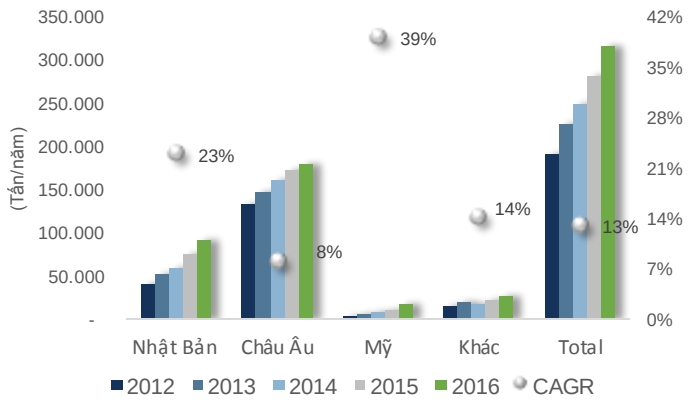
Nguồn: PlasticEurope Market Research Group, Statista

Xây dựng NM6-NM7 nằm trong kế hoạch đẩy mạnh khai thác 02 thị trường mới là Nhật Bản và Mỹ của ban lãnh đạo. Thị trường truyền thống AAA nhắm tới trong giai đoạn trước năm 2016 là châu Âu, việc đẩy mạnh 02 thị trường mới sẽ giúp AAA hiện diện đầy đủ tại 3 khu vực có nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nhựa nói chung và bao bì nhựa nói riêng lớn nhất thế giới (bao bì nhựa chiếm 40% tổng nhu cầu sản phẩm nhựa toàn thế giới).

Chiến lược kinh doanh của AAA phù hợp với xu hướng tiêu dùng và chuyển dịch đối tác nhập khẩu bao bì tại các thị trường châu Âu, Nhật Bản, Mỹ. Tại châu Âu, sản lượng túi nhựa nhập khẩu vào thị trường này không cho thấy sự tăng trưởng đáng kể trong suốt 5 năm qua khi luôn dao động quanh ngưỡng 2.000.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, đồng nhất với xu hướng thị trường Nhật và Mỹ gia tăng nhập khẩu bao bì nhựa từ Việt Nam, AAA đã chuyển hướng đầu tư các nhà máy mới phục vụ các khách hàng tại 2 thị trường này, đặc biệt là Nhật Bản khi Việt Nam đang vươn lên vị trí đứng đầu về xuất khẩu bao bì nhựa vào quốc gia Đông Bắc Á này. Quy mô nhập khẩu bao bì nhựa vào thị trường Nhật khoảng 560.000 tấn/năm, con số này tại thị trường Mỹ là 790.000 tấn/năm.

Biểu đồ 2

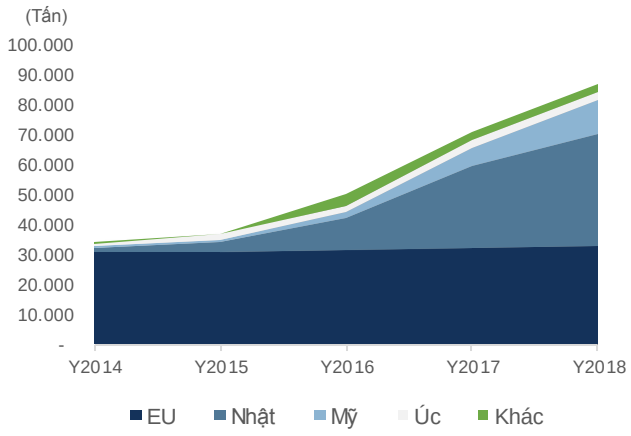
Các thị trường nhập khẩu túi nhựa từ Việt Nam 2012-2016



Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Biểu đồ 3

Sản lượng bao bì xuất khẩu của AAA 2016-2018(F)



Nguồn: AAA, FPTS Research

Thị trường Mỹ

Sản lượng bao bì nhựa nhập khẩu từ các quốc gia châu Á vào thị trường Mỹ vẫn tăng trưởng bình quân 8%/năm, châu Á hiện chiếm 64%-65% tổng lượng bao bì nhựa nhập khẩu vào Mỹ hàng năm. Trong nhóm các quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào Mỹ, Việt Nam hiện là quốc gia có tốc độ tăng trưởng bình quân năm cao nhất (CAGR=39%/năm trong giai đoạn 2012-2016), theo sau là Ấn Độ và một số quốc gia Đông Nam Á.

Đối với sản phẩm bao bì nhựa cụ thể, thông tin Mỹ vẫn tiếp tục áp thuế chống bán phá giá với bao bì nhựa PE được xem là ít ảnh hưởng tới sản phẩm của AAA trong tương lai gần do hiện tại sản phẩm xuất khẩu sang thị trường Mỹ của AAA là túi nhựa bao bì có dây rút (Drawstring) trong khi Mỹ áp thuế chủ yếu đối với dạng túi nhựa T-shirt.

Thị trường Nhật Bản

Thị trường Nhật được AAA tập trung đẩy mạnh từ năm 2017. Việc AAA đẩy mạnh thị trường Nhật do dữ liệu nhập khẩu bao bì vào Nhật trong giai đoạn từ 2012-2016 cho thấy khối lượng và giá trị xuất khẩu bao bì nhựa sang Nhật đang dần chuyển dịch từ phía Trung Quốc sang các quốc gia Đông Nam Á, đặc biệt là Việt Nam. Thị trường Nhật có mức tiêu thụ chất dẻo bình quân đầu người ở mức cao, gấp 2,4 lần so với mức trung bình thế giới, bao bì nhựa chất lượng cao là một trong số những mặt hàng nhựa được sử dụng nhiều nhất tại quốc gia Đông Á này.

3. Sản phẩm mới

Với việc đầu tư các nhà máy mới, AAA cũng đưa vào triển khai các sản phẩm mới được kỳ vọng có biên lợi nhuận cao hơn các sản phẩm truyền thống như các dòng túi nhựa cho thị trường Nhật (túi rác cao cấp, túi thực phẩm, túi shooping thời trang) hay việc đầu tư dây chuyền sản xuất $CaCO_3$ siêu mịn, phát triển dòng sản phẩm hạt Calbest (sản phẩm phối trộn giữa nhựa nguyên sinh và $CaCO_3$).

Hạt Calbest (Filler Masterbatch): Là sản phẩm phối trộn giữa nhựa nguyên sinh PE-PP với bột $CaCO_3$ tùy theo tỷ lệ khách hàng yêu cầu, thông thường $CaCO_3$ chiếm từ 70-80% khối lượng hạt Calbest. Đây là sản phẩm chủ lực của HII với công suất thiết kế tới cuối năm 2016 vào khoảng 35.000 tấn/năm và sẽ được nâng dần lên 120.000 tấn/năm khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2017-2018. Công suất của HII hiện nằm trong top 3 doanh nghiệp sản xuất Filler Masterbatch lớn nhất trong nước, cùng CTCP Nhựa châu Âu và CTCP Nhựa Pha Lê.

II. KHẢ NĂNG SINH LỜI

Biên lợi nhuận được cải thiện từ 2016

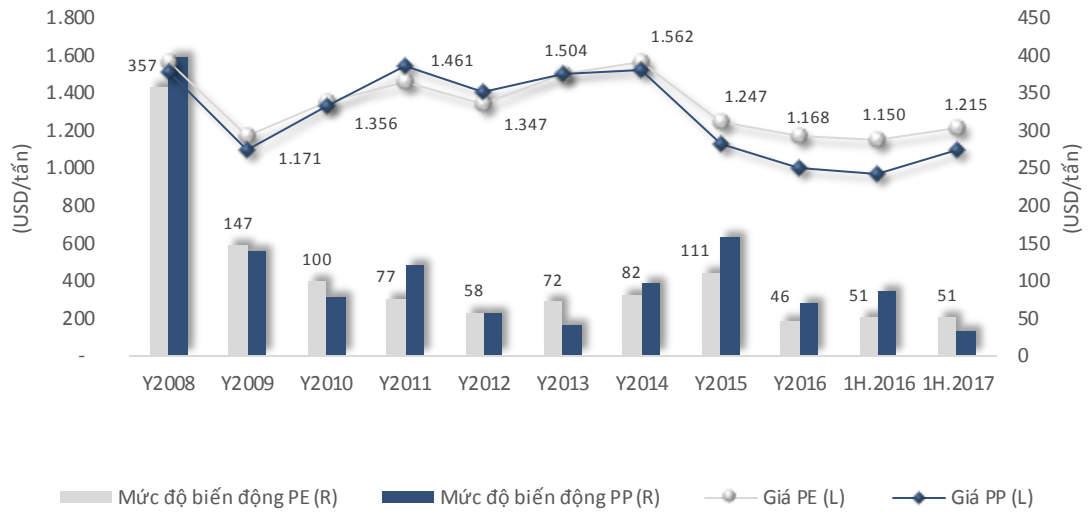
Biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ AAA được dự báo sẽ được cải thiện trong các năm tới từ mức 13% năm 2016 lên mức 16%-18% nhờ sự ổn định của nguyên liệu đầu vào cũng như các dòng sản phẩm mới, đồng thời, mảng thương mại nguyên liệu nhựa cũng sẽ được đưa dần về công ty con An Thành triển khai. Biên lợi nhuận gộp tại HII được dự báo sẽ duy trì ở mức 14%/năm khi mảng sản xuất hạt Calbest và $CaCO_3$ hoạt động ổn định.

Biên lợi nhuận gộp của AAA được cải thiện đáng kể từ năm 2016 và dự báo sẽ tiếp diễn trong giai đoạn tới nhờ ba yếu tố:

> ***Giá nguyên liệu đầu vào ổn định:*** *dữ liệu cho thấy, giá nguyên liệu PE-PP từ 2016 tới nay ít biến động hơn so với giai đoạn trước. Việc giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục dao động trong khung 50-60/thùng cùng với việc giá khí thiên nhiên duy trì ở mức thấp (do sản lượng vẫn gia tăng) sẽ giữ giá nguyên liệu PE-PP biến động trong biên độ hẹp hơn. Việc giá nguyên liệu ổn định hơn sẽ giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn trong công tác dự báo và tích trữ nguyên liệu tồn kho qua đó ổn định chi phí sản xuất.*

Biểu đồ 4

Mức độ biến động giá nguyên liệu PE-PP giai đoạn 2008-2017

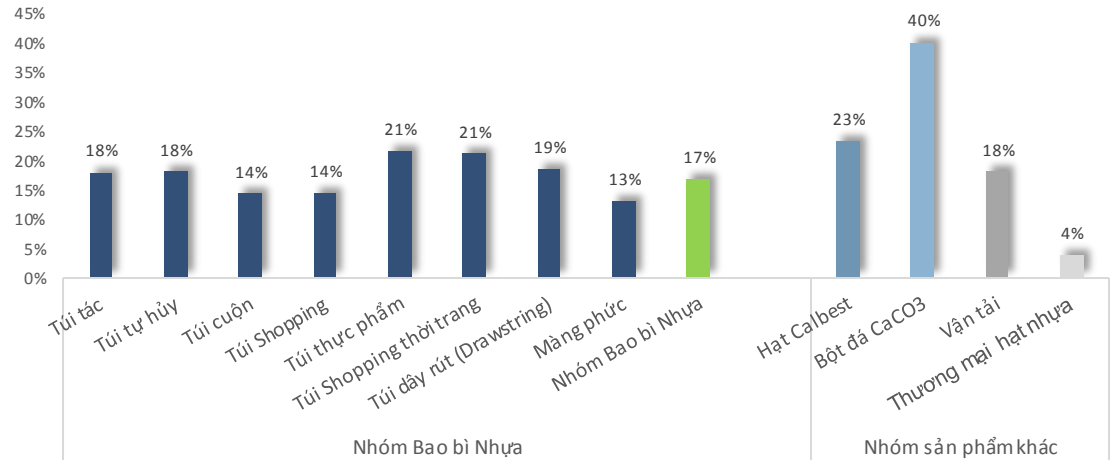


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Dòng sản phẩm mới: *với việc đưa thêm NM6-NM7 vào hoạt động, một số dòng sản phẩm mới xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ như bao bì thực phẩm (22%), túi shopping thời trang (21%) hay dòng túi dây rút xuất khẩu sang Mỹ (19%), cao hơn tương đối so với các dòng bao bì nhựa trước đây. Bên cạnh đó, việc HII đẩy mạnh mảng sản xuất hạt Calbest và bột đá siêu mịn $CaCO_3$ từ năm 2017 bằng việc đầu tư thêm nhà máy, trang thiết bị cũng giúp cải thiện biên lãi gộp chung của AAA.*

Biểu đồ 5

Biên Lợi nhuận gộp một số dòng sản phẩm chính



Nguồn: FPTS Research

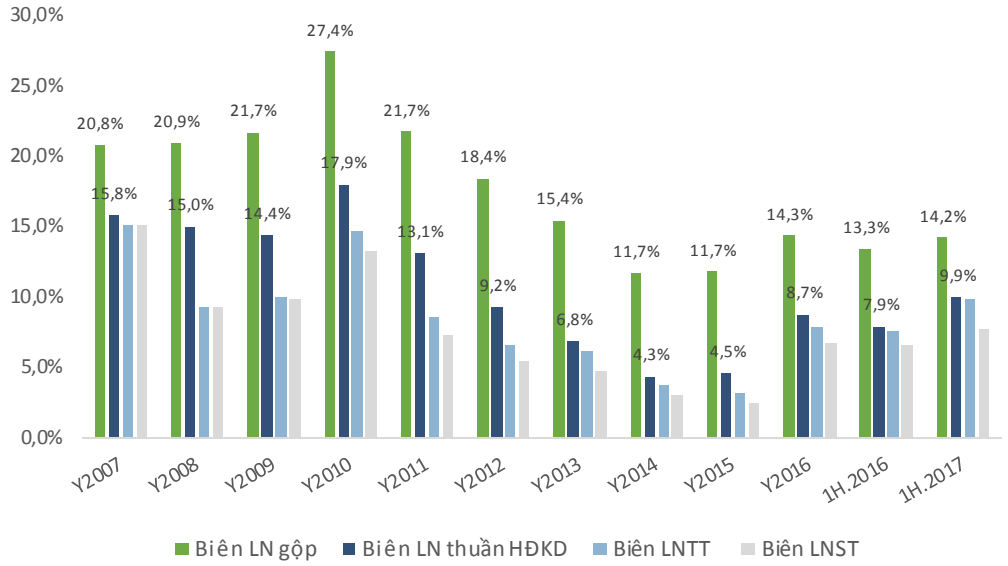
Thỏa thuận với Nhà cung ứng và Khách hàng: *sau giai đoạn 2014-2015 chịu tác động mạnh từ việc giá nguyên liệu biến động thất thường, AAA đã tiến hành đàm phán các hợp đồng ngắn hạn chỉ khoảng 2 tháng với cả hai phía Khách hàng và Nhà cung ứng. Giá nhập nguyên liệu và giá bán sẽ được điều chỉnh trong biên độ +/-5% theo biến động thực tế của giá nguyên liệu đầu vào. Qua đó, biên lãi gộp được dự báo sẽ ổn định hơn dưới những biến động của nguyên liệu đầu vào.*

Trong giai đoạn 2017-2022, chi phí quản lý doanh nghiệp được dự báo duy trì tỷ lệ bình quân 2,8-2,9% doanh thu, gần tương đương tỷ lệ năm 2016 do AAA không có nhiều biến động trong chi phí quản lý. Chi phí bán hàng sẽ duy trì tỷ lệ 2-2,2% doanh thu, đây là các chi phí phục vụ bán hàng và chăm sóc khách hàng, AAA sẽ không tốn nhiều chi phí tìm kiếm khách hàng, thị trường mới khi tập trung khai thác những khách hàng sẵn có. Với những chuyển biến tích cực

từ biên lợi nhuận gộp, sự ổn định của chi phí quản lý doanh nghiệp việc chi phí bán hàng tăng chậm hơn doanh thu, nhìn chung các chỉ tiêu biên lợi nhuận của doanh nghiệp đều được cải thiện tích cực từ 2016.

Biểu đồ 6

Các tỷ lệ Biên lợi nhuận giai đoạn 2007-1H.2017



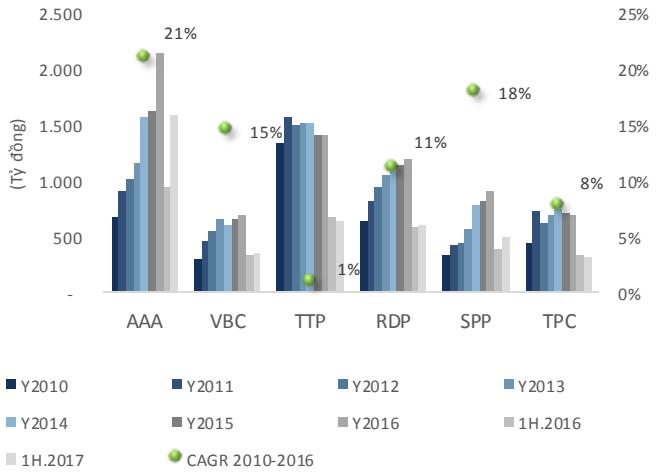
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Vị thế doanh nghiệp dẫn đầu ngành Bao bì nhựa trong nước

Dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp nhựa bao bì trong nước, AAA cũng duy trì lợi nhuận gộp ở mức cao nhất trong ngành, khoảng cách so với phần còn lại ngày một gia tăng, đặc biệt trong nửa đầu năm 2017 (lợi nhuận gộp của AAA cao hơn bình quân 40% so với doanh nghiệp thứ 2 là TTP trong suốt giai đoạn 2010-2016, con số này trong 1H.2017 là 220%).

Biểu đồ 7

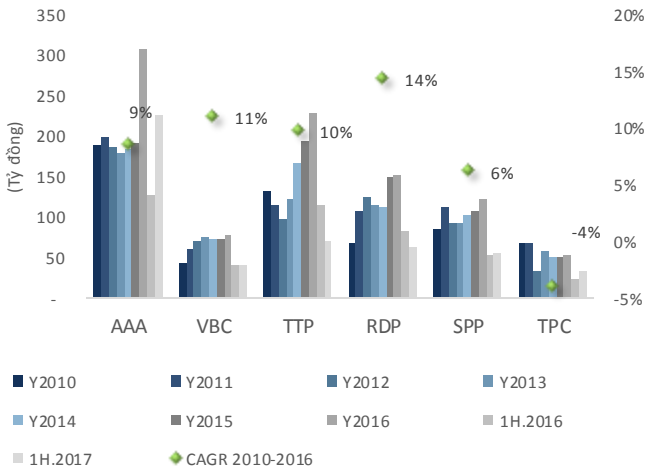
Doanh thu các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2016



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 8

Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2016

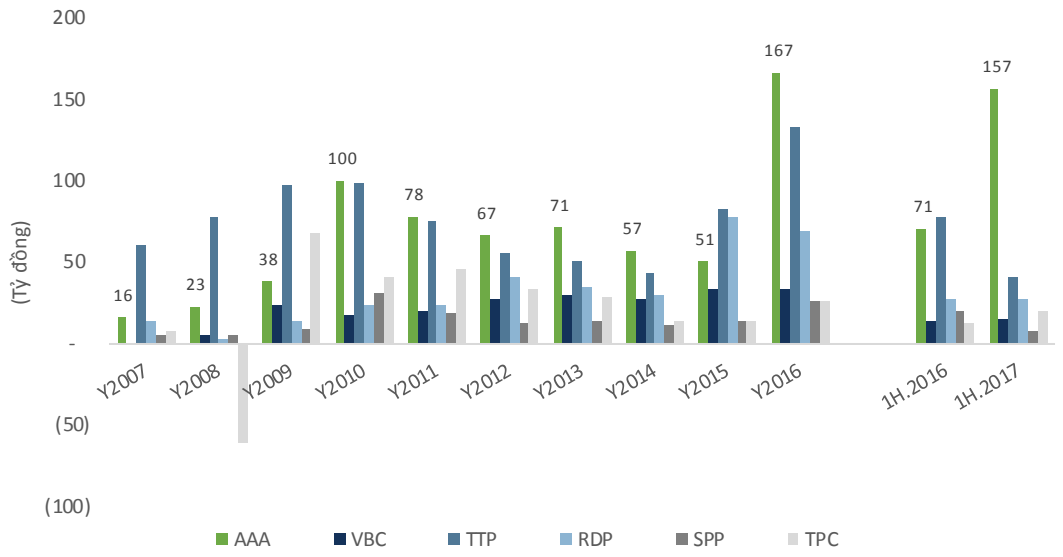


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Lợi nhuận gộp gia tăng mạnh mẽ trong năm 2017 là hệ quả từ việc đầu tư mở rộng quy mô mà AAA đã thực hiện từ năm 2015. Việc đưa NM6-NM7 đi vào hoạt động, quy mô doanh thu gia tăng đi kèm các dòng sản phẩm xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ có biên lãi gộp tốt hơn đã khiến lợi nhuận gộp 1H.2017 tăng 79%yoy.

Biểu đồ 9

Lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2007-2017

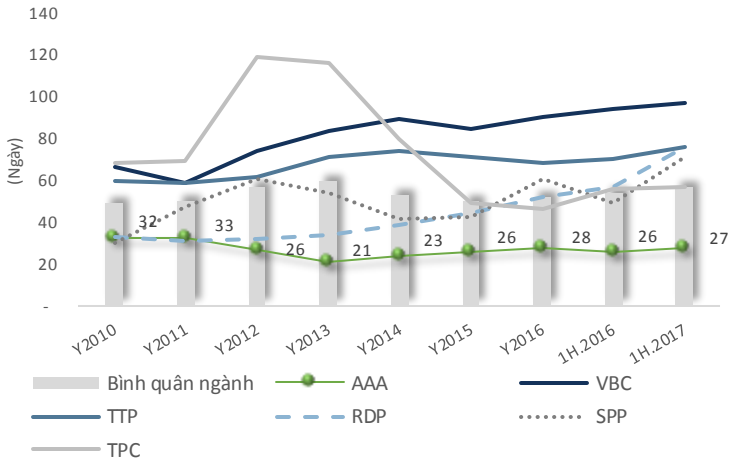


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Không chỉ đứng đầu về doanh thu, hiện tại AAA cũng đang dẫn đầu về Lợi nhuận trước thuế so với các doanh nghiệp ngành nhựa bao bì trong nước. LNTT của AAA bắt đầu tăng mạnh từ 2016, sau đà giảm dài từ 2010-2015 nhờ những thay đổi tích cực từ những hoạt động mở rộng quy mô các nhà máy cũng như gia tăng thị trường xuất khẩu.

Biểu đồ 10

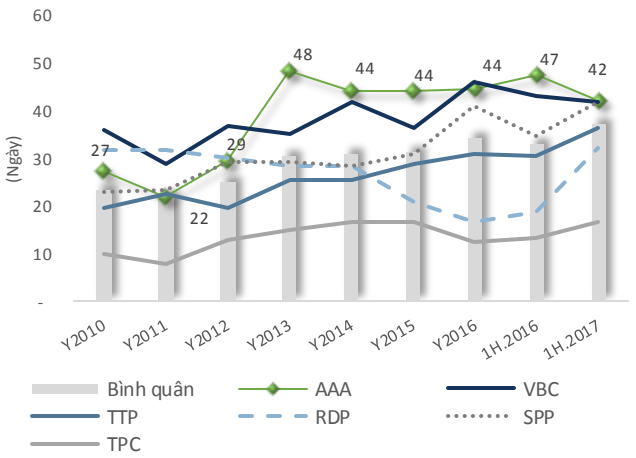
Số ngày phải thu các Doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 11

Số ngày phải trả các Doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

AAA cũng có vị thế đáng kể đối với Khách hàng và Nhà cung cấp khi số ngày phải thu bình quân luôn thấp hơn mức trung bình ngành, chiều ngược lại đối với số ngày phải trả bình quân.

Từ phía nhà cung cấp: do các nhà cung ứng nước ngoài của AAA đều là các đối tác lâu năm và truyền thống, nên doanh nghiệp có thể duy trì được thời gian chiếm dụng vốn ổn định sau khi đã thiết lập được mối quan hệ kinh doanh bền vững.

Từ phía khách hàng: khách hàng của AAA đều là các đối tác truyền thống và mức độ cạnh tranh xuất khẩu bao bì vào các thị trường châu Âu, Nhật Bản, Mỹ không thực sự cao khiến AAA không cần sử dụng các chính sách thu hồi công nợ nới lỏng nhằm tăng tính cạnh tranh. Khoản

phải thu được thu hồi đều đặn và các đối tác lâu năm khiến AAA gần như không có nợ xấu từ Phải thu khách hàng và doanh nghiệp không cần trích lập dự phòng phải thu vào chi phí QLDN.

III. RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro kinh doanh:** chúng tôi đáng giá rủi ro về biến động doanh thu đối với AAA là không đáng kể khi các khách hàng nước ngoài của AAA đều là các khách hàng truyền thống, có quan hệ hợp tác kinh doanh lâu năm.
- **Rủi ro hoạt động:** với việc chi phí nguyên liệu chiếm tới >80%, nhân công chiếm 5-6% trong tổng cơ cấu chi phí sản xuất theo yếu tố, chi phí khấu hao chỉ chiếm 4-5% khiến rủi ro hoạt động (định phí) đối với AAA là không đáng kể.
- **Rủi ro Nợ vay-Lãi suất:** AAA đang tài trợ các hoạt động mở rộng sản xuất của mình chủ yếu bằng Nợ vay ngân hàng và phát hành trái phiếu doanh nghiệp, điều này đặt ra rủi ro khi mặt bằng lãi suất có thể tăng cao trong các năm tới làm gia tăng chi phí lãi vay cũng như rủi ro thanh toán đối với các khoản nợ vay đến hạn hoặc trái phiếu đáo hạn.
- **Rủi ro tỷ giá:** Từ năm 2017, NM6-NM7 của AAA đã hoàn tất đầu tư dây chuyền máy móc (máy móc ngành nhựa đều phải nhập khẩu) nên việc tỷ giá tăng sẽ không ảnh hưởng đáng kể tới việc tăng chi phí đầu tư máy móc, thiết bị như các năm trước đó. Đầu ra sản phẩm AAA gần như toàn bộ dành cho xuất khẩu, và giao dịch bằng đồng USD, nhập khẩu nguyên liệu cũng bằng đồng USD, AAA sẽ gặp rủi ro khi tỷ giá biến động mạnh và có thể dẫn đến các khoản lỗ CLTG như giai đoạn 2015-2016.
- **Rủi ro chính sách:** việc thay đổi chính sách thuế và ưu đãi đối với việc nhập khẩu nguyên liệu nhựa có thể tác động xấu tới chi phí đầu vào sản xuất của các doanh nghiệp nhựa. Tuy nhiên rủi ro này đối với AAA là không cao, khi nguyên liệu chính của AAA là nhựa PE, loại nguyên liệu này trong nước hiện chưa tự sản xuất được, vì vậy các chính sách bảo hộ bằng thuế nhập khẩu sẽ không ảnh hưởng tới nguyên liệu PE (nhà nước hiện đang áp dụng chính sách bảo hộ bằng thuế nhập khẩu đối với nguyên liệu PP và PVC – hai nguyên liệu có thể tự sản xuất được trong nước).
- **Rủi ro môi trường:** xu hướng chuyển dịch của ngành nhựa thế giới dần chuyển sang sử dụng nguyên liệu nhựa sinh học, có khả năng tự hủy và thân thiện với môi trường. Tuy vậy, thị trường nhựa sinh học tự hủy hiện còn khá khiêm tốn so với nhựa truyền thống (tính tới năm 2015, sản lượng nhựa sinh học chỉ chiếm 1% sản lượng nhựa toàn cầu, dự kiến tăng lên 4% vào năm 2019 và 40% vào năm 2030 - theo European Plastics) và cần thời gian khá dài để chuyển đổi sang sử dụng hoàn toàn nhựa sinh học do nguồn cung nhựa sinh học trên thế giới còn khá thấp. AAA hiện đã xuất khẩu sang châu Âu các dòng túi tự hủy sinh học (thị trường châu Âu hiện có các chính sách hạn chế sử dụng các loại bao bì nhựa không thân thiện với môi trường) và đây sẽ là dòng sản phẩm chiến lược của doanh nghiệp trong tương lai (chiếm 13% cơ cấu doanh thu 2016 và dự kiến nâng lên 21% doanh thu vào năm 2020).
- **Rủi ro về cổ phiếu:** Pha loãng do phát hành 24,35 triệu cổ phiếu, thực hiện quyền cho các nhà đầu tư mua trái phiếu lô 300 tỷ đồng (tương đương 300.000 chứng quyền phát hành kèm theo) cuối năm 2015, dự kiến việc này sẽ diễn ra sau Q2/2018. Số lượng chứng quyền hiện chưa thực hiện chuyển đổi còn 243.500 chứng quyền (tương ứng 24,35 triệu cổ phiếu khi thực hiện quyền), giá mua thực hiện quyền là 11.500đ/cổ phiếu. Nguồn cung cổ phiếu tăng cao đột biến sau khi thực hiện quyền mua chứng quyền có khả năng tạo áp lực ngắn hạn lên giá cổ phiếu sau thời điểm thực hiện quyền. Tuy vậy, An Phát Holdings (APH), với mục đích gia tăng tỷ lệ sở hữu tại AAA đã liên tục mua vào quy mô lớn lượng chứng quyền chưa thực hiện này. Cụ thể, từ ngày 12/6/2017 đến ngày 11/07/2017, APH đã thực hiện thành công việc mua lại 121.150 chứng quyền và tiếp tục chào mua 122.350 chứng quyền với giá 3.800.000 đồng/chứng quyền. Nếu giao dịch thành công, APH sẽ mua lại toàn bộ lô chứng quyền còn lại chưa được thực hiện, động thái này của APH có thể được xem là yếu tố tích cực, giảm những tác động xấu trong ngắn hạn sau khi AAA phát hành 24,35 triệu cổ phiếu thực hiện quyền mua như dự kiến.

IV. ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ BAN LÃNH ĐẠO

Kinh nghiệm và quá trình hoạt động

Ba thành viên chủ chốt và cũng là những thành viên sáng lập trong Ban lãnh đạo của AAA là các ông Phạm Ánh Dương (Chủ tịch HĐQT), Nguyễn Lê Trung (Tổng giám đốc) và Phạm Hoàng Việt (Phó tổng giám đốc – em trai ông Phạm Ánh Dương). Quá trình cùng tham gia điều hành doanh nghiệp của 03 thành viên kể trên bắt đầu từ năm 2002 khi thành lập Công ty TNHH Anh Hai Duy – hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất bao bì giấy. Từ năm 2007, nhận thấy những ưu việt của vật liệu nhựa trong bao bì đóng gói, với những kinh nghiệm trong ngành bao bì, 03 thành viên quyết định chuyển hướng trọng tâm sang lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa với sự ra đời của Nhựa An Phát - AAA. Đây cũng là giai đoạn ngành nhựa nói chung được quan tâm đầu tư khi được quy hoạch thành một trong những ngành công nghiệp mũi nhọn phát triển kinh tế Việt Nam. Tính tới thời điểm hiện tại, các thành viên điều hành đã có kinh nghiệm trên 10 năm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa và trên 15 năm kinh nghiệm trong mảng bao bì, đóng gói nói chung.

Khả năng định hướng thị trường

Khởi đầu với các nhà máy đầu tiên sản xuất bao bì nhựa mềm với thị trường mục tiêu là các quốc gia châu Âu – một trong ba khu vực tiêu thụ sản phẩm nhựa nói chung và bao bì nhựa nói riêng nhiều nhất thế giới (cùng Nhật Bản và Mỹ). Tuy nhiên, với chính sách hạn chế tiêu thụ bao bì nhựa không thân thiện với môi trường và các quốc gia châu Âu vẫn chủ yếu sử dụng bao bì nhựa sản xuất từ các quốc gia nội khối, lãnh đạo AAA đã có chính sách đa dạng hóa thị trường tiêu thụ với việc tìm hiểu, khai thác các khách hàng tại Nhật Bản và Mỹ khi nhận thấy những dấu hiệu tăng trưởng tốt về sản lượng bao bì nhựa nhập khẩu từ Việt Nam vào các quốc gia này trong những năm qua.

Gia tăng tỷ lệ nắm giữ tại AAA

Trong các năm qua, các thành viên sáng lập liên tục mua vào, gia tăng tỷ lệ nắm giữ tại AAA. Tại thời điểm cuối năm 2014, tỷ lệ nắm giữ chính thức của các thành viên sáng lập chỉ khoảng 2%, con số này cuối năm 2016 là gần 40% và dự kiến sẽ các thành viên này sẽ tiếp tục gia tăng tỷ lệ sở hữu thông qua An Phát Holdings.

Hoạt động đầu tư

Những khoản đầu tư của AAA chủ yếu tập trung vào nhà xưởng, máy móc phục vụ mở rộng công suất sản xuất bao bì nhựa mềm. Các khoản đầu tư vào công ty con, liên doanh liên kết đều vào các công ty hoạt động trong ngành nhựa như VBC (bao bì nhựa), HII (nguyên liệu nhựa), hay Công ty TNHH Nhựa Thakhek. Chúng tôi đánh giá các khoản đầu tư vào các công ty bên ngoài của AAA khá tương đồng với ngành nghề sản xuất kinh doanh chính của AAA.

V. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

1. Giả định

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		**Giai đoạn tăng trưởng dài hạn**	
Lãi suất phi rủi ro	6,50%	D/(D+E) mục tiêu	60,0%
Beta (U)	0,43	D/E mục tiêu	150,0%
Equity risk premium (ERP)	8,46%	**Ke mục tiêu**	**14,5%**
		Chi phí lãi vay dài hạn	10,0%
		Thuế suất tại năm cuối dự phóng	20,0%
		Chi phí lãi vay dài hạn sau thuế	8,0%
SLCP hiện tại (triệu CP)	57,9	**WACC mục tiêu**	**11,9%**
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	83,6	**Tốc độ tăng trưởng dài hạn**	**2,0%**

- **Lãi suất phi rủi ro:** chúng tôi lựa chọn lãi suất phi rủi ro là lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 15 năm theo thống kê giao dịch thị trường trái phiếu trong tháng 8/2017.
- **D/E mục tiêu:** với đặc điểm sử dụng nhiều Nợ để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng của doanh nghiệp, chúng tôi giả định AAA sẽ sử dụng mức đòn bẩy tài chính D/E = 1,5 trong dài hạn (tương đương mức bình quân trong giai đoạn đầu tư 2015-2017).
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** Tốc độ tăng trưởng ngành nhựa toàn cầu giai đoạn 2000-2015 trung bình 3-4%/năm và đang có xu hướng chuyển dịch về phía châu Á, đặc biệt là Đông Nam Á (**FPTS-Báo cáo ngành Nhựa 2017**, trang 18). Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của AAA ở mức 2,0%/năm sau giai đoạn dự phóng chi tiết 2017-2022.

2. Kết quả Định giá

Định giá FCFF	
Tăng trưởng dài hạn	**2,00%**
Giá trị hiện tại các dòng FCFF (tỷ đồng)	1.139
Giá trị hiện tại Terminal Value (tỷ đồng)	4.776
% Terminal value Tổng giá trị hiện tại	81%
Cộng: Tiền & Đầu tư tài chính (tỷ đồng)	400
Giá trị doanh nghiệp (EV)	**6.315**
Trừ: Nợ vay dài hạn/ngắn hạn (tỷ đồng)	1.883
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	**4.432**
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	83,6
Giá trị nội tại/cổ phiếu	**53.000**

3. Phân tích độ nhạy

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong tỷ lệ Tăng trưởng dài hạn và ERP

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)							
	Tăng trưởng dài hạn						
ERP / 53.000	0,50%	1,00%	1,50%	2,0%	2,50%	3,00%	3,50%
7,46%	49.000	51.000	54.000	58.000	62.000	66.000	71.000
8,46%	45.000	47.000	50.000	53.000	56.000	60.000	64.000
9,46%	41.000	44.000	46.000	49.000	52.000	55.000	58.000
10,46%	38.000	40.000	42.000	45.000	47.000	50.000	53.000
11,46%	35.000	37.000	39.000	41.000	43.000	46.000	49.000
12,46%	33.000	34.000	36.000	38.000	40.000	42.000	45.000
13,46%	30.000	32.000	33.000	35.000	37.000	39.000	41.000

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong tỷ lệ D/E mục tiêu và ERP

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)							
	D/E mục tiêu						
ERP / 53.000	90,00%	110,00%	130,00%	150,0%	170,00%	190,00%	210,00%
7,46%	65.000	62.000	60.000	58.000	56.000	54.000	52.000
8,46%	60.000	57.000	55.000	53.000	51.000	49.000	48.000
9,46%	55.000	53.000	51.000	49.000	47.000	45.000	43.000
10,46%	51.000	49.000	47.000	45.000	43.000	41.000	40.000
11,46%	48.000	45.000	43.000	41.000	39.000	38.000	36.000
12,46%	44.000	42.000	40.000	38.000	36.000	35.000	33.000
13,46%	41.000	39.000	37.000	35.000	33.000	32.000	30.000

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong tỷ lệ D/E mục tiêu và Tăng trưởng dài hạn

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)							
	Tăng trưởng dài hạn						
D/E mục tiêu / 53.000	0,50%	1,00%	1,50%	2,0%	2,50%	3,00%	3,50%
90,00%	50.000	53.000	56.000	60.000	64.000	69.000	74.000
110,00%	48.000	51.000	54.000	57.000	61.000	66.000	70.000
130,00%	46.000	49.000	52.000	55.000	59.000	63.000	67.000
150,00%	45.000	47.000	50.000	53.000	56.000	60.000	64.000
170,00%	43.000	46.000	48.000	51.000	54.000	58.000	61.000
190,00%	42.000	44.000	47.000	49.000	52.000	55.000	59.000
210,00%	41.000	43.000	45.000	48.000	50.000	53.000	57.000

4. Khuyến nghị đầu tư

Với giá thị trường đóng cửa tại ngày 08/09/2017 là **32.600đ/cp**, giá trị nội tại mỗi cổ phiếu theo Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là **53.000đ/cp**, cao hơn giá thị trường 63%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA.

==========

Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh-tài chính của doanh nghiệp, vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC phía dưới.

PHỤ LỤC

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. SƠ LƯỢC VỀ HOẠT ĐỘNG

Công ty cổ phần Nhựa và Môi trường Xanh An Phát được thành lập năm 2007, Vốn điều lệ hiện tại là 569,6 tỷ đồng. Công ty có trụ sở chính tại Cụm công nghiệp An Đồng, thị trấn Nam Sách, huyện Nam Sách, tỉnh Hải Dương với 06 nhà máy đang hoạt động sản xuất bao bì nhựa mềm (nhà máy 1,2,3,5 và 6,7) và 01 nhà máy sản xuất bột đá $CaCO_3$ siêu mịn cùng hạt nhựa phụ gia $CaCO_3$ (nhà máy số 4 tại Yên Bái).

Năm 2017, AAA bắt đầu đưa NM6-NM7 vào hoạt động, giúp tăng gấp đôi tổng công suất sản xuất bao bì nhựa mềm của công ty (từ 49.400 tấn/năm lên 98.000 tấn/năm) và dần hiện thực hóa tham vọng trở thành doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa mềm lớn nhất Đông Nam Á.

Với mảng sản xuất tại Yên Bái, An Phát định hướng mở rộng quy mô nhà máy sản xuất để trở thành nhà cung cấp hạt nhựa phụ gia $CaCO_3$ (hay còn gọi là hạt Calbest) lớn nhất khu vực. Bên cạnh nhà máy sản xuất Calbest với công suất thiết kế 40.000 tấn/năm hiện nay, An Phát Yên Bái dự kiến nâng dần công suất nhà máy lên 144.000 tấn/năm bột đá $CaCO_3$ và 120.000 tấn/năm Calbest vào cuối năm 2018, hướng tới mục tiêu nằm trong top 10 nhà sản xuất Calbest lớn nhất thế giới.

Sản phẩm của An Phát hầu hết được xuất khẩu, các thị trường chính hướng tới là châu Âu, Nhật Bản và Mỹ. Trong đó, châu Âu là thị trường truyền thống, Nhật Bản và Mỹ là hai thị trường AAA mới đẩy mạnh trong năm 2016 và dự kiến sẽ tập trung ngày càng nhiều cho 02 thị trường này từ năm 2017 bằng việc xây dựng thêm các nhà máy chuyên phục vụ cho 02 thị trường này.

Năm 2017, với việc gia tăng công suất sản xuất và mở rộng thị trường xuất khẩu, AAA đặt kế hoạch doanh thu đạt 3.300 tỷ đồng (tăng trưởng 54% yoy) và LNST đặt 220 tỷ đồng (tăng trưởng 54% yoy).

2. QUÁ TRÌNH HÌNH THÀNH PHÁT TRIỂN

Chính thức thành lập Công ty cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát từ năm 2007 (tiền thân là Công ty TNHH Anh Hai Duy), sau 10 năm phát triển, AAA đã thực hiện tăng Vốn điều lệ lên gần 20 lần. Khởi đầu với 01 nhà máy sản xuất bao bì nhựa với công suất 10.800 tấn/năm, sau 10 năm, AAA đã mở rộng thành 06 nhà máy sản xuất bao bì nhựa với tổng công suất thiết kế 98.600 tấn/năm và 01 nhà máy sản xuất nguyên liệu $CaCO_3$ và hạt Calbest tại Yên Bái.

Năm 2007: VàoT3/2007, AAA được thành lập với vốn điều lệ 30 tỷ đồng sau đó tăng Vốn điều lệ lên 60 tỷ đồng vào T4/2007. Vào T12/2007, AAA phát hành tăng Vốn điều lệ thêm 6 tỷ đồng, cho Beira Limited.

Năm 2008: Đưa **Nhà máy số 2** có công suất thiết kế 800 tấn/tháng đi vào hoạt động.

Năm 2009: Đưa **Nhà máy số 3** đi vào hoạt động với sản phẩm chiến lược là túi nilon tự phân hủy và túi cuộn cao cấp chuyên dùng trong ngành thực phẩm, sản lượng hàng tháng khoảng 900 tấn/tháng.

Năm 2010: Tăng Vốn điều lệ lên 99 tỷ đồng thông qua việc phát hành cho cổ đông hiện hữu. Chính thức niêm yết cổ phiếu tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, mã chứng khoán là AAA. Nhà máy sản xuất $CaCO_3$ (**Nhà máy số 4**) đi vào hoạt động, sản lượng 450 tấn/tháng.

Năm 2011: Nâng công suất Nhà máy số 2 lên 1.400 tấn/tháng.

Năm 2012: Tăng Vốn điều lệ từ 99 tỷ đồng lên 198 tỷ đồng thông qua phát hành cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1.

2014 - 2017

Năm 2014: Đưa **Nhà máy số 5** đi vào hoạt động với sản phẩm chủ yếu là túi T-shirt, hàng Flat từ nguyên liệu nguyên sinh và tự hủy xuất khẩu đi **Nhật Bản** với công suất 900 tấn/tháng. Tăng Vốn điều lệ lên 396 tỷ đồng.

Năm 2015: Tăng Vốn điều lệ lên 495 tỷ đồng.

Năm 2016: Tăng Vốn điều lệ lên 569,6 tỷ đồng. Hoàn thiện và chạy thử nghiệm **Nhà máy số 6** phục vụ Nhật Bản, công suất 3.200 tấn/tháng.

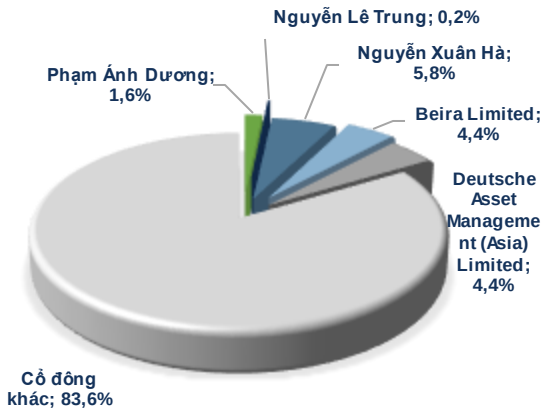
Năm 2017: Hoàn thiện và đưa **Nhà máy số 7** phục vụ thị trường **Hoa Kỳ** vào hoạt động, công suất 800 tấn/tháng. Thoái vốn toàn bộ tại Công ty Cổ phần Nhựa Bao bì Vinh - VBC. Đồng thời, AAA cũng giảm tỷ lệ sở hữu tại An Phát-Yên Bái và đưa công ty con này niêm yết trên HOSE với mã cổ phiếu HII.

3. CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

3.1 Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1

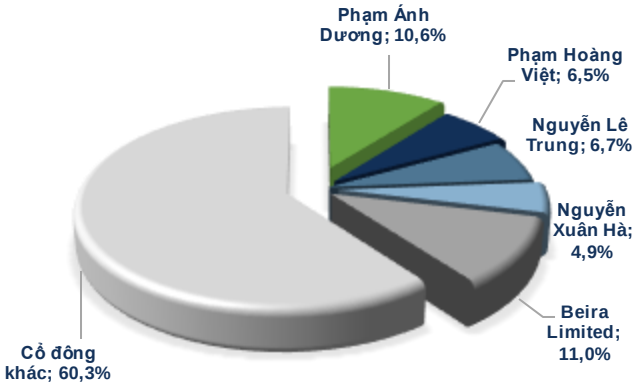
Cơ cấu cổ đông cuối năm 2014



Nguồn: FPTS Research

Biểu đồ 2

Cơ cấu cổ đông cuối năm 2015

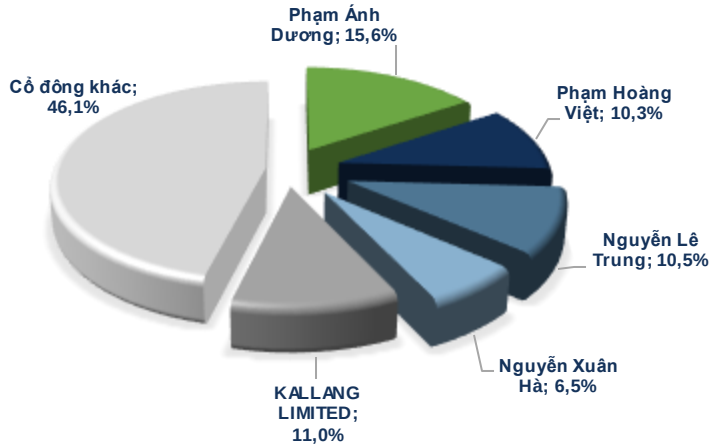


Nguồn: FPTS Research

Tính đến cuối năm 2014, Ban lãnh đạo của AAA chỉ sở hữu chưa đến 2% số lượng cổ phiếu AAA trên thị trường. Kể từ năm 2015, cơ cấu cổ đông lớn của AAA khá biến động khi các thành viên HĐQT là các ông Phạm Ánh Dương, Phạm Hoàng Việt, Nguyễn Lê Trung liên tục mua vào cổ phiếu AAA, gia tăng tỷ lệ sở hữu. Đồng thời, cuối T10/2016 cũng diễn ra việc trao tay quyền

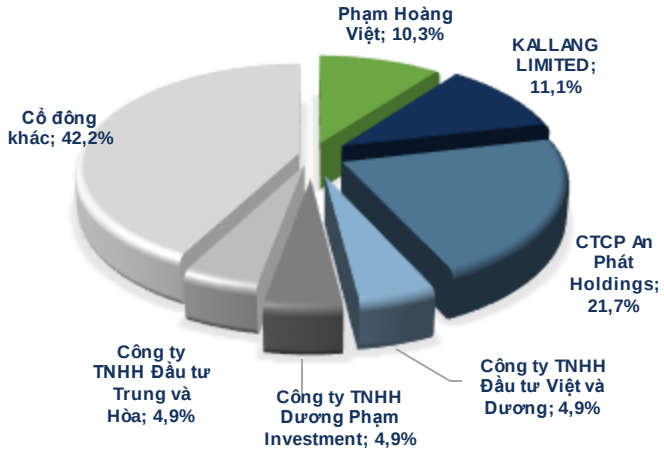
sở hữu giữa các cổ đông chiến lược nước ngoài khi Beira Limited nhượng bán 6,5 triệu cổ phần, tương đương 5,57% vốn điều lệ AAA sang cho KALLANG LIMITED.

Biểu đồ 3
Cơ cấu cổ đông cuối năm 2016



Nguồn: FPTS Research

Biểu đồ 4
Cơ cấu cổ đông cuối Q2.2017



Nguồn: FPTS Research

Bước sang năm 2017, quyền sở hữu của các cổ đông lớn tại AAA lại một lần nữa biến động mạnh khi phần lớn các thành viên HĐQT tiến hành thoái vốn toàn bộ khỏi AAA, phần vốn này được chuyển nhượng sang các công ty đại diện cho các thành viên HĐQT.

Việc tập trung quyền sở hữu tại pháp nhân mang tên An Phát Holdings có thể giúp các thành viên HĐQT của AAA tập trung hóa quyền kiểm soát, có thể tránh được những hoạt động thâu tóm riêng lẻ, trong bối cảnh AAA dự kiến sẽ nâng tỷ lệ sở hữu nước ngoài lên 51% trong năm 2017. Khi khối ngoại được phép gia tăng tỷ lệ mua chi phối đối với cổ phiếu AAA, rủi ro của việc ban lãnh đạo mất kiểm soát và điều hành công ty là hoàn toàn có thể xảy ra. Đối với các quyết định của HĐQT, hiện tại chưa có cổ đông tổ chức hay nhóm cổ đông lớn nào có tác động đáng kể tới các quyết sách do Ban lãnh đạo AAA đưa ra. Việc tập trung quyền quyết định trong tay Ban lãnh đạo AAA có thể giúp BLĐ thuận lợi trong các quyết sách điều hành của mình, tuy nhiên cũng có rủi ro đối với các cổ đông phổ thông khác trong trường hợp các quyết sách của Ban lãnh đạo không mang lại lợi ích cho đại đa số các cổ đông của công ty.

3.2 Quá trình tăng quy mô vốn chủ sở hữu

Sau 10 năm từ 2007-2017, quy mô vốn CSH của AAA đã tăng gần 10 lần, doanh thu tăng từ 109 tỷ năm 2007 lên 3.300 tỷ năm 2017 (kế hoạch), tương đương mức tăng trên 30 lần, lợi nhuận sau thuế cũng tăng 13,5 lần sau 10 năm hoạt động (từ mức chỉ 16 tỷ năm 2007 lên 220 tỷ theo kế hoạch 2017). Tính đến cuối năm 2016, tổng tài sản của AAA đạt 3.100 tỷ, trong đó 31% là vốn chủ sở hữu, tổng tài sản của AAA đặc biệt tăng mạnh trong 2 năm 2015-2016 do việc sử dụng nợ vay để tài trợ cho các dự án xây dựng nhà máy mới.

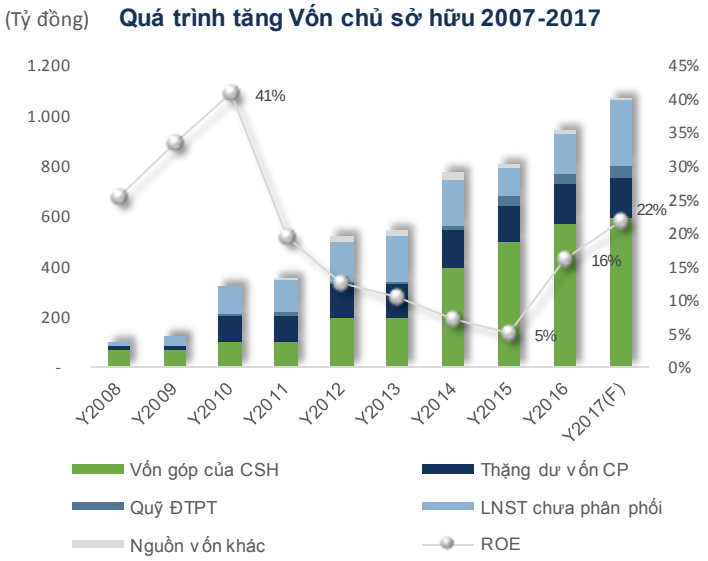
Biểu đồ 5

Quá trình tăng Vốn góp CSH 2007-2018(F)

Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 6

Quá trình tăng Vốn chủ sở hữu 2007-2017(F)



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Bảng dưới đây tổng hợp những thời điểm có sự thay đổi thay đổi vốn điều lệ, SLCP, vốn góp của chủ sở hữu và tính toán tỷ lệ tăng/giảm quyền lợi của Cổ đông hiện hữu từ 2007-2018(F). Với ảnh hưởng từ lô chứng quyền phát hành kèm khoản trái phiếu 300 tỷ đồng vào cuối năm 2015, quyền lợi của cổ đông thường sẽ bị ảnh hưởng đáng kể từ giai đoạn Q2/2016 và đặc biệt sau Q2/2018.

Thời gian	Nội dung	SLCP (triệu CP)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn góp CSH (tỷ đồng)	Vốn CSH kỳ liền trước (tỷ đồng)	Giá trị Vốn CSH/cp sau thay đổi	Giá trị Vốn CSH kỳ liền trước/cp	Tăng/giảm quyền lợi CĐHH	SLCP cơ bản
Đầu 2007	Vốn điều lệ đăng ký lần đầu của Công ty dưới hình thức công ty cổ phần tại ngày 09/03/2007 là 30 tỷ đồng.	3,0	30,0	30,0		10.000		n/a	3,0
Q2.2007	Tăng vốn từ 30 tỷ đồng lên 60 tỷ thông qua việc phát hành riêng lẻ 3.000.000 cổ phần cho 13 nhà đầu tư cá nhân, giá phát hành 10.000đ/cp	6,0	60,0	60,0		10.000		n/a	6,0
Q4.2007	Tăng vốn từ 60 tỷ đồng lên 66 tỷ đồng thông qua việc phát hành riêng lẻ cho một nhà đầu tư tổ chức, giá phát hành 40.000đ/cp	6,6	66,0	84,0	76,0	15.152	12.667	20%	6,6
Q2.2010	Tăng vốn từ 66 tỷ đồng lên 99 tỷ đồng thông qua việc phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 2:1, giá phát hành 37.000đ/cp	9,9	99,0	206,1	134,7	25.939	20.409	n/a	6,6
Q4.2012	Tăng vốn từ 99 tỷ đồng lên 198 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1, giá phát hành 12.000đ/cp	19,8	198,0	324,9	377,7	25.076	38.152	n/a	6,6
Q4.2014	Tăng vốn từ 198 tỷ đồng lên 396 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 1:1, giá phát hành 11.000đ/cp	39,6	396,0	542,7	561,7	19.684	28.369	n/a	6,6
Q4.2015	Tăng vốn từ 396 tỷ đồng lên 494 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu trả cổ tức, tỷ lệ 100:25	49,5	495,0	542,7	807,3	16.309	20.386	n/a	6,6
Q2.2016	Tăng vốn từ 49 tỷ đồng lên 519 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên: 400.000 cổ phiếu thưởng CBNV.	49,9	499,0	542,7	845,2	16.937	17.074	-1%	6,7

Thời gian	Nội dung	SLCP (triệu CP)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Vốn góp CSH (tỷ đồng)	Vốn CSH kỳ liền trước (tỷ đồng)	Giá trị Vốn CSH/cp sau thay đổi	Giá trị Vốn CSH kỳ liền trước/cp	Tăng/giảm quyền lợi CĐHH	SLCP cơ bản
Q2.2016	Tăng vốn từ 49 tỷ đồng lên 519 tỷ đồng thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cán bộ công nhân viên: 2.000.000 ESOP giá 13.000đ/cp	51,9	519,0	568,7	845,2	16.786	16.937	-1%	6,9
Q4.2016	Phát hành 5.065.000 cổ phiếu, thực hiện quyền mua cổ phiếu đợt 1 (kèm lô 300 tỷ trái phiếu phát hành cuối năm 2015), giá thực hiện 11.500đ/cp	57,0	569,7	626,9	909,0	16.980	17.514	-3%	7,6
Q2.2017	Phát hành 1.700.000 cổ phiếu ESOP cho CBNV, giá phát hành 10.000đ/cp	58,7	586,7	643,9	1.056,9	18.305	18.553	-1%	7,8
Q2.2017	Phát hành 585.000 cổ phiếu, thực hiện quyền mua cổ phiếu đợt 2 (kèm lô 300 tỷ trái phiếu phát hành cuối năm 2015), giá thực hiện 11.500đ/cp	59,3	592,5	650,7	1.056,9	17.951	18.015	0%	7,9
Q2.2018	Phát hành 2.435.000 cổ phiếu, thực hiện quyền mua cổ phiếu đợt 3 (kèm lô 300 tỷ trái phiếu phát hành cuối năm 2015), giá thực hiện 11.500đ/cp	83,6	836,0	930,7	1.067,2	16.115	18.012	-11%	11,1

Mức độ pha loãng quyền lợi cổ đông phổ thông tính đến Q2/2016 là không đáng kể khi số lượng cổ phiếu cơ bản *(SLCP cơ bản chỉ tính những lần gia tăng cổ phiếu làm thay đổi quyền lợi của cổ đông hiện hữu, không tính những tác động từ việc chia tách cổ phiếu – các yếu tố không làm thay đổi quyền lợi của cổ đông hiện hữu)* chỉ tăng 15% so với thời điểm cuối Q2/2007.

Số lượng cổ phiếu	Q2.2007	Q4.2007	Q2.2010	Q4.2012	Q4.2014	Q4.2015	Q2.2016	Q2.2016	Q4.2016	Q2.2017	Q2.2017	Q2.2018
SLCP thực tế	6,0	6,6	9,9	19,8	39,6	49,5	49,9	51,9	57,0	58,7	59,3	83,6
SLCP cơ bản	6,0	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,7	6,9	7,6	7,8	7,9	11,1
Mức độ pha loãng SLCP	n/a	10%	0%	0%	0%	0%	1%	4%	10%	3%	1%	41%

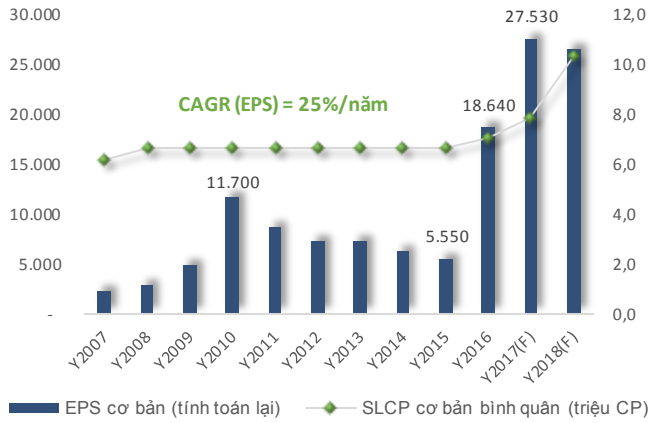
Với việc tính toán lại SLCP cơ bản theo nguyên tắc trên, EPS sau khi tính toán lại cho thấy bức tranh rõ nét hơn về khả năng sinh lời trên mỗi đồng vốn cổ đông bỏ ra đầu tư vào AAA. Lợi nhuận ban điều hành đem lại cho những cổ đông hiện hữu được cải thiện khá tích cực từ năm 2016 sau đà sụt giảm suốt 6 năm từ 2010-2015.

	Y2007	Y2008	Y2009	Y2010	Y2011	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	Y2017(F)	Y2018(F)
SLCP cơ bản bình quân (triệu CP)	6,2	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	6,6	7,0	7,8	10,3
Lợi nhuận thuộc về cổ đông thường (tỷ đồng)	13,8	18,5	32,1	77,2	57,3	48,5	48,4	41,5	36,7	130,6	215,4	274,1
Giá trị vốn góp CSH (tỷ đồng)	84,0	84,0	84,0	206,1	206,1	324,9	324,9	542,7	542,7	576,8	644,7	860,7
Giá trị vốn góp CSH/cp	13.660	13.660	13.660	31.230	31.230	49.230	49.230	82.230	82.230	82.290	82.410	83.280
EPS cơ bản (tính toán lại)	**2.240**	**2.800**	**4.860**	**11.700**	**8.690**	**7.350**	**7.330**	**6.290**	**5.550**	**18.640**	**27.530**	**26.520**
Lợi nhuận/Vốn góp	**16%**	**20%**	**36%**	**37%**	**28%**	**15%**	**15%**	**8%**	**7%**	**23%**	**33%**	**32%**

Lưu ý: *EPS cơ bản (tính toán lại) theo SLCP cơ bản đã loại bỏ những ảnh hưởng từ việc chia tách cổ phiếu (yếu tố làm sai lệch bản chất EPS khi so sánh giữa các năm) nhằm đánh giá lịch sử biến động EPS giữa các giai đoạn của doanh nghiệp. Đây được xem như một tiêu chí đánh giá khả năng của ban điều hành dựa trên những đồng lợi nhuận đem lại cho cổ đông hiện hữu qua các năm. Chỉ tiêu EPS cơ bản (tính toán lại) không giống với chỉ tiêu EPS tính toán theo công thức thông thường sử dụng trong định giá (Phụ lục trang 59).*

Biểu đồ 7

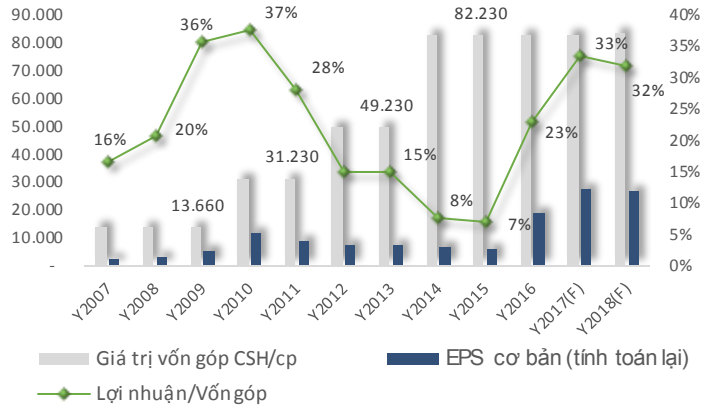
Giá trị EPS tính toán lại trong giai đoạn 2007-2018(F)



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 8

Tương quan giữa EPS và Vốn góp CSH/cp 2007-2018(F)



Nguồn: BCTC, FPTS Research

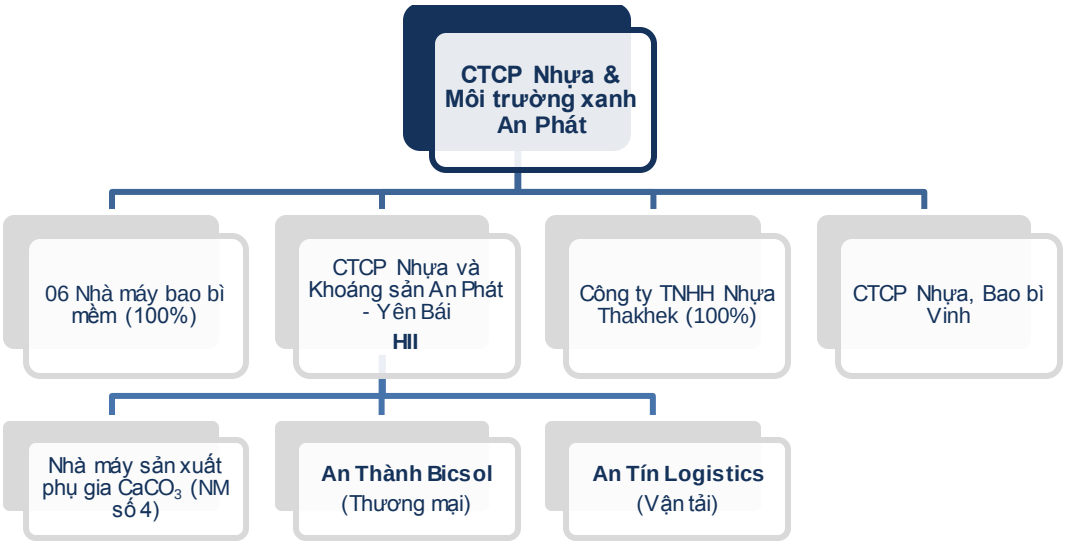
Chuyển nhượng cổ phần AAA sở hữu bởi Ban lãnh đạo sang An Phát Holdings

Việc toàn bộ Ban lãnh đạo AAA chuyển nhượng cổ phần sở hữu tại AAA sang An Phát Holdings (ước tính khoảng 40% giá trị vốn hóa AAA), theo chúng tôi đánh giá không có ảnh hưởng tiêu cực tới doanh nghiệp cũng như cổ phiếu. Tập trung quyền kiểm soát vào ban lãnh đạo tại AAA hiện nay, sau khi tập trung tài sản (cổ phiếu AAA) tại An Phát Holdings, quyền kiểm soát và điều hành doanh nghiệp sẽ được tập trung, giảm rủi ro bị thâu tóm bởi các cá nhân, tổ chức bên ngoài (nếu có). Đây được xem là động thái hợp lý khi AAA sẽ thực hiện nới room cho khối ngoại lên 51% trong Q2/2017, việc này giúp lãnh đạo của AAA vừa huy động được thêm vốn từ bên ngoài phục vụ đầu tư tăng trưởng, vừa giữ vững được quyền sở hữu và điều hành doanh nghiệp trong dài hạn.

Phát hành cổ phiếu đợt 3 cho Nhà đầu tư nắm chứng quyền trong năm 2018

Dự kiến, trong năm 2018, AAA sẽ tiến hành phát hành cổ phiếu phổ thông để thực hiện toàn bộ phần chứng quyền còn lại (bán kèm lô trái phiếu 300 tỷ đồng cuối năm 2015), dự kiến 24,35 triệu cổ phiếu sẽ được phát hành với mức giá 11.500đ/cổ phiếu cho các nhà đầu tư nắm giữ chứng quyền. Sau khi phát hành chuyển đổi, AAA sẽ thu về 280 tỷ đồng vốn góp Chủ sở hữu, nâng tổng số lượng cổ phiếu niêm yết lên 83,6 triệu cổ phiếu, tương đương mức tăng 40% so với 59,2 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2017.

4. CƠ CẤU TỔ CHỨC



Hiện AAA đang sở hữu 06 nhà máy sản xuất bao bì mềm, 02 công ty con là HII và Công ty TNHH Nhựa Thakhek. Trong năm 2017, AAA sẽ tiến hành rút nốt phần vốn đầu tư tại Thakhek để đóng lại dự án này (i). Đối với công ty con HII, sau khi đưa HII niêm yết trên HOSE (ii), AAA đang tiến hành mua lại cổ phiếu HII để gia tăng quyền sở hữu tại HII lên trên 51,1% - *theo thông tin AAA công bố* (trước khi đưa HII niêm yết, AAA đã thoái vốn tại HII xuống 35,3%). HII hiện sở hữu nhà máy sản xuất phụ gia Calbest và bột đá CaCO3 phục vụ ngành nhựa (nhà máy số 4), 01 công ty thương mại nguyên liệu nhựa An Thành Bicsol, 01 công ty vận tải An Tín Logistics. Trong Q1/2017, AAA đã tiến hành thoái hết phần vốn góp tại VBC và thu về lợi nhuận tài chính từ khoản đầu tư vào VBC (iii).

> *(i) Tính đến 31/12/2016, giá trị đầu tư của AAA vào Nhựa Thakhek tại Lào chỉ còn 14,4 tỷ đồng, AAA vẫn tiếp tục hoàn tất các thủ tục để thoái vốn toàn bộ tại dự án nhà máy tại Lào này (dự án này hoạt động không hiệu quả do những trở ngại về cơ sở hạ tầng khu công nghiệp bên phía Lào).*
>
> *(ii) Trong quý 2/2017, AAA đã tiến hành thoái bớt vốn đầu tư tại An Phát-Yên Bái (APYB) trước khi đưa công ty con này niêm yết trên sàn chứng khoán với mã cổ phiếu HII. Giá trị khoản đầu tư vào An Phát-Yên Bái tính đến cuối Q1/2017 là 70 tỷ đồng, chiếm 51,47% vốn điều lệ tại APYB, sau khi thực hiện giảm sở hữu, AAA sẽ chỉ nắm giữ 35,29% vốn điều lệ tại APYB tương đương 48 tỷ đồng.*
>
> *(iii) Trong quý 1/2017, AAA đã tiến hành thoái vốn hoàn toàn tại Bao bì Vinh – VBC. Giá gốc của khoản đầu tư này là 32,9 tỷ đồng, chiếm 32,22% vốn điều lệ tại VBC. Quá trình thoái vốn tại VBC đem về cho AAA khoản lợi nhuận tài chính ước tính khoảng 24 tỷ đồng.*

Với việc thoái vốn/rút vốn tại VBC và dự án Lào, hiện tại AAA chỉ quản lý hoạt động tại 06 nhà máy sản xuất bao bì và công ty con An Phát-Yên Bái (HII).

5. VỊ THẾ DOANH NGHIỆP

Trong số các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm bao bì nhựa cả nước vừa phục vụ xuất khẩu vừa phục vụ thị trường nội địa, An Phát là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất với sản lượng sản xuất hiện ước đạt khoảng 8.000 tấn/tháng vào cuối năm 2017 khi các nhà máy số 6 và 7 đi vào hoạt động với công suất cao. Công suất của AAA vượt trội so với các doanh nghiệp cùng mảng sản xuất bao bì mềm trong nước khác như Công ty cổ phần Nhựa Hưng Yên (công suất khoảng 1.000 tấn/tháng), Công ty cổ phần Nhựa Tú Phương (công suất khoảng 800 tấn/tháng) và một số doanh nghiệp liên doanh khác ở phía Nam (công suất giao động từ 500-700 tấn/tháng). (*Nguồn: AAA)*

Bên cạnh đó, An Phát còn là doanh nghiệp có thâm niên nhiều năm hoạt động trong ngành bao bì nhựa mềm, công ty có nhiều khách hàng truyền thống, có mối quan hệ trong hoạt động kinh

doanh lâu năm. Chiến lược hiện tại AAA đang hướng tới là phát triển thị trường xuất khẩu sản phẩm cho các nhà cung cấp lớn trên thế giới như Publi Embal, Compoplast... để từ đó các sản phẩm được phân phối đến khắp các siêu thị lớn tại châu Âu, Nhật Bản và Mỹ. Các sản phẩm của AAA đã được khẳng định được vị thế tại những thị trường khó tính kể trển, doanh nghiệp đã xây dựng được mối quan hệ hợp tác với những khách hàng truyền thống tại các thị trường này.

Đối với quy mô khu vực Đông Nam Á, với công suất các nhà máy và sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt được vào cuối năm 2017, AAA sẽ trở thành doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa mềm lớn nhất Đông Nam Á, vượt qua đối thủ TPBI của Thái Lan. Với xu hướng dịch chuyển các đơn hàng sản xuất bao bì nhựa về phía các quốc gia Đông Nam Á đặc biệt là Việt Nam, đây sẽ là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp bao bì nhựa trong nước nói chung AAA nói riêng trong quá trình tham gia vào chuỗi giá trị toàn cầu.

Những doanh nghiệp nội địa hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa chủ yếu là các doanh nghiệp với quy mô nhỏ và không nhiều doanh nghiệp có khả năng xuất khẩu sản phẩm bao bì của mình ra thị trường nước ngoài như AAA. Yêu cầu khắt khe về chất lượng, kiểu dáng của các thị trường nước ngoài đối với các sản phẩm nhựa bao bì là rào cản chính đối với các doanh nghiệp bao bì nhựa nội địa muốn xuất khẩu ra thị trường quốc tế (sản phẩm nhựa Việt Nam xuất khẩu ra nước ngoài chủ yếu thuộc mảng nhựa bao bì và 70% giá trị xuất khẩu hàng năm thuộc về các doanh nghiệp FDI có các nhà máy đủ tiêu chuẩn, đáp ứng được yêu cầu của các đối tác nước ngoài). Định hướng của AAA ngay từ ngày đầu hình thành là thị trường nước ngoài và việc đầu tư dây chuyền máy móc thiết bị đạt chuẩn ngay từ giai đoạn đầu thành lập cũng đồng nhất với chiến lược này. Hiện tại, AAA bỏ ngỏ thị trường trong nước do các sản phẩm xuất khẩu có giá trị cao hơn.

Bảng 1

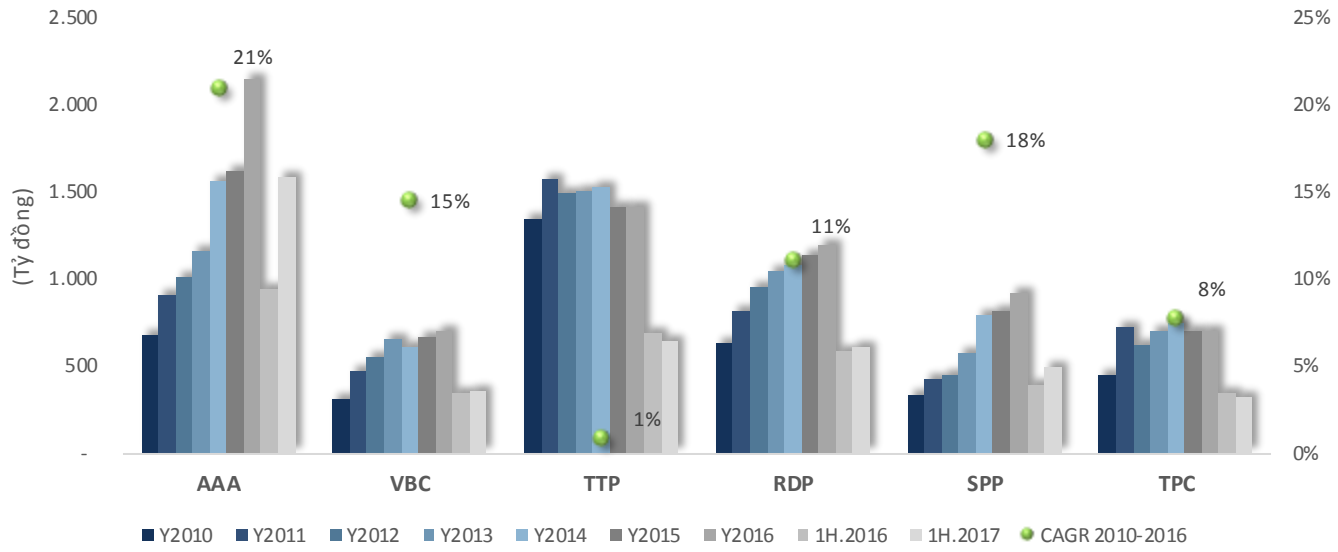
Quy mô với các doanh nghiệp nhựa bao bì niêm yết trong nước

Sàn	Mã CP	Vốn hóa (tỷ đồng)	Vốn CSH (31/12/2016)	Tổng Tài sản (31/12/2016)	Doanh thu 2016 (tỷ đồng)	LNST 2016 (tỷ đồng)	Sản phẩm
HOSE	**AAA**	**1,842**	**955**	**3,078**	**2,144**	**142**	**Bao bì nhựa mềm: túi rác, túi siêu thị, túi tự hủy…**
Upcom	TTP	542	660	926	1,416	106	Bao bì nhựa mềm phức hợp phục vụ ngành hàng thực phẩm-đồ uống, mỹ phẩm, dược phẩm
HOSE	RDP	430	426	1,077	1,184	53	Bao bì phức hợp phục vụ ngành hàng thực phẩm-đồ uống, sản phẩm giả da PVC, màng bọc thực phẩm, sản phẩm gia dụng…
Upcom	NNG	391	628	2,345	1,630	6	Chai nhựa PET
HNX	SPP	363	255	1,035	913	21	Bao bì nhựa mềm phức hợp phục vụ ngành hàng thực phẩm-đồ uống
HNX	VBC	240	98	380	700	26	Bao bì công nghiệp, bao tải PP, PE
HOSE	TPC	196	315	600	702	21	Bao bì PP đựng nông sản, phân bón, bao PP chống lũ…
HNX	NHP	97	284	387	182	6	Bao bì PP, bao xi măng, thương mại hạt nhựa
HNX	BBS	85	106	261	424	9	Bao bì xi măng
HNX	PMP	69	64	143	286	10	Bao bì phân bón
HNX	BPC	66	99	214	331	17	Bao bì xi măng
HNX	STP	57	152	184	284	5	Bao bì xi măng
HNX	PBP	54	55	116	153	9	Bao bì phân bón
Upcom	HPB	48	93	125	324	9	Bao bì hóa chất, thức ăn chăn nuôi, xi măng…

Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 9

Quy mô Doanh thu các doanh nghiệp Nhựa bao bì trong nước 2010-2016



Nguồn: BCTC, FPTS Research

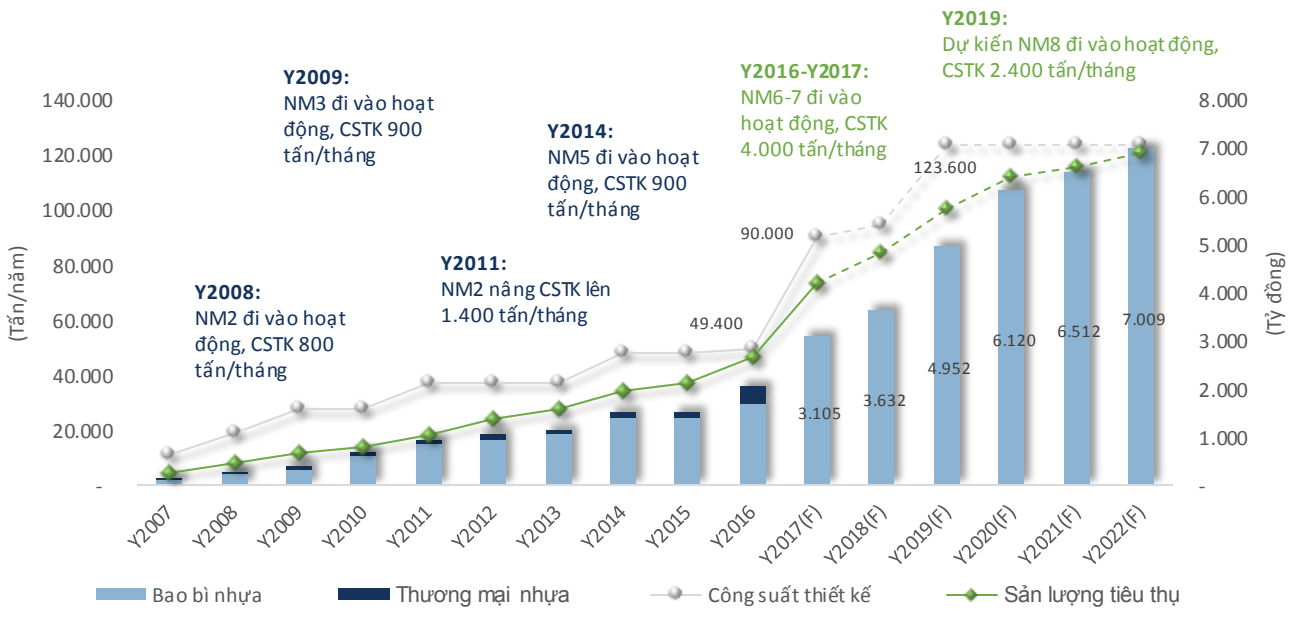
Cho tới năm 2013, TTP vẫn luôn là doanh nghiệp dẫn đầu về quy mô doanh thu nhóm ngành bao bì nhựa. Tuy nhiên, TTP cho thấy sự chững lại về tăng trưởng doanh thu khi CAGR chỉ đạt 1%/năm trong suốt giai đoạn 2010-2016. Với việc đưa NM5 đi vào hoạt động vào năm 2014, AAA đã chính thức vượt qua TTP để dẫn đầu quy mô doanh thu trong ngành bao bì nhựa và ngày một gia tăng khoảng cách với các doanh nghiệp phía sau, đặc biệt là giai đoạn cuối năm 2016 - nửa đầu năm 2017 khi NM6-NM7 đi vào hoạt động.

II. TÌNH HÌNH KINH DOANH, TÀI CHÍNH

1. DOANH THU

Biểu đồ 10

Quy mô Doanh thu – Sản lượng công ty mẹ AAA 2007-2022(F)



Nguồn: AAA, FPTS Research

Sau những lần gia tăng công suất sản xuất, AAA đều cho thấy mức tăng trưởng doanh thu đột biến trong giai đoạn tiếp theo. Tính tới giai đoạn cuối năm 2016, công suất thiết kế tại 04 nhà máy sản xuất bao bì nhựa chỉ khoảng 49.000 tấn/năm, với sản lượng tiêu thụ cho năm 2016 đạt 46.300 tấn bao bì, đạt 94% công suất thiết kế. Việc tiến hành xây dựng nhà máy số 6 và 7 trong năm 2015 và đưa vào hoạt động trong năm 2017 là bước chuẩn bị cần thiết trước tình hình sản lượng sản xuất gần đạt mức công suất thiết kế. Tuy nhiên, lần đưa thêm nhà máy mới số 6 và 7 lần này là một bước tiến lớn, khác biệt so với những lần gia tăng công suất trước khi với sản lượng tăng thêm từ 02 nhà máy mới, AAA sẽ nâng tổng công suất thiết kế của các nhà máy bao bì nhựa lên gấp đôi vào cuối năm 2017, ước khoảng 98.600 tấn/năm. Theo kế hoạch của BLĐ, AAA sẽ tiếp tục triển khai xây dựng nhà máy số 8 và 9 với tổng công suất 28.800 tấn/năm chuyên sản xuất bao bì tự hủy sinh học và bao bì phức hợp. Gia tăng công suất tại các nhà máy trong năm 2017 và 2019 sẽ là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2017-2022.

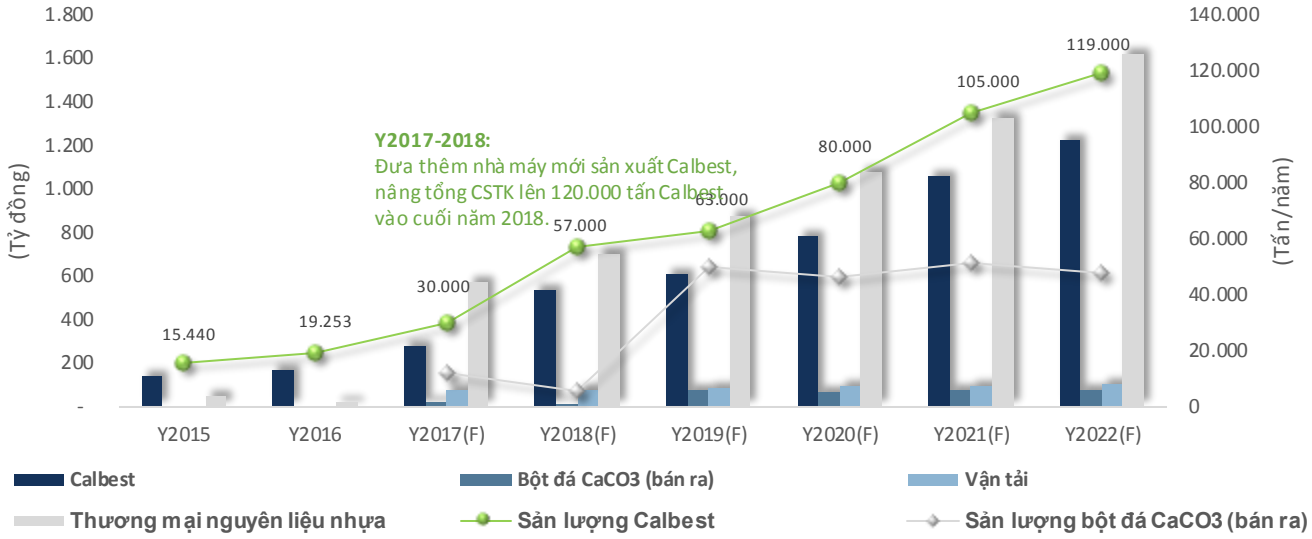
Từ năm 2016, thị trường xuất khẩu của AAA có bước chuyển biến rõ rệt khi đóng góp từ 02 thị trường mới là Nhật Bản và Mỹ gia tăng trong tỷ trọng doanh thu của AAA. Định hướng phát triển 02 thị trường mới trên cũng là động lực xây dựng 02 nhà máy mới số 6 và 7 (NM6 phục vụ thị trường Nhật – NM7 phục vụ thị trường Mỹ) và theo kế hoạch, sản lượng xuất khẩu sang 02 thị trường này sẽ chiếm tỷ trọng 50% trong cơ cấu sản lượng xuất khẩu vào giai đoạn 2018-2019. Trong giai đoạn 2007-2016, EU vẫn đóng vai trò là thị trường trọng yếu và truyền thống đối với AAA, xu hướng hạn chế sử dụng bao bì nhựa không thân thiện với môi trường tại EU cũng phần nào là lý do khiến AAA tìm kiếm thêm những thị trường mới, đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn.

Với dự án nhà máy số 8 và 9, AAA sẽ đẩy mạnh hơn việc sản xuất bao bì tự hủy sinh học và bao bì màng phức nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm, phục vụ rộng hơn nhu cầu về các dòng bao bì nhựa của khách hàng cũng như đón đầu xu hướng chuyển dịch sang sử dụng bao bì thân thiện với môi trường.

Sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa tăng trưởng 24% so với cùng kỳ 2015, trong đó phần lớn sự gia tăng đến từ thị trường Nhật Bản - đóng góp 40% sản lượng gia tăng và dự tính năm 2017, con số này sẽ trên 90%, giúp tổng sản lượng bao bì nhựa tiêu thụ năm 2017 đặt mức tăng trưởng gần 60% so với năm 2016. Doanh thu 2016 tăng mạnh hơn so với sản lượng, đạt mức tăng 33%yoy, do năm 2016, AAA không còn chịu tác động từ các hợp đồng giảm giá bán do giá nguyên liệu nhựa sụt giảm như tình trạng diễn ra trong năm 2015. Bên cạnh đó, việc đẩy mạnh kinh doanh bao bì nhựa tự hủy cũng giúp gia tăng doanh thu cho AAA do loại bao bì này có giá bán cao gấp 2,5-3 lần so với bao bì nhựa thông thường. Sản lượng tiêu thụ bao bì tự hủy năm 2016 ước đạt 2.500 tấn, chiếm 5,4% tổng sản lượng bao bì tiêu thụ của doanh nghiệp và AAA định hướng sẽ đạt mức 16% trong cơ cấu sản lượng tiêu thụ vào năm 2019.

Biểu đồ 11

Quy mô Doanh thu các dòng sản phẩm tại HII 2015-2022(F)



Nguồn: HII, FPTS Research

Đối với các sản phẩm thuộc công ty con An Phát-Yên Bái (HII), ban lãnh đạo cũng có kế hoạch đẩy mạnh tăng trưởng trong các năm tới, đặc biệt là mảng sản xuất hạt Calbest bằng việc đưa thêm nhà máy mới vào hoạt động trong giai đoạn 2017-2018, nâng tổng công suất thiết kế sản xuất hạt Calbest lên 120.000 tấn/năm, là động lực cho tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của HII trong các năm tới. Việc chủ động đầu tư nhà máy sản xuất bột $CaCO_3$ siêu mịn sẽ giúp HII nói chung và AAA nói riêng cắt giảm giá thành sản xuất Calbest cũng như bao bì nhựa nói chung. Bên cạnh đó, HII cũng gia tăng thêm doanh thu từ việc bán bột $CaCO_3$ siêu mịn sau khi đáp ứng đủ nhu cầu cho sản xuất Calbest của công ty.

Cũng từ năm 2017, HII sẽ đẩy mạnh hoạt động vận tải và thương mại nguyên liệu nhựa tại 2 công ty con là An Tín (vận tải) và An Thành (thương mại). Đầu tư vào công ty vận tải với mục đích tự chủ đội xe container chủ yếu phục vụ nội bộ các công ty trong tổ hợp An Phát, ngoài ra cũng giúp công ty có thêm doanh thu từ mảng logistics. Trong khi đó, với chức năng thương mại nguyên liệu nhựa, An Thành sẽ tận dụng mối quan hệ lâu năm mà An Phát đã xây dựng với những nhà cung cấp từ Trung Đông, Singapore…để nhập nhựa nguyên sinh khối lượng lớn với giá ưu đãi, một phần phục vụ cho các công ty trong tổ hợp (sản xuất bao bì nhựa, hạt Calbest), mặt khác cũng gia tăng doanh thu cho công ty khi nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu nhựa trong nước là rất lớn (mỗi năm ước tính Việt Nam cần khoảng 6 triệu tấn nguyên liệu nhựa các loại và hiện sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 15-20% nhu cầu này). Các sản phẩm HII cung cấp sẽ đáp ứng toàn diện nhu cầu nguyên liệu nhựa và phụ gia của các doanh nghiệp nhựa trong nước. Với khoảng 2.000 doanh nghiệp nhựa đang hoạt động trong nước, phần lớn là các doanh nghiệp nhỏ và vừa, HII sẽ giúp các doanh nghiệp nhựa trong nước tiếp cận được với nguồn nguyên liệu nhựa nguyên sinh sẵn có và trữ lượng lớn, đồng thời cũng cung ứng sản phẩm Calbest (phối trộn sẵn nhựa nguyên sinh cùng chất độn $CaCO_3$ theo tỷ lệ khách hàng yêu cầu) cho các doanh nghiệp không đầu tư máy móc phối trộn hoặc không muốn nhập lẻ nguyên liệu $CaCO_3$ và nhựa nguyên sinh/tái sinh phục vụ cho quá trình sản xuất.

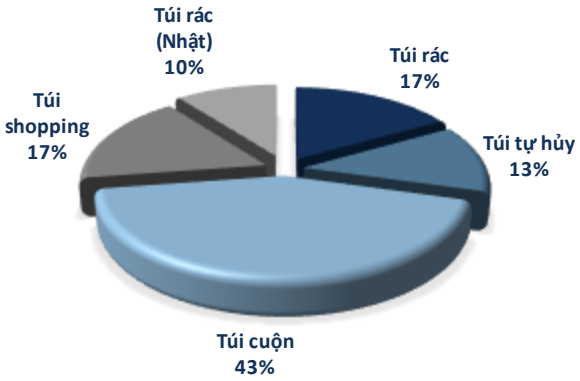
Việc tăng quy mô An Phát-Yên Bái một mặt giúp AAA đảm bảo được nguồn cung nguyên liệu $CaCO_3$ đầu vào, mặt khác cũng giúp AAA gia tăng một phần lợi nhuận từ mảng hoạt động tiềm năng này. Chúng tôi đánh giá thị trường trong nước dành cho sản phẩm Calbest còn khá nhiều dư địa tăng trưởng), với lợi thế gần các mỏ đá $CaCO_3$ chất lượng cao tại Yên Bái, công suất sản xuất lớn, chi phí thấp kết hợp với mối quan hệ lâu năm với các nhà cung ứng nhựa nguyên sinh nước ngoài mà AAA đã tạo dựng, An Phát-Yên Bái hoàn toàn có thể chiếm lĩnh thị trường hạt nhựa phụ gia $CaCO_3$ trong nước và xuất khẩu.

1.1 Sản phẩm

Sản phẩm chủ yếu của An Phát là bao bì nhựa mềm các loại và một phần kinh doanh nguyên liệu nhựa bao gồm: hạt phụ gia Calbest, bột $CaCO_3$ và thương mại nguyên liệu nhựa.

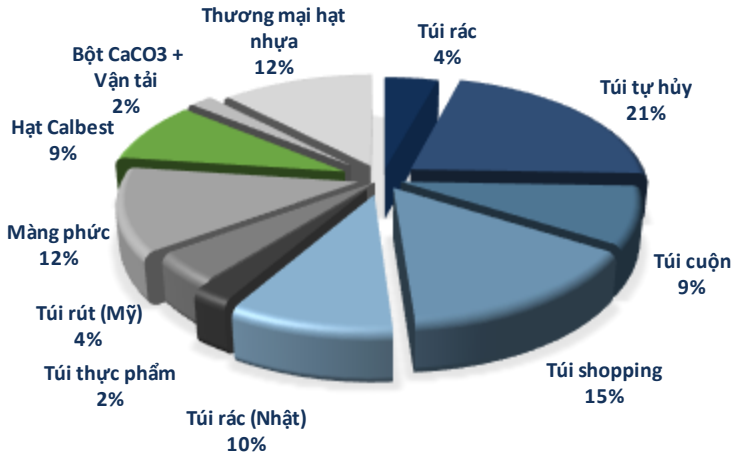
Trong năm 2016, bao bì nhựa vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu hợp nhất của AAA, gần 80% tổng doanh thu hợp nhất. Doanh thu từ sản phẩm Calbest chiếm 5% tổng doanh thu 2016 và được kỳ vọng sẽ gia tăng tỷ trọng trong các năm tới khi HII đẩy mạnh hoạt động sản xuất Calbest bằng việc đưa nhà máy mới vào hoạt động. Hoạt động thương mại nguyên liệu nhựa hiện chiếm 15% doanh thu hợp nhất năm 2016, tuy nhiên mảng hoạt động này có mức sinh lời thấp (biên lãi gộp chỉ khoảng 3-4% trong khi bao bì nhựa hay Calbest có biên lãi gộp dao động từ 18%-23%).

Biểu đồ 12
Cơ cấu Doanh thu hợp nhất 2016



Nguồn: FPTS Research

Biểu đồ 13
Cơ cấu Doanh thu hợp nhất 2020(F)



Nguồn: FPTS Research

Các nhà máy sản xuất bao bì của AAA đều tập trung tại huyện Nam Sách, Hải Dương. Cơ sở hạ tầng tập trung sẽ giúp AAA tối ưu hóa trong quá trình sản xuất như điều chuyển nguyên vật liệu, lưu kho giữa các nhà máy cũng như thuận lợi trong hoạt động logistics. Các nhà máy số 1-2-3-5 của AAA hiện đã hoạt động hết công suất vì vậy tăng trưởng sẽ phụ thuộc nhiều vào các nhà máy mới.

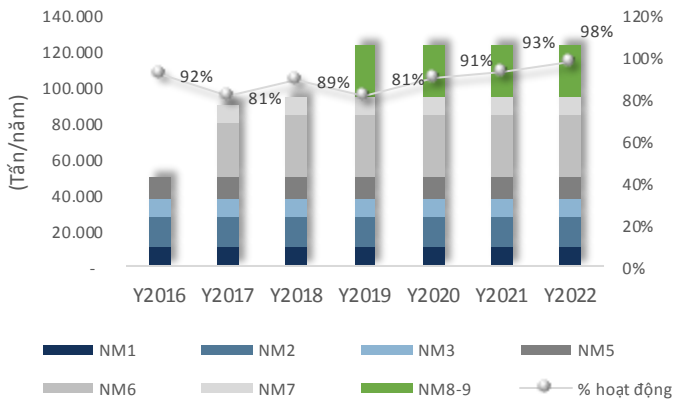
Nhà máy	Thời điểm hoạt động	Sản phẩm	Sản lượng sản xuất 2016 (tấn)	% Công suất thiết kế	Công suất thiết kế (tấn/năm)	
					Y2016	Y2017
Nhà máy số 1	2005	Túi bao gói thực phẩm, túi rác, màng ni-lon chuyên dùng trong nông nghiệp	10.200	85%	12.000	12.000
Nhà máy số 2	T3/2008	Bao bì mỏng các loại	16.100	96%	16.800	16.800
Nhà máy số 3	T9/2009	Túi nilon tự phân hủy, túi cuộn cao cấp ngành thực phẩm	10.500	97%	10.800	10.800
Nhà máy số 4	NM mới từ T5/2017	Sản xuất hạt Calbest, bột CaCO3 siêu mịn	20.000	57%	35.000	162.000
Nhà máy số 5	2012	Túi T-shirt, Flat xuất khẩu Nhật Bản	7.700	70%	11.000	11.000
Nhà máy số 6	T1/2017	Sản xuất túi thực phẩm, shopping xuất Nhật Bản	1.700	5%		34.800
Nhà máy số 7	Q2.2017	Sản xuất túi dây rút (draw string) xuất khẩu Mỹ				9.600
Tổng cộng (Bao bì nhựa)			46.200	91%	50.600	95.000

Sau khi hoàn thành NM6-NM7, AAA sẽ tiếp tục triển khai NM8-NM9 sản xuất bao bì tự hủy sinh học và màng phức với tổng vốn đầu tư cho 2 nhà máy này là 800 tỷ. Theo dự kiến, sau khi có NM9, AAA sẽ triển khai thêm dòng sản phẩm bao bì màng phức nhằm đa dạng hóa các dòng sản phẩm bao bì mà doanh nghiệp cung cấp và thị trường hướng tới là tiêu thụ nội địa, tuy nhiên đây không phải là định hướng phát triển chủ lực của AAA trong tương lai (dòng sản phẩm này yêu cầu đầu tư về công nghệ, trang thiết bị khá cao và trong nước hiện có một số đối thủ cạnh tranh khá lớn như Bao bì nhựa Tân Tiến – TTP, Bao bì nhựa Rạng Đông và Bao bì nhựa Sài Gòn – SPP là những doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm trong phân khúc bao bì phức hợp với các khách hàng lớn trong ngành hàng FMCG).

1.1.1 Bao bì nhựa

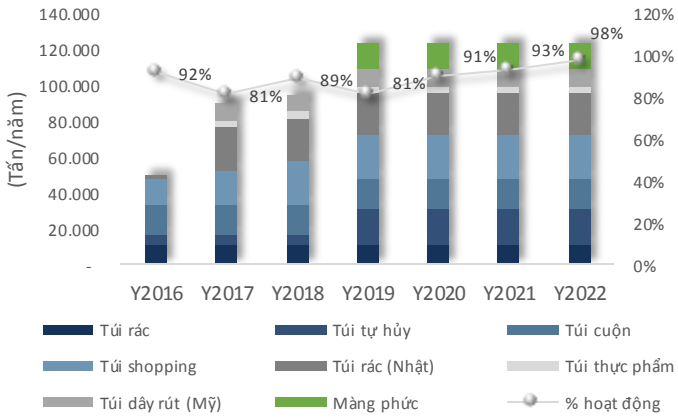
Gần như toàn bộ sản lượng bao bì nhựa của AAA dành cho xuất khẩu sang các thị trường Mỹ, Nhật Bản, EU. Trong tương lai, AAA sẽ dịch chuyển dần sang các sản phẩm có biên lãi gộp cao hơn bao bì nhựa thông thường như bao bì tự hủy sinh học, bao bì thực phẩm, màng phức… Tỷ lệ bao bì tự hủy trong cơ cấu sản phẩm hiện tại là 10%, kế hoạch tăng lên 20% từ năm 2019, đây là dòng sản phẩm có giá bán cao, gấp 2,0-2,5 lần so với bao bì nhựa thông thường và cũng là dòng sản phẩm bắt kịp xu hướng của ngành nhựa thế giới (xu hướng chuyển dịch sang sử dụng nhựa sinh học, thân thiện với môi trường). Đối với sản phẩm màng phức, dự kiến AAA sẽ đưa ra thị trường vào năm 2020 khi nhà NM9 đi vào hoạt động.

Biểu đồ 14
Công suất thiết kế theo Nhà máy 2016-2022(F)



Nguồn: AAA, FPTS Research

Biểu đồ 15
Công suất thiết kế theo Sản phẩm 2016-2022(F)



Nguồn: AAA, FPTS Research

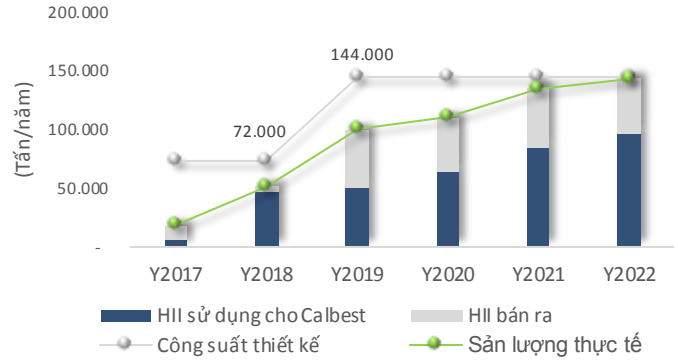
Đầu tư nhà máy mới nhằm nâng cao năng lực sản xuất bao bì nhựa là động lực cho tăng trưởng doanh thu của AAA trong tương lai. Với việc đưa thêm NM6-NM7 vào hoạt động trong năm 2017 và dự kiến NM8-NM9 hoạt động trong năm 2019, AAA sẽ nâng tổng công suất bao bì nhựa lên gấp 2,5 lần so với năm 2016. Cùng với đó, một số dòng bao bì mới cũng được đưa vào sản xuất như bao bì thực phẩm, túi dây rút (thị trường Mỹ) và màng phức… đây là những dòng sản phẩm có biên lãi gộp cao hơn tương đối so với những dòng sản phẩm truyền thống như túi rác, túi cuộn, túi shopping.

1.1.2 Bột $CaCO_3$ siêu mịn

Trong ngành công nghiệp nhựa, $CaCO_3$ là phụ gia quan trọng, tham gia vào quá trình đúc nhựa với vai trò chất độn, nhằm mục đích gia tăng một số đặc tính lý hóa như tăng độ chịu nhiệt, độ bền, ổn định về định hình, tăng khả năng in ấn lên sản phẩm cũng như giảm giá thành sản xuất của các sản phẩm nhựa thay vì sử dụng 100% nhựa nguyên sinh/tái sinh.

Biểu đồ 16

Sản lượng bột $CaCO_3$ siêu mịn 2017-2022(F)



Nguồn: FPTS Research

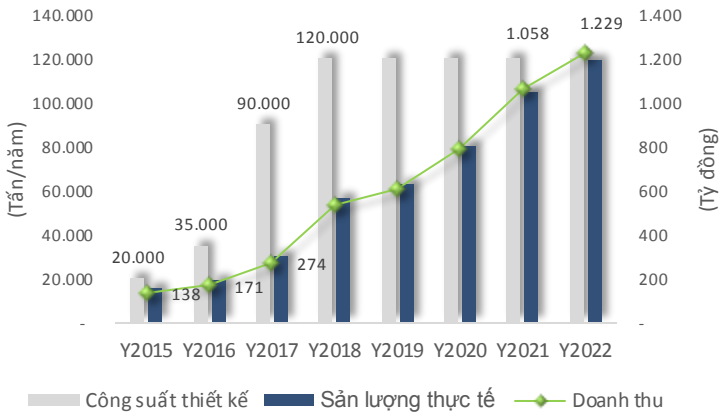
Từ giữa năm 2017, HII đã đưa nhà máy chế biến $CaCO_3$ với công suất thiết kế tối đa 144.000 tấn/năm vào hoạt động nhằm chủ động hơn về nguyên liệu đầu vào cho sản phẩm Calbest chủ lực của công ty, phần còn lại sẽ xuất bán cho các đối tác trong và ngoài nước. Với vị trí địa lý của HII tại Yên Bái, nơi sở hữu những mỏ đá $CaCO_3$ với độ trắng mịn cao, phù hợp cho việc sản xuất bột $CaCO_3$ siêu mịn – phụ gia quan trọng trong ngành nhựa, HII sẽ có lợi thế gần nguồn nguyên liệu $CaCO_3$ sẵn có tại địa phương để phục vụ cho hoạt động của mình.

1.1.3 Hạt Calbest

Là sản phẩm phối trộn giữa nhựa nguyên sinh PE-PP với bột $CaCO_3$ tùy theo tỷ lệ khách hàng yêu cầu, thông thường $CaCO_3$ chiếm từ 70-80% khối lượng hạt Calbest. Đây là sản phẩm chủ lực của HII với công suất thiết kế tới cuối năm 2016 vào khoảng 35.000 tấn/năm và sẽ được nâng dần lên 120.000 tấn/năm khi nhà máy mới đi vào hoạt động trong năm 2017-2018.

Biểu đồ 17

Doanh thu-Sản lượng Calbest 2015-2022(F)



Nguồn: FPTS Research

Sản phẩm Calbest của HII một phần phục vụ công ty mẹ AAA, ngoài ra sẽ dành 70%-80% cho các thị trường xuất khẩu tại châu Âu, Trung Đông. Sản phẩm Calbest sẽ phục vụ chính cho các nhà sản xuất sản phẩm nhựa khi những doanh nghiệp này sử dụng trực tiếp hạt Calbest theo tỷ lệ đặt trước để đùn/thổi/ép nhựa thay vì phải nhập khẩu nhựa nguyên sinh/tái sinh và $CaCO_3$ riêng lẻ về tự phối trộn trong quá trình sản xuất.

1.1.4 Thương mại nguyên liệu nhựa

Bên cạnh việc nhập khẩu nguyên liệu nhựa cho hoạt động sản xuất của mình, An Phát cũng chú trọng tới lĩnh vực kinh doanh thương mại nguyên liệu cho các nhà máy tại Việt Nam. Hoạt động này một phần đóng góp thêm doanh thu cho AAA, mặt khác cũng giúp AAA có thể mua được nguyên liệu nhựa với giá ưu đãi hơn khi tiến hành nhập khẩu với khối lượng lớn từ các đối tác nước ngoài. Dự kiến, CTCP Sản xuất –Tổng hợp An Thành (công ty con của HII) sẽ phụ trách mảng thương mại nguyên liệu nhựa của An Phát. Với nhu cầu nhập khẩu mỗi năm khoảng 5-6 triệu tấn nguyên liệu nhựa các loại, 2.000 doanh nghiệp nhựa trong nước có nhu cầu rất lớn về nguyên liệu nhập khẩu, thị trường thương mại dành cho An Thành được xem là khá rộng lớn cùng lợi thế về mối quan hệ lâu dài với các nhà cung cấp nước ngoài mà AAA đã tạo dựng trước đây. Chiến lược đối với hoạt động thương mại nguyên liệu nhựa là nhập khẩu nguyên liệu dưới danh nghĩa đơn vị sản xuất như AAA từ các nhà cung cấp nước ngoài với khối lượng lớn, việc này sẽ giúp giá nhập khẩu cạnh tranh hơn, tăng chiết khấu cũng như thời gian nợ đọng tiền hàng của nhà cung ứng.

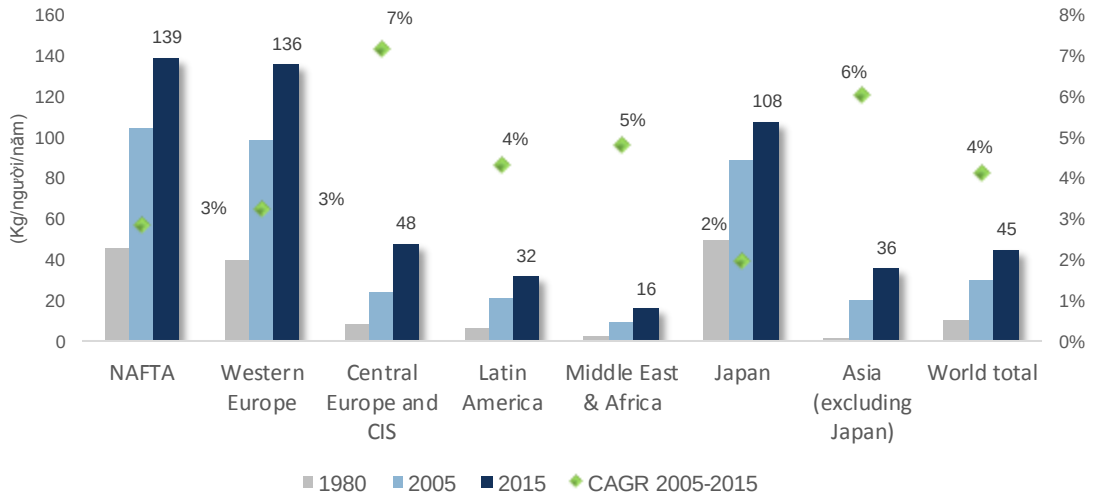
1.1.5 Vận tải

Đây là mảng hoạt động do An Tín (công ty con của HII) phụ trách, phục vụ nhu cầu vận tải nguyên liệu, thành phẩm của các công ty trong tổ hợp An Phát và các doanh nghiệp bên ngoài. Doanh thu từ hoạt động vận tải (không tính phục vụ các công ty liên quan) đóng góp không đáng kể vào tổng doanh thu AAA (chỉ khoảng 100 tỷ đồng mỗi năm).

1.2 Thị trường tiêu thụ

Biểu đồ 18

Tiêu thụ nguyên liệu chất dẻo bình quân trên người 1980-2015



Nguồn: PlasticEurope Market Research Group, Statista

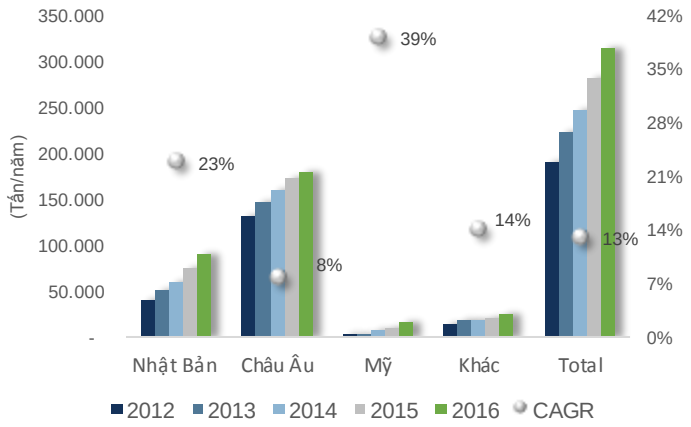
Với định hướng sản xuất bao bì nhựa xuất khẩu, các thị trường chiến lược AAA hướng tới là khu vực EU, Nhật bản và Mỹ. Đây cũng là những vùng lãnh thổ có chỉ số tiêu thụ chất dẻo bình quân đầu người cao nhất thế giới, đồng nghĩa với nhu cầu sản phẩm nhựa tại các khu vực này luôn ở mức cao so với mặt bằng chung thế giới. Chiếm 40% tổng tiêu thụ sản phẩm nhựa toàn cầu, nhu cầu nhựa bao bì trên thế giới nói chung và 3 khu vực trên nói riêng luôn ở mức cao, đặc biệt với các vùng lãnh thổ có mức sống cao, nhu cầu mua sắm-tiêu dùng gia tăng.

Chiến lược kinh doanh của AAA phù hợp với xu hướng tiêu dùng và chuyển dịch đối tác nhập nhập tại các thị trường châu Âu, Nhật Bản, Mỹ. Tại châu Âu, sản lượng túi nhựa nhập khẩu vào thị trường này không cho thấy sự tăng trưởng đáng kể trong suốt 5 năm qua khi luôn dao động

quanh ngưỡng 2.000.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, đồng nhất với xu hướng thị trường Nhật và Mỹ gia tăng nhập khẩu bao bì nhựa từ Việt Nam, AAA đã chuyển hướng đầu tư các nhà máy mới phục vụ các khách hàng tại 2 thị trường này, đặc biệt là Nhật Bản khi Việt Nam đang vươn lên vị trí đứng đầu Đông Nam Á về xuất khẩu bao bì nhựa vào quốc gia Đông Bắc Á này. Quy mô nhập khẩu bao bì nhựa vào thị trường Nhật khoảng 560.000 tấn/năm, con số này tại thị trường Mỹ là 790.000 tấn/năm.

Biểu đồ 19

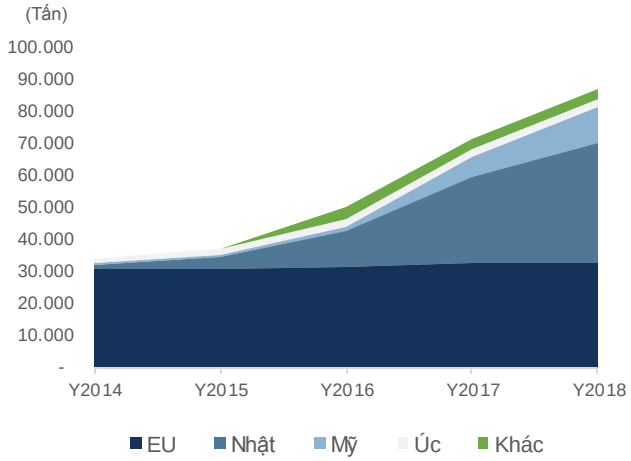
Các thị trường nhập khẩu túi nhựa từ Việt Nam 2012-2016



Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Biểu đồ 20

Sản lượng bao bì xuất khẩu của AAA 2016-2018(F)



Nguồn: AAA, FPTS Research

Trong chiến lược phát triển, AAA sẽ vẫn duy trì tăng trưởng đối với thị trường EU, tuy nhiên tỷ trọng đóng góp trong tổng doanh thu của khu vực này sẽ giảm, nhường chỗ cho sự gia tăng mạnh mẽ doanh số từ Nhật Bản và Mỹ (đặc biệt là Nhật Bản).

Để đáp ứng các yêu cầu khắt khe về chất lượng của các thị trường phát triển, nhà xưởng, máy móc của AAA cũng cần đầu tư tương xứng để các sản phẩm bao bì đầu ra đạt chuẩn xuất khẩu. Hiện tại, AAA đã đạt các chứng chỉ về kiểm định chất lượng như ISO 9001:2008 về quản lý chất lượng, ISO 14001:2004 về hệ thống môi trường, tiêu chuẩn BRC do Intertek về an toàn chất lượng, chứng chỉ Vincotte Túi tự hủy tuân theo tiêu chuẩn Châu Âu do Vincotte cấp. Ngoài ra AAA đã áp dụng thành công chương trình nâng cao kỹ năng quản lý do tập đoàn IMPAC Hoa Kỳ tư vấn thực hiện.

1.2.1 Thị trường EU

Là thị trường xuất khẩu truyền thống của AAA, khu vực EU sẽ vẫn nắm vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của AAA trong các năm tới, tuy nhiên tỷ trọng từ khu vực này sẽ giảm dần và nhường chỗ cho sự gia tăng đến từ Nhật Bản và Mỹ từ năm 2017.

Trong những năm gần đây, thị trường EU có chính sách hạn chế sử dụng bao bì không thân thiện với môi trường, chính sách này sẽ ảnh hưởng tới việc xuất khẩu bao bì nhựa truyền thống vào EU. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chính sách kể trên sẽ ảnh hưởng không quá lớn tới AAA do hai lý do:

(i) AAA có các dòng túi nhựa sinh học tự hủy xuất khẩu sang EU, đây là dòng sản phẩm bao bì nhựa đang được khuyến khích tại khu vực này. Túi nhựa tự hủy sinh học có giá bán cao gấp 2,5 lần bao bì nhựa thông thường, tuy vậy lượng tiêu thụ trên thế giới chưa nhiều và thường dành cho các thị trường có mức sống cao.

(ii) Nhựa tự hủy sinh học tuy là xu hướng chung của ngành nhựa trong tương lai, tuy nhiên mới chỉ chiếm 1% trong tổng sản lượng nhựa toàn cầu và được dự báo sẽ tăng lên 4% tới năm 2019 và 40%

vào năm 2030. Vì vậy, sự chuyển dịch sang sử dụng bao bì nhựa sinh học tại EU chưa thể diễn ra nhanh chóng trong những năm tới.

Bảng 1

Nhóm các quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào thị trường EU 2012-2016

(Đơn vị: tấn)	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	CAGR
Nhóm quốc gia châu Âu						
Đức	423,838	414,406	404,376	340,446	294,879	-9%
Ba Lan	126,188	139,080	146,012	156,813	201,027	12%
Italia	133,426	145,623	142,358	153,944	189,029	9%
Hà Lan	67,801	82,758	87,983	90,163	121,357	16%
Pháp	75,219	80,300	118,521	84,129	82,525	2%
Khác	520,327	560,642	577,021	588,131	639,806	5%
Tổng nhóm	**1,346,799**	**1,422,808**	**1,476,270**	**1,413,627**	**1,528,623**	**3%**
Tỷ trọng nhóm	**68%**	**67%**	**68%**	**68%**	**69%**	
Nhóm quốc gia châu Á						
Trung Quốc	222,564	242,690	242,867	236,078	248,057	3%
Việt Nam	**132,190**	**147,287**	**160,924**	**172,364**	**182,993**	**8%**
Malaysia	129,520	131,720	117,784	99,348	83,219	-10%
Thái Lan	37,419	42,042	49,807	42,133	43,138	4%
Ấn Độ	39,469	34,213	37,512	41,396	44,299	3%
Indonesia	17,518	10,358	10,847	9,424	11,045	-11%
Khác	18,862	32,744	36,247	27,236	35,903	17%
Tổng nhóm	**597,542**	**641,055**	**655,988**	**627,979**	**648,654**	**2%**
Tỷ trọng nhóm	**30%**	**30%**	**30%**	**30%**	**29%**	
Quốc gia khác	46,286	45,838	44,329	38,103	38,853	-4%
Tổng cộng	**1,990,627**	**2,109,702**	**2,176,588**	**2,079,708**	**2,216,130**	**3%**

Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Số liệu thống kê cho thấy, khu vực EU hiện nhập khẩu 70% bao bì nhựa từ các quốc gia nội khối, 30% còn lại tới từ khu vực châu Á, trong đó đứng đầu về xuất khẩu sang EU là Trung Quốc và Việt Nam. Với CAGR=8%/năm, Việt Nam hiện là quốc gia có sản lượng xuất khẩu vào thị trường EU tăng trưởng tốt nhất và xu hướng này được dự báo sẽ tiếp tục diễn ra trong các năm tới.

Quy mô nhập khẩu bao bì nhựa từ nhóm các quốc gia ngoài khối EU vào khoảng 650.000 tấn/năm, tương đương quy mô nhập khẩu vào thị trường Mỹ và Nhật Bản. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng sản lượng nhập khẩu vào thị trường EU không cao so với hai thị trường còn lại, điều này phù hợp với chiến lược chuyển hướng của AAA từ thị trường EU truyền thống sang Nhật Bản và Mỹ.

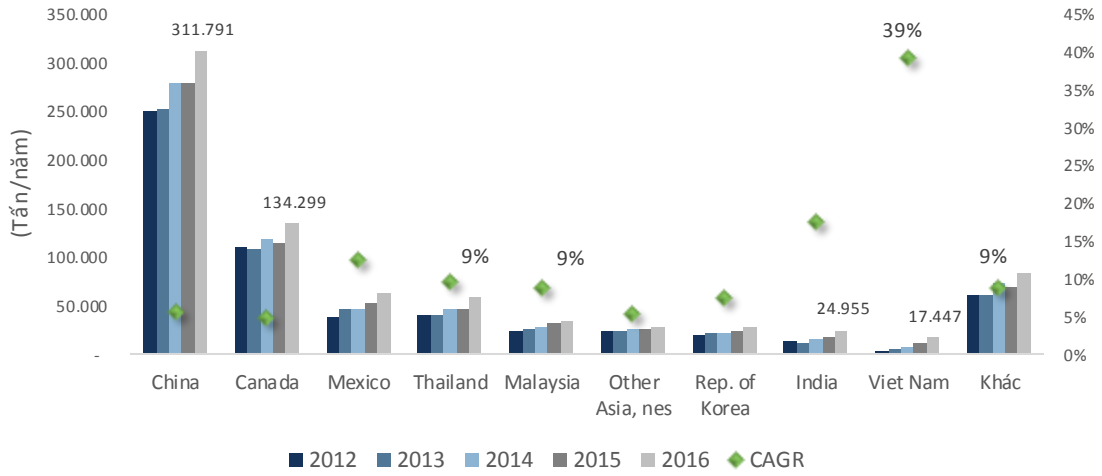
1.2.2 Thị trường Mỹ

Mỹ vẫn tiếp tục kéo dài việc áp thuế chống trợ cấp và thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm túi, bao bì nhựa PE nhập khẩu từ Việt Nam (cùng với các quốc gia châu Á trong đó có Trung Quốc, Indonesia, Malaysia, Đài Loan và Thái Lan… cũng chịu các mức thuế phạt thêm 5 năm nữa). Mỹ đã bắt đầu chương trình hạn chế này từ năm 2010 và tiếp tục gia hạn sau thời kỳ 5 năm lần đầu tiên kết thúc.

Chúng tôi đánh giá việc Mỹ tiếp tục duy trì áp thuế như trên sẽ không tác động đột biến đối với xuất khẩu bao bì nhựa của Việt Nam do việc này đã diễn ra trong suốt 5 năm qua.

Biểu đồ 21

Nhập khẩu túi nhựa vào thị trường Mỹ 2012-2016



Nguồn: Comtrade.un.org, FPTS Research

Dữ liệu bảng tính cho thấy, sản lượng bao bì nhựa nhập khẩu từ các quốc gia châu Á vào thị trường Mỹ vẫn tăng trưởng bình quân 8%/năm, ngang bằng với mức tổng nhập khẩu bao bì nhựa vào Mỹ trong suốt giai đoạn 2012-2016. Điều này được lý giải do thị trường Mỹ vẫn đang phụ thuộc rất nhiều vào bao bì nhựa nhập khẩu từ châu Á (luôn duy trì tỷ trọng 64%-65% trong tổng lượng bao bì nhựa nhập khẩu vào Mỹ).

Bảng 2

Nhóm các quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào thị trường Mỹ 2012-2016

(Đơn vị: tấn)	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	CAGR
Nhóm quốc gia châu Á						
Trung Quốc	249.550	253.367	279.939	279.342	311.791	6%
Thái Lan	40.566	40.856	47.201	46.327	58.298	9%
Malaysia	25.061	25.906	27.790	33.419	35.144	9%
Đài Loan	23.891	23.747	27.209	27.279	29.355	5%
Hàn Quốc	20.811	21.960	23.039	23.623	27.839	8%
Ấn Độ	13.096	11.182	15.457	18.820	24.955	17%
Việt Nam	**4.640**	**5.176**	**7.642**	**11.430**	**17.447**	**39%**
Tổng nhóm	**377.616**	**382.194**	**428.276**	**440.241**	**504.830**	**8%**
Tỷ trọng nhóm	**64%**	**64%**	**64%**	**65%**	**64%**	
Nhóm các quốc gia châu Bắc-Trung Mỹ						
Canada	111.280	109.096	119.778	113.966	134.299	5%
Mexico	39.025	47.208	47.774	53.734	62.479	12%
Tổng nhóm	**150.304**	**156.305**	**167.551**	**167.699**	**196.778**	**7%**
Tỷ trọng nhóm	**26%**	**26%**	**25%**	**25%**	**25%**	
Quốc gia khác	60.410	60.948	72.931	70.455	84.973	9%
Tổng cộng	**588.330**	**599.446**	**668.759**	**678.394**	**786.581**	**8%**

Nguồn: Comtrade.un.org, FPTS Research

Trong nhóm các quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào Mỹ, Việt Nam hiện là quốc gia có tốc độ tăng trưởng bình quân năm cao nhất (CAGR=39%/năm), theo sau là Ấn Độ và một số quốc gia Đông Nam Á khác như Thái Lan, Malaysia cũng có mức CAGR tương đối cao hơn mặt bằng chung. Việc

Mỹ áp thuế CBPG đối với bao bì PE nhập khẩu từ châu Á không ảnh hưởng nhiều tới thị phần xuất khẩu của các doanh nghiệp châu Á vào thị trường này.

Túi dây rút (Drawstring)

KHÔNG chịu thuế CBPG tại thị trường Mỹ

Túi T-shirt

Chịu thuế CBPG tại thị trường Mỹ

Đối với sản phẩm bao bì nhựa cụ thể, thông tin Mỹ vẫn tiếp tục áp thuế chống bán phá giá với bao bì nhựa PE được xem là ít ảnh hưởng tới sản phẩm của AAA trong tương lai gần do hiện tại sản phẩm xuất khẩu sang thị trường Mỹ của AAA là túi nhựa bao bì có dây rút (Drawstring) trong khi Mỹ áp thuế chủ yếu đối với dạng túi nhựa T-shirt.

1.2.3 Thị trường Nhật

Thị trường Nhật được AAA tập trung đẩy mạnh từ năm 2017. Việc AAA đẩy mạnh thị trường Nhật do dữ liệu nhập khẩu bao bì vào Nhật trong giai đoạn từ 2012-2016 cho thấy khối lượng và giá trị xuất khẩu bao bì nhựa sang Nhật đang dần chuyển dịch từ phía Trung Quốc sang các quốc gia Đông Nam Á, đặc biệt là Việt Nam. Thị trường Nhật có mức tiêu thụ chất dẻo bình quân đầu người ở mức cao, cao gấp 2,4 lần so với mức trung bình thế giới, bao bì nhựa chất lượng cao là một trong số những mặt hàng nhựa được sử dụng nhiều nhất tại quốc gia Đông Bắc Á này.

Bảng 3

Nhóm các quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào thị trường Nhật Bản 2012-2016

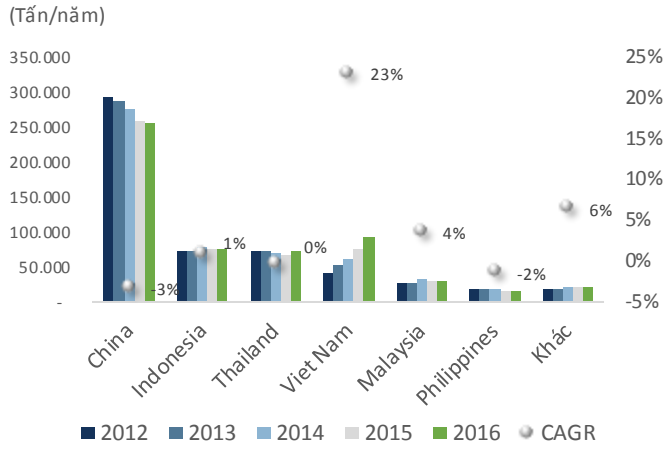
(Đơn vị: tấn)	Y2012	Y2013	Y2014	Y2015	Y2016	CAGR
Trung Quốc	292.480	285.165	275.610	257.143	255.179	-3%
Nhóm quốc gia Đông Nam Á						
Indonesia	71.043	72.007	76.217	74.469	73.552	1%
Thái Lan	71.918	71.507	69.813	67.405	70.745	0%
Việt Nam	**40.212**	**52.016**	**59.988**	**75.995**	**92.008**	**23%**
Malaysia	26.337	27.074	31.223	28.596	30.277	4%
Philippines	16.704	16.464	16.879	15.258	15.704	-2%
Campuchia	368	464	965	1.409	1.400	0%
Myanmar	-	24	788	1.968	1.783	0%
Singapore	998	144	135	120	131	0%
Tổng nhóm	**227.581**	**239.700**	**256.008**	**265.220**	**285.600**	**6%**
Tỷ trọng nhóm	**43%**	**44%**	**47%**	**49%**	**51%**	
Quốc gia khác	15.303	16.821	18.812	16.927	17.987	4%
Tổng cộng	**535.364**	**541.686**	**550.429**	**539.290**	**558.766**	**1%**

Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Với chi phí sản xuất rẻ hơn tương đối so với các quốc gia trong khu vực, các doanh nghiệp nhựa Việt Nam nói chung và bao bì nhựa nói riêng đã trở thành đối tác quan trọng của Nhật Bản. Hiệp định Đối tác Kinh tế Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA) cũng được xem là chất xúc tác quan trọng cho sản phẩm nhựa của Việt Nam gia nhập thị trường khó tính này. Theo Tổng cục hải quan, trong giai đoạn 2010-2015, Nhật Bản luôn duy trì vị trí số 1 trong số các thị trường xuất khẩu sản phẩm nhựa của Việt Nam, chiếm bình quân 22% trong tổng giá trị xuất khẩu ngành nhựa (nhựa bao bì chiếm 40% tổng giá trị xuất khẩu ngành nhựa trong năm 2016).

Biểu đồ 22

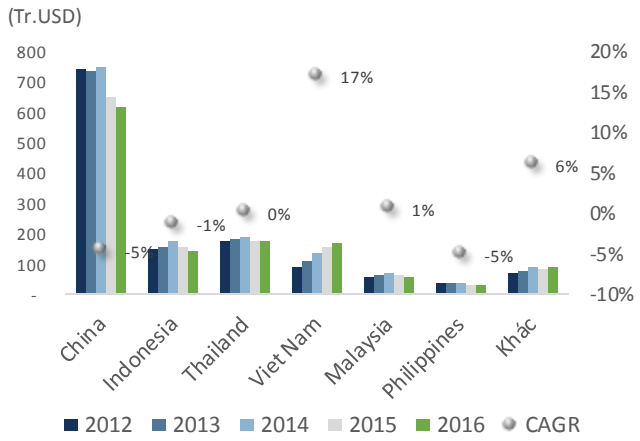
Xuất khẩu bao bì nhựa vào Nhật Bản 2012-2016 (Khối lượng)



Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Biểu đồ 23

Xuất khẩu bao bì nhựa vào Nhật Bản 2012-2016 (Giá trị)



Nguồn: Uncomtrade, FPTS Research

Sản lượng bao bì nhựa nhập khẩu vào thị trường Nhật Bản từ Trung Quốc trong giai đoạn 2012-2016 đã giảm 13%, trong khi đó nhập từ Việt Nam tăng 130%, Malaysia tăng 15%, Indonesia tăng nhẹ 4% và Thái Lan giảm nhẹ 2%. Rõ ràng các nhà nhập khẩu Nhật Bản đang dành sự ưu ái cho các nhà sản xuất bao bì nhựa từ Đông Nam Á, trong đó đáng chú ý nhất là Việt Nam. Tính đến năm 2016, Việt Nam hiện là quốc gia xuất khẩu bao bì nhựa vào thị trường Nhật lớn nhất trong khu vực Đông Nam Á (từ vị trí số 3 vào năm 2014).

1.2.4 Thị trường trong nước

Đối với thị trường trong nước (chỉ khoảng 5% doanh thu), AAA thực hiện chào bán túi tự hủy do sản phẩm này không bị áp thuế bảo vệ môi trường. Bên cạnh đó, sau khi NM9 đi vào hoạt động, AAA sẽ cung ứng màng phức cho ngành thực phẩm, tham gia thị trường cùng Bao bì nhựa Tân Tiến (TTP – doanh nghiệp đứng đầu trong lĩnh vực này tại thị trường trong nước), Bao bì nhựa Rạng Đông (RDP), Bao bì nhựa Sài gòn (SPP).

Với mảng sản xuất màng phức, AAA dự kiến liên doanh cùng đối tác Nhật Bản với kinh nghiệm sản xuất cũng như tư vấn công nghệ tiên tiến (do sản xuất màng phức yêu cầu vốn đầu tư cao, công nghệ hiện đại và quy trình sản xuất phức tạp hơn bao bì thông thường). Đây cũng là hướng đi của các doanh nghiệp sản xuất bao bì màng phức trong nước hiện nay như RDP (đối tác Nhật Bản tại nhà máy Long An) hay TTP (chủ sở hữu là một tập đoàn bao bì Hàn Quốc). Bên cạnh đó, việc liên doanh sản xuất cùng đối tác Nhật Bản cũng sẽ mở ra cơ hội để AAA tiếp cận thị trường màng phức hợp tại quốc gia Đông Bắc Á này khi nhu cầu tiêu thụ cũng như yêu cầu chất lượng dòng sản phẩm này tại đây tương đối cao.

1.3 Khách hàng

1.3.1 Những khách hàng lớn của AAA

Các khách hàng tại nước ngoài của AAA chủ yếu là các khách hàng lớn, có mối quan hệ hợp tác lâu năm và tính ổn định cao. Nhu cầu về bao bì nhựa của các khách hàng này tương đối lớn và đa dạng, AAA hiện vẫn chưa khai thác được hết tiềm năng của các dòng sản phẩm mà khách hàng có nhu cầu. Theo chia sẻ từ phía ban lãnh đạo, AAA hiện chưa cần tìm kiếm thêm nhiều khách hàng mới mà tập trung khai thác hết các dòng sản phẩm mà đối tác có nhu cầu, việc tăng công suất các nhà máy cũng dựa trên những khách hàng sẵn có này, điều này đảm bảo tiêu thụ đầu ra của AAA sẽ tăng trưởng khá ổn định và có tính đảm bảo cao.

Một số khách hàng lớn, truyền thống của AAA là những nhà sản xuất, thương mại bao bì nhựa lớn tại các thị trường châu Âu, Nhật Bản như:

Khách hàng	Quốc gia	Hoạt động kinh doanh
COMCOPLAST	Đức	Túi, bao tải nhựa, màng bọc nhựa…
EVENPLAST S.A.S	Pháp	Túi shopping, túi rác, túi thực phẩm…
KOMPOL SP. Z O.O	Ba Lan	Túi shopping, găng tay nhựa, màng bọc thực phẩm, túi cuộn các loại…
ARDALE INTERNATIONAL LTD	Anh	Túi sinh học, túi rút dây, túi có mùi thơm…
HANWA CO., LTD., OSAKA	Nhật Bản	Hanwa food - Mảng sản xuất thực phẩm
ITOCHU CORPORATION	Nhật Bản	Mảng sản xuất thực phẩm (thương hiệu Dole…), bán lẻ (Family Mart…), phân phối…
MOROFUJI IN	Nhật Bản	Platom Co., Ltd: mảng sản xuất các sản phẩm nhựa PE, PP.
SOJITZ PLA-NET CORPORATION	Nhật Bản	Nguyên liệu nhựa, bao bì nhựa…
TAILORED PACKAGING	Australia	Túi, màng nhựa các loại: túi rác, thực phẩm, đóng gói, bao bì…

Nguồn: AAA, FPTS Research

Theo thống kê từ phía công ty, các khách hàng đã hợp tác trên 3 năm chiếm tới 80% doanh thu hiện tại của AAA, 20% còn lại thuộc về các khách hàng mới, trong đó có các đối tác từ Nhật Bản – thị trường mà AAA mới chú trọng và đẩy mạnh từ 2017. Các khách hàng của AAA chủ yếu là các công ty thương mại bao bì nhựa, những nhà phân phối hoặc những doanh nghiệp sản xuất bao bì nhựa quy mô lớn, đặt hàng AAA sản xuất bao bì theo thiết kế và yêu cầu có sẵn.

Trong năm 2016, 3 khách hàng lớn nhất của AAA là Comcoplast – CCP (Đức), Evenplast S.A.S – EVP (Pháp) và Kompol SP.Z O.O – KPP (Ba Lan), doanh số bán hàng cho các đối tác này trong năm 2016 khoảng 340 tỷ đồng, chiếm 20% tổng doanh thu bao bì nhựa của AAA trong năm 2016. Qua đó có thể thấy, AAA không bị quá phụ thuộc doanh số vào một khách hàng cụ thể, việc đa dạng hóa khách hàng tại các thị trường trọng điểm sẽ giúp AAA tránh được rủi ro kinh doanh khi một khách hàng lớn nào gặp vấn đề.

Các khách hàng chính của AAA tại các thị trường châu Âu, Nhật Bản hay Úc đều là các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực nhựa bao bì hoặc có các mảng hoạt động mà nhựa bao bì là một đầu vào của quá trình sản xuất như ngành hàng thực phẩm, bán lẻ, phân phối… Những đối tác nước ngoài hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa đặt hàng AAA với thiết kế và in ấn nhãn hàng theo yêu cầu sau đó xuất khẩu sang nước sở tại như một hình thức thuê ngoài sản xuất. Đây cũng là xu hướng chung của các nhà sản xuất nước ngoài khi chuyển dần việc sản xuất sản phẩm qua các quốc gia như Trung Quốc hay Đông Nam Á, sau đó xuất ngược lại về quốc gia tiêu thụ. Tuy nhiên, để trở thành đối tác của các doanh nghiệp nước ngoài này, các doanh nghiệp nhựa Việt Nam nói chung và AAA nói riêng phải đầu tư xây dựng nhà máy, trang thiết bị đạt quy chuẩn của các đối tác tại các thị trường khó tính kể trên.

1.3.2 Lợi thế về vận chuyển

Tất cả các nhà máy sản xuất bao bì của AAA đều nằm tại Hải Dương, cách khu vực cảng Hải Phòng khoảng 50km. Bên cạnh đó, AAA có sẵn đội vận tải bằng xe container lớn (trong tương lai sẽ do công ty con cấp 2 – An Tín Logistics phụ trách), điều này giúp chi phí vận chuyển thành phẩm đi xuất khẩu và nhập nguyên liệu từ nước ngoài về của AAA được tiết kiệm đáng kể. Công ty nằm giữa tam giác kinh tế Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh, vị trí thuận lợi là một trong những điểm mạnh của Công ty so với các đối thủ cạnh tranh khác.

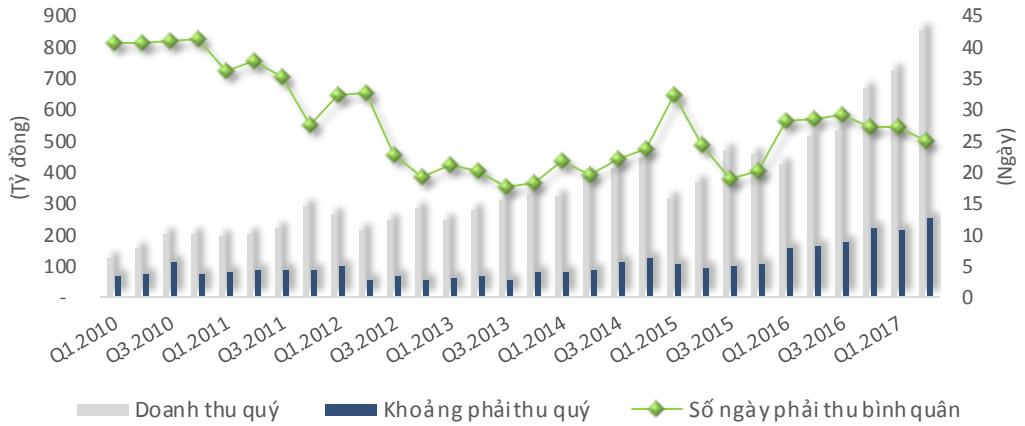
1.3.3 Chính sách bán hàng

Do đặc điểm khách hàng phần lớn là các nhà phân phối nước ngoài, AAA thường tham gia các hội chợ bán hàng quốc tế như: Hội chợ Interpack tại Đức, Hội chợ bao bì ngành nhựa tại Thái Lan, Hội chợ tại Úc, Nam Phi, Mỹ… và nhiều hội chợ khác tại TP.Hồ Chí Minh, Hà Nội.

Chính sách công nợ khách hàng

Biểu đồ 24

Khoản phải thu Khách hàng 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Với chính sách thu hồi công nợ khách hàng, hiện AAA đang quay vòng khoản phải thu khá nhanh, bình quân 8 quý gần nhất khoảng 25,5 ngày. Số ngày phải thu ổn định do các khách hàng của AAA chủ yếu là các đối tác lâu năm, truyền thống, việc thu hồi công nợ diễn ra đều đặn. Bên cạnh đó, AAA gần như không có nợ xấu từ khách hàng, khi khoản mục trích lập dự phòng khoản phải thu khó đòi trong suốt giai đoạn 2007-2016 chỉ khoảng 1 tỷ đồng so với tổng doanh số 9.800 tỷ đồng trong cả giai đoạn.

Giai đoạn Q1/2015, khi giá dầu sụt giảm sâu xuống dưới 50$/thùng với tốc độc sụt giảm mạnh, AAA đã buộc phải điều chỉnh giá bán thành phẩm giảm theo đồng thời nới lỏng các chính sách công nợ nhằm hỗ trợ cũng như giữ chân khách hàng (do khi giá dầu sụt giảm mạnh khiến giá nguyên liệu trên thị trường nhựa giảm mạnh trong thời gian ngắn, các khách hàng có thể hủy hợp đồng và chịu bồi thường nhưng vẫn sẽ có lợi hơn việc thực hiện hợp đồng mua hàng với giá sản phẩm được thỏa thuận tại thời điểm giá dầu ở mức cao). Giai đoạn Q1/2015, doanh thu sụt giảm, khoản phải thu gia tăng khiến số ngày phải thu tăng vọt trong giai đoạn này.

Sau giai đoạn biến động mạnh từ giá dầu và giá nguyên liệu nhựa vào đầu năm 2015, AAA đã ký kết các thỏa thuận với nhà cung cấp và khách hàng về việc điều chỉnh giá bán trong khung dao động +/-5% khi giá nguyên liệu thay đổi theo diễn biến giá dầu thế giới. Điều này sẽ giúp AAA tránh được những lần điều chỉnh giá bán đột biến cũng như ổn định hơn về biên lãi gộp do giá bán đầu ra được điều chỉnh tương đối so với giá nguyên liệu đầu vào.

Chính sách thanh toán

Các khách hàng của AAA thường duy trì mức đặt cọc tiền hàng 30% giá trị đơn hàng và theo hình thức "gối đầu", hoặc mở L/C tại ngân hàng, điều này giảm rủi ro trong quá trình nhận tiền thanh toán các đơn hàng của AAA từ các đối tác nước ngoài.

1.4 Đối thủ cạnh tranh

1.4.1 Dòng sản phẩm bao bì nhựa

Với sản lượng tiêu thụ gia tăng sau khi đưa thêm NM6-NM7 vào hoạt động, AAA được dự báo sẽ vượt đối thủ cạnh lớn nhất trong khu vực là TPBI – một công ty sản xuất bao bì nhựa khá tương đồng với AAA tại Thái Lan. TPBI hiện có công suất thiết kế cho mảng bao bì nhựa là 64.000 tấn/năm và 9.000 tấn/năm đối với màng phức *(Nguồn: TPBI)*. Cuối năm 2017, công suất thiết kế cho mảng bao bì nhựa của AAA sẽ đạt 95.000 tấn/năm và chính thức vượt qua TPBI để trở thành nhà sản xuất bao bì nhựa mềm lớn nhất Đông Nam Á, gia tăng vị thế xuất khẩu sang các thị trường Nhật Bản, Mỹ, EU…

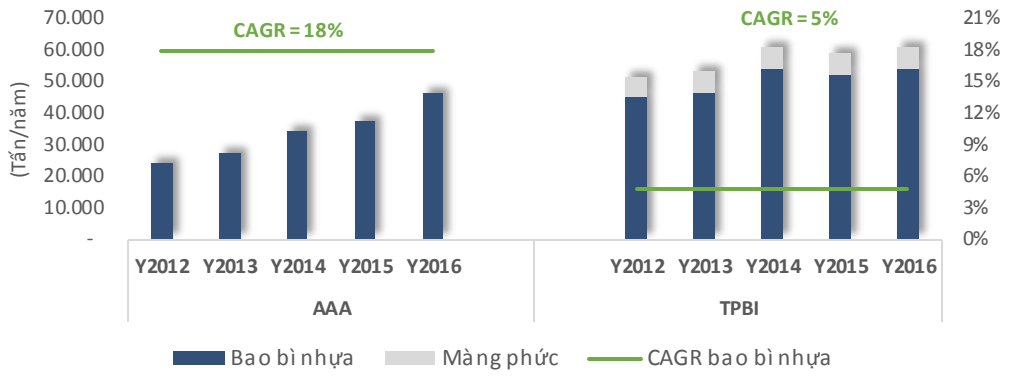
Các dòng sản phẩm của AAA và TPBI khá tương đồng, sản phẩm của TPBI hiện có thêm màng phức và bát, chén, đĩa nhựa. Hiện tại AAA chỉ cạnh tranh với TPBI tại mảng bao bì nhựa, trong tương lai, sau khi xây dựng NM9, AAA sẽ triển khai sản xuất màng phức, khi đó khả năng cạnh tranh và chiếm lĩnh hoàn toàn thị trường bao bì nhựa và màng phức trong khu vực là hoàn toàn khả thi.

Trước đó vào năm 2015, TPBI từng có kế hoạch mua chi phối cổ phần AAA để tránh cạnh tranh trong tương lai, tuy nhiên thương vụ này không thành công và trong tương lai gần, AAA sẽ sớm vượt mặt TPBI.

Đối thủ cạnh tranh TPBI phía Thái Lan đang cho thấy sự chững lại trong tăng trưởng mảng bao bì nhựa khi sản lượng bao bì nhựa tiêu thụ chỉ tăng trưởng bình quân 5%/năm trong giai đoạn 2012-2016, con số này của AAA là 18%/năm.

Biểu đồ 25

Sản lượng bao bì tiêu thụ 2012-2016



Nguồn: FPTS Research

Tiêu chí so sánh	AAA	TPBI
Quốc gia	Việt Nam	Thái Lan
Số năm hoạt động	12 năm	31 năm
Sản phẩm kinh doanh	Bao bì nhựa, nguyên liệu nhựa	Bao bì nhựa, màng phức, bát đĩa nhựa nguyên liệu nhựa
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2016		
Bao bì nhựa	**78,3%**	**64,4%**
Túi rác		*25,3%*
Túi nhựa T-shirt, vest carriers		*39,1%*
Màng phức (Multilayer Blow nFilm)	0,0%	7,5%
Bao bì linh hoạt (Flexible Packaging)	0,0%	16,2%
Khác	21,7%	25,3%
Cơ cấu doanh thu theo thị trường 2016		
Xuất khẩu	**95%**	**63%**
Châu Úc	4%	26%
Nhật	20%	9%
Châu Âu	60%	11%
Mỹ	3%	14%
Khác	8%	3%
Nội địa	**5%**	**37%**
Công suất sản xuất		
Công suất thiết kế 2016 (tấn/năm)	49.400	73.000
Bao bì nhựa	*49.400*	*64.000*
Màng phức	-	*9.000*
Sản lượng tiêu thụ 2016 (tấn)	46.300	61.690
Bao bì nhựa	*46.300*	*54.400*
Màng phức	-	*7.290*
% Công suất thiết kế	94%	85%
Bao bì nhựa	*94%*	*85%*
Màng phức	-	*81%*
Tình hình tài chính		
Vốn chủ sở hữu (USD)	42.433.427	76.412.319
Quy mô Tổng tài sản (USD)	136.782.932	108.549.737
Doanh thu 2016 (USD)	95.278.658	138.812.049
Lợi nhuận gộp 2016 (USD)	13.646.018	19.796.277
Biên LN gộp 2016	14,3%	14,3%
Lợi nhuận ròng 2016 (USD)	7.404.301	8.552.400
Biên LN ròng 2016	7,8%	6,2%

1.4.2 Dòng sản phẩm phụ gia nhựa - Filler Masterbatch (Calbest)

Với dòng sản phẩm Calbest, HII sẽ phải cạnh tranh với các doanh nghiệp trong nước như Nhựa Châu Âu hay Nhựa Pha Lê (mã chứng khoán PLP). Trong đó, Nhựa Châu Âu đã có kinh nghiệm gần 10 năm trong lĩnh vực sản xuất hạt phụ gia nhựa Filler Masterbatch với công suất 10.000 tấn/tháng và phần lớn được tiêu thụ tại thị trường trong nước.

Nhựa Pha Lê, được thành lập từ năm 2008, tuy nhiên hoạt động kinh doanh chính trước đây là khai thác và chế biến các sản phẩm đá $CaCO_3$, từ năm 2016, nhựa Pha Lê chính thức đưa vào dây chuyền sản xuất hạt Filler Masterbatch. Nhựa Pha Lê đang triển khai dự án xây dựng nhà máy sản xuất Filler Masterbatch tại Hải Phòng, dự kiến công suất thiết kế sẽ đạt 8.000 tấn/tháng vào cuối năm 2017.

Đối với HII, nhà máy mới sản xuất bột đá CaCO3 siêu mịn và hạt Calbest (Filler Masterbatch) đã đi vào hoạt động trong năm 2017 với công suất thiết kế đạt 7.500 tấn/tháng và nâng lên 10.000 tấn/tháng vào năm 2018.

Như vậy, với việc đầu tư nhà xưởng, máy móc thiết bị, HII và PLP chính thức tham gia mạnh mẽ thị trường sản xuất hạt Filler Masterbatch từ năm 2017, với công suất thiết kế tương đương Nhựa châu Âu. Tuy nhiên, sự cạnh tranh trực tiếp với Nhựa châu Âu là không nhiều khi Nhựa châu Âu chủ yếu bán trong nước, trong khi thị trường xuất khẩu là đích nhắm đến của HII.

Tiêu chí so sánh	An Phát - Yên Bái (HII)	Nhựa Pha Lê (PLP)
Sản phẩm	Calbest, bột CaCO3, siêu mịn, thương mại nhựa nguyên sinh (đẩy mạnh phần thương mại từ 2017)	Calbest, bột CaCO3 siêu mịn
Địa lý	Yên Bái	Hải Phòng, Nghệ An
Khách hàng	80-90% xuất khẩu, AAA	Nội địa, xuất khẩu
Công suất nhà máy	Hạt Calbest: 120.000 tấn/năm (cuối năm 2016 đạt 40.000 tấn, nâng lên 90.000 tấn năm 2017 và 120.000 tấn cuối 2018) Bột đá CaCO3: nâng cấp nhà máy lên 72.000 tấn/năm trong năm 2017 và nâng lên 144.000 tấn/năm vào 2019	Hạt Calbest: 96.000 tấn/năm Bột đá CaCO3: 108.000 tấn/năm
Nguyên liệu		
Sở hữu mỏ đá	Không	Có
Bột CaCO3	Đẩy mạnh nhà máy sản xuất bột CaCO3 nhằm tự sản xuất bột CaCO3, giảm giá thành sản xuất hạt Calbest do tự chủ được việc sản xuất bột CaCO3. Tuy nhiên, do không sở hữu mỏ đá nên HII vẫn phải mua đá CaCO3.	Chi phí sản xuất bột CaCO3 của PLP nhiều khả năng sẽ thấp hơn HII do PLP sở hữu mỏ đá CaCO3
Nhựa nguyên sinh	Nhờ vào mối quan hệ mà AAA đã tạo dựng với các nhà cung cấp nhựa nguyên sinh lớn từ nước ngoài (Trung Đông, Singapore), HII có thể nhập khẩu nhựa nguyên sinh với lô lớn, giá nhập thấp hơn.	Chủ yếu mua lại của các công ty thương mại nhựa nguyên sinh trong nước, ví dụ nhưa Nhựa OPEC. Điều này khiến chi phí nhựa nguyên sinh của PLP có thể cao hơn HII
Đánh giá nguyên liệu: Giá nhựa nguyên sinh 1.100-1.200$/tấn với PE, PP và 800-1.000$/tấn với PVC, trong khi giá bột CaCO3 dao động 40-50$/tấn. Vì vậy, nhựa nguyên sinh là nguyên liệu có vai trò lớn hơn trong giá thành sản xuất hạt Calbest. Nếu PLP không tìm được đối tác nhập khẩu nhựa nguyên sinh trực tiếp từ nước ngoài, nhiều khả năng khả năng cạnh tranh về giá thành sản xuất Calbest sẽ kém hơn HII.		
Ưu đãi thuế TNDN		
Ưu đãi thuế TNDN	Không	Miễn thuế 04 năm, giảm 50% số thuế phải nộp trong 09 năm tiếp theo được tính liên tục từ năm đầu tiên doanh nghiệp có thu nhập chịu thuế (năm 2016)

2. LỢI NHUẬN GỘP

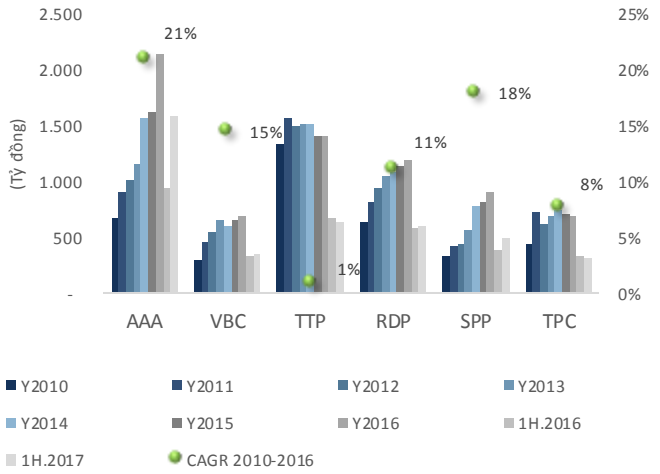
2.1 Tình hình chung về lợi nhuận gộp

Dẫn đầu về quy mô doanh thu và lợi nhuận gộp trong ngành

Dẫn đầu về quy mô doanh thu so với các doanh nghiệp nhựa bao bì trong nước, AAA cũng duy trì lợi nhuận gộp ở mức cao nhất trong ngành, khoảng cách so với phần còn lại ngày một gia tăng, đặc biệt trong nửa đầu năm 2017 (lợi nhuận gộp của AAA cao hơn bình quân 40% so với doanh nghiệp thứ 2 là TTP trong suốt giai đoạn 2010-2016, con số này trong 1H.2017 là 220%).

Biểu đồ 26

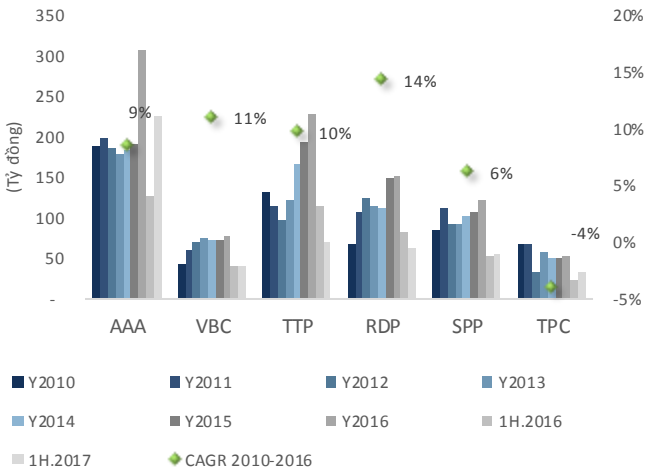
Doanh thu các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2016



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 27

Lợi nhuận gộp các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2016



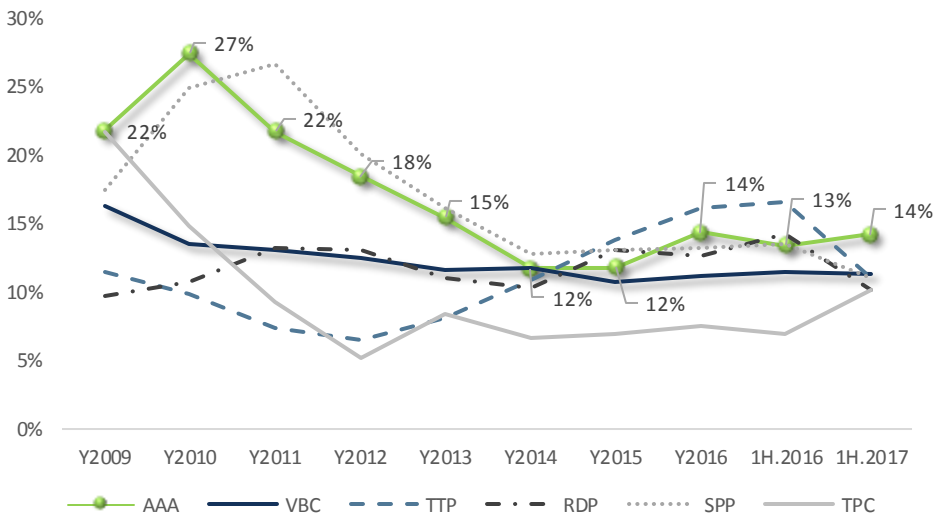
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Lợi nhuận gộp gia tăng mạnh mẽ trong năm 2017 là hệ quả từ việc đầu tư mở rộng quy mô mà AAA đã thực hiện từ năm 2015. Việc đưa NM6-NM7 đi vào hoạt động, quy mô doanh thu gia tăng đi kèm các dòng sản phẩm xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ có biên lãi gộp tốt hơn đã khiến lợi nhuận gộp 1H.2017 tăng 79%yoy.

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện từ năm 2016

Biểu đồ 28

Biên Lợi nhuận gộp 2010-2016



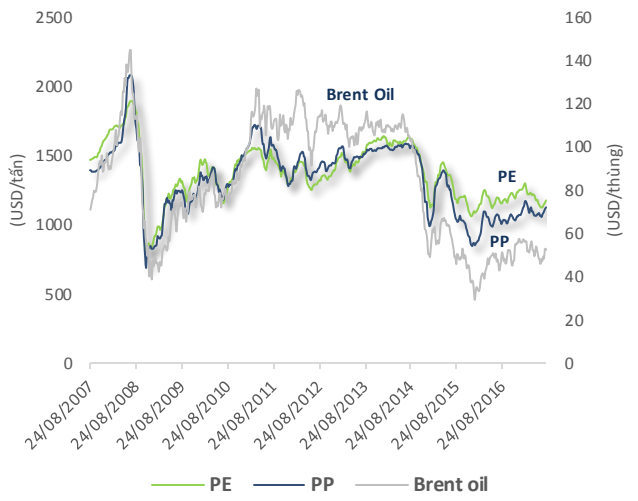
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biên lợi nhuận gộp của AAA luôn thuộc nhóm cao so với mặt bằng chung của nhóm ngành nhựa bao bì nói chung và đang có dấu hiệu cải thiện trong giai đoạn gần đây, vươn lên đứng đầu về biên lãi gộp trong nửa đầu năm 2017 nhờ những tác động tích cực từ diễn biến giá nguyên liệu đầu vào cũng như các dòng sản phẩm mới được đưa vào sản xuất có biên lãi gộp tốt hơn.

Biên lợi nhuận gộp chung của AAA giảm dần trong giai đoạn 2010-2015 một phần do tác động từ mảng thương mại nguyên liệu nhựa có biên lợi nhuận thấp và diễn biến giá nguyên liệu không thuận lợi.

Biểu đồ 29

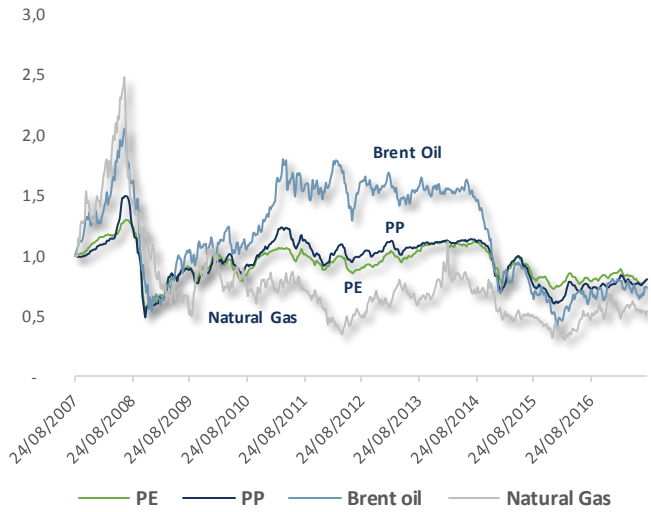
Diễn biến giá nguyên liệu nhựa PE, PP và dầu Brent 2007-2017



Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Biểu đồ 30

Tương quan giá nguyên nhiên liệu 10 năm (giá gốc T8.2007)



Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

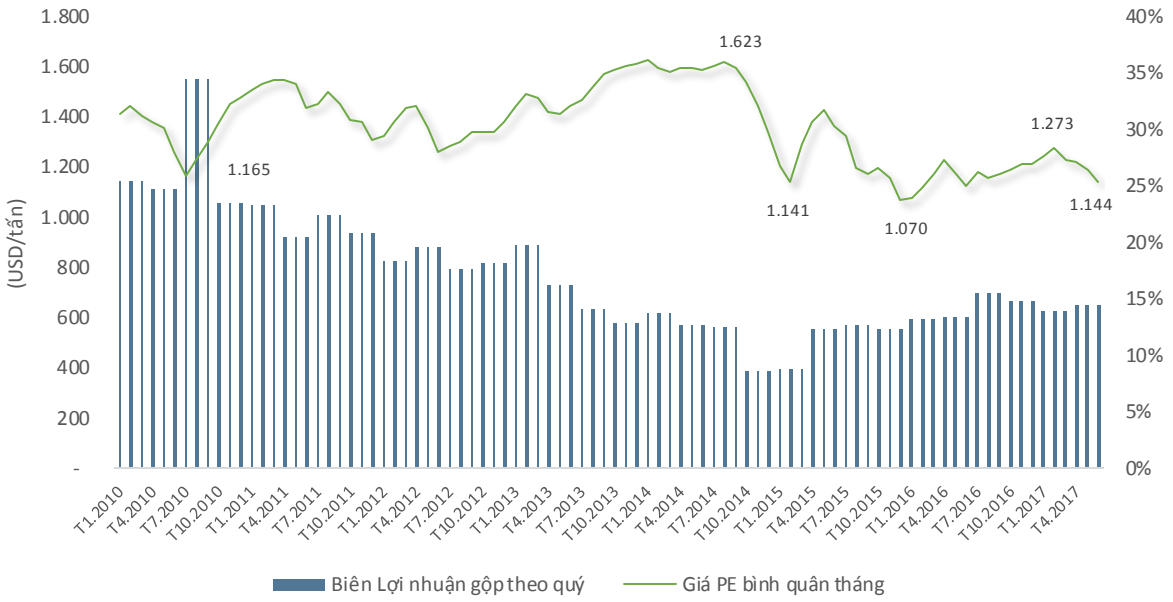
Giai đoạn 2009-2010: *AAA duy trì biên lãi gộp khá tốt trong thời kỳ này, khi giá nguyên liệu giữ xu hướng tăng đều qua các quý năm 2009-2010 theo sự hồi phục sau khủng hoảng kinh tế 2008, nhu cầu tăng cao sau khủng hoảng kết hợp giá bán đầu ra tăng theo xu hướng nguyên liệu đầu vào giúp AAA cải thiện biên lợi nhuận theo xu hướng giá lên.*

Giai đoạn 2011-2013: *giá nguyên liệu nhựa PE tương đối biến động trong khung giá 1.300-1.500/tấn, việc này gây khó khăn cho AAA trong việc dự báo và tích trữ nguyên liệu. Bên cạnh đó, tác động từ mảng thương mại nguyên liệu nhựa cũng kéo biên lợi nhuận gộp của AAA giảm về mức 15% vào năm 2013.*

Giai đoạn 2014-2015: *giá dầu thế giới sụt giảm nhanh chóng, đặc biệt từ nửa cuối 2014 kéo giá nguyên liệu PE giảm sâu, việc này ảnh hưởng nghiêm trọng tới hoạt động kinh doanh của AAA khi giá bán đầu ra sụt giảm nhanh hơn nguyên liệu đầu vào (do doanh nghiệp tích trữ trước nguyên liệu phục vụ cho sản xuất kinh doanh kỳ sau, trong xu hướng giá xuống của nguyên liệu, điều này sẽ tác động xấu tới biên lãi gộp). Đã có những thời điểm, AAA phải hạ giá mạnh để giữ các hợp đồng đã ký với các khách hàng nhập khẩu, biên lãi gộp tụt sâu xuống 12% vào trong giai đoạn 2014-2015.*

Biểu đồ 31

Giá nguyên liệu PE và Biên lợi nhuận gộp 2010-2017



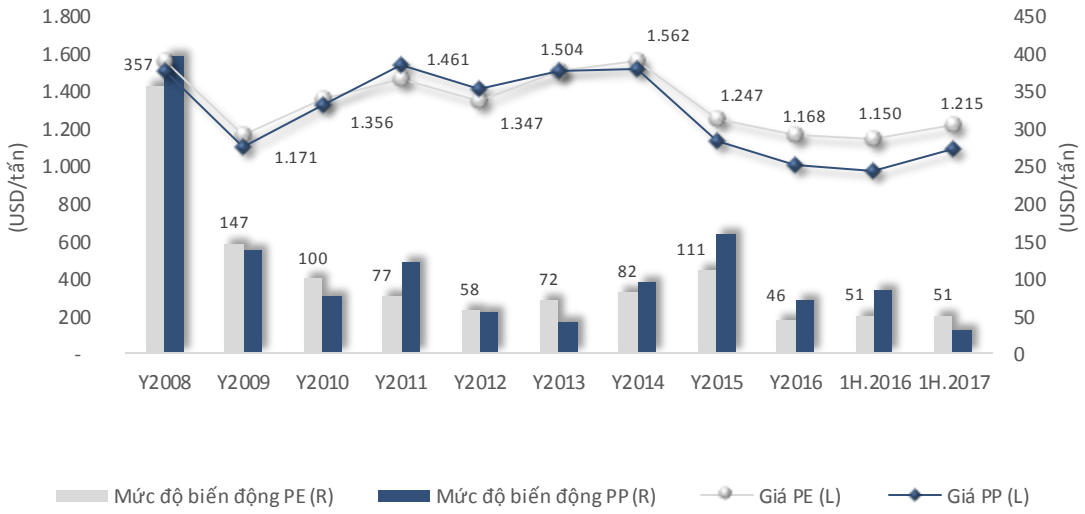
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biên lợi nhuận gộp của AAA được cải thiện đáng kể từ năm 2016 và dự báo sẽ tiếp diễn trong giai đoạn tới nhờ 3 yếu tố:

Giá nguyên liệu đầu vào ổn định: *dữ liệu cho thấy, giá nguyên liệu PE-PP từ 2016 tới nay ít biến động hơn so với giai đoạn trước. Việc giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục dao động trong khung 50-60$/thùng cùng với việc giá khí thiên nhiên duy trì ở mức thấp (do sản lượng vẫn gia tăng) sẽ giữ giá nguyên liệu PE-PP biến động trong biên độ hẹp hơn. Việc giá nguyên liệu ổn định hơn sẽ giúp doanh nghiệp thuận lợi hơn trong công tác dự báo và tích trữ nguyên liệu tồn kho qua đó ổn định chi phí sản xuất.*

Biểu đồ 32

Mức độ biến độ giá nguyên liệu PE-PP giai đoạn 2008-2017

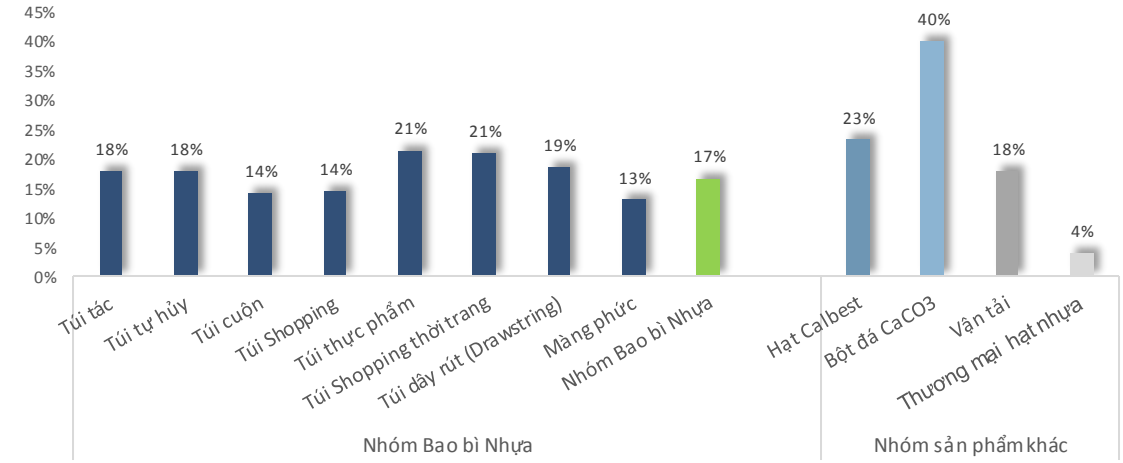


Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Dòng sản phẩm mới: *với việc đưa thêm NM6-NM7 vào hoạt động, một số dòng sản phẩm mới xuất khẩu sang Nhật Bản và Mỹ có biên lãi gộp tốt hơn các sản phẩm trước đây, ví dụ các dòng bao bì thực phẩm (22%), túi shopping thời trang (21%) hay dòng túi dây rút xuất khẩu sang Mỹ (19%). Bên cạnh đó, việc HII đẩy mạnh mảng sản xuất hạt Calbest và bột đá siêu min $CaCO_3$ từ năm 2017 bằng việc đầu tư thêm nhà máy, trang thiết bị cũng giúp cải thiện biên lãi gộp chung của AAA.*

Biểu đồ 33

Biên Lợi nhuận gộp một số dòng sản phẩm chính

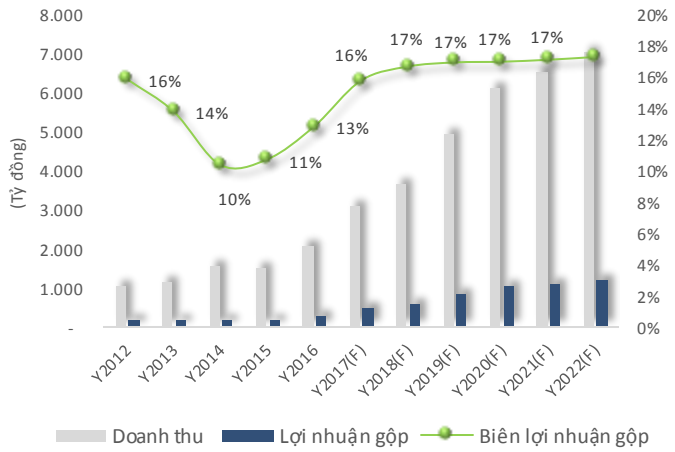


Nguồn: FPTS Research

Thỏa thuận với Nhà cung ứng và Khách hàng : *sau giai đoạn 2014-2015 chịu tác động mạnh từ việc giá nguyên liệu biến động thất thường, AAA đã tiến hành đàm phán các hợp đồng ngắn hạn chỉ khoảng 2 tháng với cả hai phía Khách hàng và Nhà cung ứng. Giá nhập nguyên liệu và giá bán sẽ được điều chỉnh trong biên độ +/-5% theo biến động thực tế của giá nguyên liệu đầu vào. Qua đó, biên lãi gộp được dự báo sẽ ổn định hơn dưới những biến động của nguyên liệu đầu vào.*

Biểu đồ 34

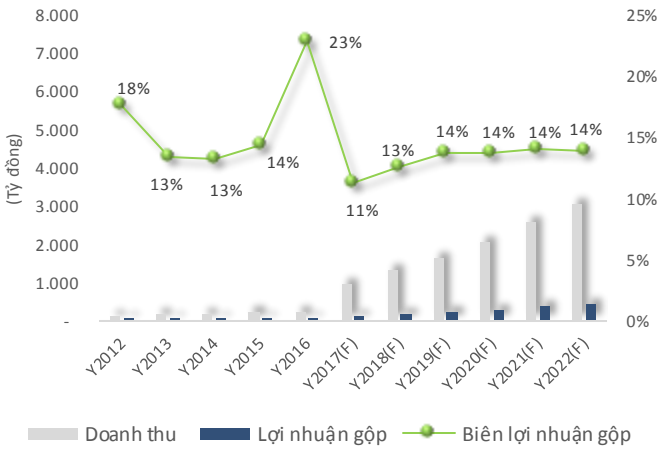
Lợi nhuận gộp – Công ty mẹ AAA 2012-2022(F)



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 35

Lợi nhuận gộp – Công ty con HII 2012-2022(F)

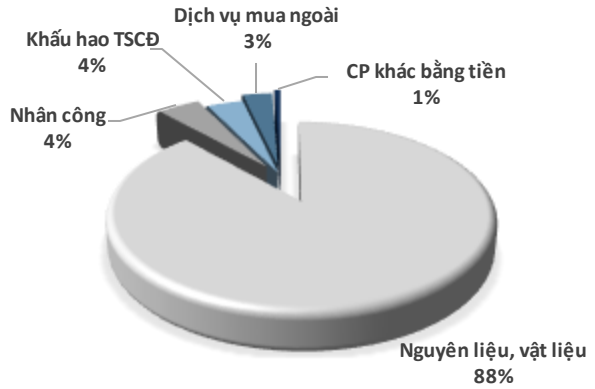


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biên lợi nhuận gộp của công ty mẹ AAA được dự báo sẽ được cải thiện trong các năm tới từ mức 13% năm 2016 lên mức 16%-18% nhờ sự ổn định của nguyên liệu đầu vào cũng như các dòng sản phẩm mới, đồng thời, mảng thương mại nguyên liệu nhựa cũng sẽ được đưa về công ty con An Thành triển khai. Biên lợi nhuận gộp tại HII sẽ duy trì ở mức 14%/năm khi mảng sản xuất hạt Calbest và $CaCO_3$ hoạt động ổn định.

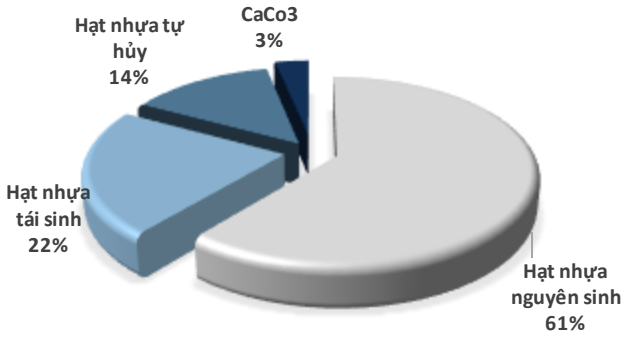
2.2 Cơ cấu chi phí theo yếu tố

Biểu đồ 36
Cơ cấu chí phí sản xuất 2016



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 37
Cơ cấu nguyên liệu chính 2016



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Trong cơ cấu chi phí sản xuất của AAA, chi phí nguyên vật liệu chiếm tới 88%, chi phí nhân công chỉ chiếm 4% và khấu hao TSCĐ là 4%. Đặc điểm chung của các doanh nghiệp ngành nhựa đều phụ thuộc rất nhiều vào nguyên liệu đầu vào, máy móc trang thiết bị và nhân công chiếm những tỷ trọng thấp hơn trong cơ cấu chi phí sản xuất. Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng chi phí khiến việc đưa thêm các nhà máy mới vào hoạt động trong năm 2017 sẽ không tác động quá lớn đến chi phí sản xuất của AAA.

Trong tổng chi phí nguyên vật liệu phục vụ sản xuất, hạt nhựa nguyên sinh chiếm tỷ trọng cao nhất (61%), theo sau là hạt nhựa tái sinh 22% (chi phí rẻ hơn gần 20% so với hạt nhựa nguyên sinh, hạt nhựa PE nguyên sinh có giá khoảng 1.200$/tấn thì hạt nhựa tái sinh chỉ dao động quanh mức 1.000$/tấn).

Túi nhựa tự hủy tuy chỉ chiếm 5,4% về sản lượng năm 2016 nhưng chiếm tới gần 14% chi phí nguyên liệu đầu vào do giá nguyên liệu nhựa tự hủy cao gấp 2,5 lần giá nguyên liệu nhựa PE thông thường, khoảng 3.000$/tấn. Hiện tại, trên thế giới nguồn cung về nguyên liệu nhựa tự hủy (nguồn gốc sinh học) còn hạn chế khiến giá của loại nguyên liệu này luôn ở mức cao hơn khá nhiều so với nguyên liệu nhựa chế xuất từ dầu mỏ, khí thiên nhiên hay than đá (những nguyên liệu hóa thạch).

Sau cùng là chất độn nhựa $CaCO_3$, đây là thành phần quan trọng giúp gia tăng độ bền lý hóa cho bao bì nhựa, đặc biệt là các loại túi rác (10%-12% trọng lượng là chất độn $CaCO_3$). Chi phí mua bột $CaCO_3$ siêu mịn khoảng 50-60$/tấn, tuy nhiên sau khi HII đưa nhà máy vào tự sản xuất bột $CaCO_3$ siêu mịn, chi phí sản xuất sẽ thấp hơn, chỉ khoảng 30-40$/tấn.

2.3 Nhà cung cấp

Nguyên liệu đầu vào chính của AAA là nhựa nguyên sinh HDPE-LDPE, đây là hai nguyên liệu nhựa trọng yếu trong sản xuất bao bì mềm. Nguyên liệu của AAA gần như toàn bộ được nhập khẩu, chủ yếu từ khu vực Trung Đông và Đông Nam Á.

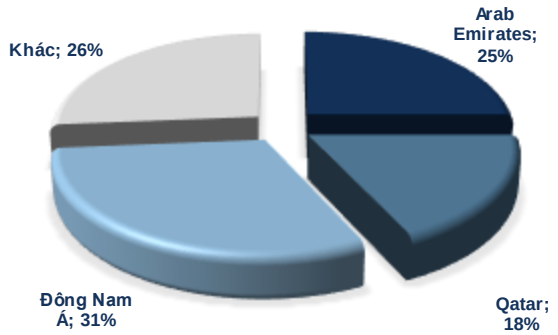
Do đặc thù sản phẩm bao bì của AAA sản xuất từ nhựa nguyên sinh PE nên nhập khẩu từ khu vực Trung Đông sẽ có được giá nguyên liệu rẻ hơn tương đối do Trung Đông sản xuất nguyên liệu PE từ khí thiên nhiên thay vì sản xuất từ dầu thô như phần lớn các khu vực khác.

Trong giai đoạn 2015-2017, giá dầu sụt giảm từ mức 100-120$/thùng trong giai đoạn 2012-2014 về 50-60$/thùng khiến lợi thế về chi phí sản xuất nguyên liệu nhựa từ khí thiên nhiên giá rẻ của Trung Đông suy yếu dần và các quốc gia Đông Nam Á sản xuất từ dầu mỏ có thể cạnh tranh được về giá thành sản xuất cũng như chi phí vận chuyển do khoảng cách địa lý so với Trung Đông.

Hạt nhựa nguyên sinh được Công ty sử dụng để sản xuất cho nhóm mặt hàng bao bì cao cấp, chất lượng cao như túi siêu thị, túi thực phẩm, y tế... được nhập khẩu trực tiếp từ Singapore, Thái Lan, Hàn Quốc, Kuwait, A Rập Xê Út hay Qatar. Trong năm 2016, nhà cung ứng nguyên liệu PE cho AAA chủ yếu từ khu vực Trung Đông (chiếm 43%) và Đông Nam Á (Thái Lan, Singapore – chiếm 31%). Ngoài ra, AAA hiện đang nhập khẩu toàn bộ nguyên liệu nhựa Polyester dùng để sản xuất bao bì nhựa sinh học tự hủy từ châu Âu.

Biểu đồ 38

Nhập khẩu nguyên liệu nhựa 2016



Nguồn: AAA, FPTS Research

Bảng 4

Danh sách nhà cung cấp nguyên liệu nhựa nước ngoài 2016

STT	Tên nhà cung cấp	Khu vực
1	Gulf Polymers Distribution Company FZCO	A Rập Xê Út
2	MITSUBISHI CORPORATION SINGAPORE BRANCH	Singapore
3	Qatar Chemical and Petrochemical Marketing and Distribution Company (Muntajat) Q.J.S.C	Qatar
4	DOW CHEMICAL PACIFIC (SINGAPORE) PTE LTD.	Singapore
5	SABIC Asia Pacific Pte Ltd	Đông Nam Á
6	BOROUGE PTE LTD	Trung Đông

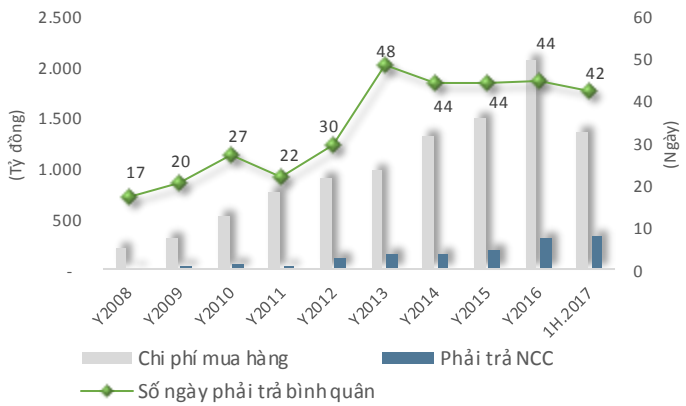
Nguồn: AAA, FPTS Research

AAA chủ yếu mua nguyên vật liệu qua các tổ chức kinh doanh thương mại, đây là những đối tác có quan hệ kinh doanh lâu năm và uy tín nên doanh nghiệp chưa gặp tình trạng thiếu nguyên vật liệu làm ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Bên cạnh đó, các nhà cung cấp nước ngoài là các hãng lớn như Mitsubishi, Dow, Sabic…nên nguồn nguyên liệu nhập khẩu luôn ổn định về số lượng và chất lượng kể cả trong thời kỳ khó khăn của nền kinh tế.

Ngoài việc nhập khẩu nguyên liệu phục vụ sản xuất, AAA còn nhập nguyên liệu nhựa nguyên sinh phục vụ kinh doanh thương mại và chế biến (hạt Calbest) cung ứng cho các nhà sản xuất nhựa trong nước và xuất khẩu. Việc nhập nguyên liệu nhựa với khối lượng lớn cũng giúp AAA được hưởng chiết khấu thương mại từ nhà cung ứng. Nhà cung ứng cũng cho phép AAA có thể thanh toán tiền mua nguyên vật liệu trong vòng 90 ngày, điều này giúp AAA chủ động hơn trong việc điều phối dòng tiền ngoại tệ và giúp cắt giảm chi phí tài chính.

Biểu đồ 39

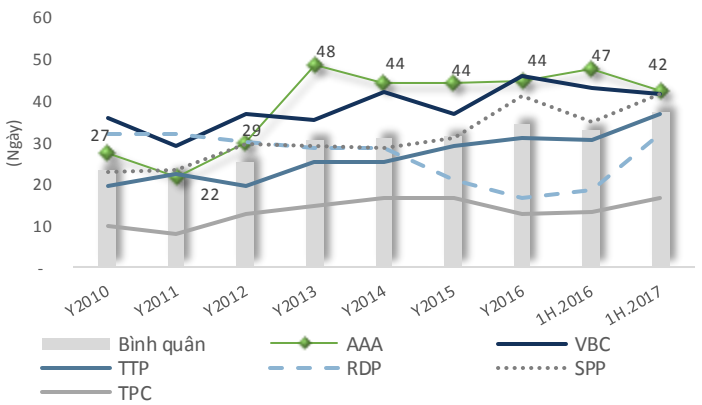
Khoản phải trả Nhà cung cấp 2008-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 40

Số ngày phải trả bình quân DN Nhựa bao bì 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Với các khoản phải trả Nhà cung cấp, AAA hiện duy trì số ngày phải trả khá ổn định khoảng 45 ngày từ 2013-1H.2017, các nhà cung ứng nước ngoài của AAA đều là các đối tác lâu năm và truyền thống, nên doanh nghiệp có thể duy trì được thời gian chiếm dụng vốn ổn định sau khi đã thiết lập được mối quan hệ kinh doanh bền vững.

Máy móc, thiết bị

AAA chủ yếu nhập khẩu máy móc, thiết bị từ Đài Loan và Nhật Bản. Trong chi phí đầu tư nhà máy mới, chi phí máy móc là trọng yếu khi chiếm 70-80% đối với màng phức, 50-55% đối với bao bì thường. Các nhà máy cho thị trường Nhật Bản thường có chi phí đầu tư cao hơn so với thị trường châu Âu truyền thống.

2.4 Nguyên liệu và tình hình Hàng tồn kho

Với sự hồi phục của giá dầu từ ngưỡng 30$/thùng vào Q1/2016 lên 50-60$/thùng từ nửa cuối năm 2016 tới nay, giá nguyên liệu PE-PP cũng biến động khá tương đồng với giá dầu. Giá nguyên liệu bình quân 1H/2017 hiện tương đương 97% giá nguyên liệu bình quân năm 2005, con số này là 98% đối với giá dầu Brent. Tuy nhiên, điểm tích cực là mức độ biến động giá nguyên liệu thấp hơn hẳn so với giai đoạn 2015 và các năm trở về trước **(Biểu đồ 28)**. Điều này sẽ giúp các doanh nghiệp sản xuất nhựa nói chung và nhựa bao bì nói riêng như AAA ổn định hơn trong sản xuất kinh doanh và giúp duy trì biên lợi nhuận gộp trong khung dao động hẹp.

Bảng 5

Diễn biến giá nguyên liệu nhựa PE, PP và dầu Brent

Bình quân giá	PE (USD/tấn)	PP (USD/tấn)	Brent oil (USD/thùng)	Natural Gas (USD/MMBtu)
1H.2017	1.215	1.093	52,7	3,1
1H.2016	1.150	971	41,5	2,1
Y2016	1.168	1.003	45,2	2,6
Y2015	1.247	1.130	54,0	2,6
Y2014	1.562	1.522	99,7	4,3
Y2013	1.504	1.506	108,8	3,7
Y2012	1.347	1.410	111,8	2,8
Y2011	1.461	1.543	110,9	4,0
Y2010	1.356	1.330	80,2	4,4
Y2009	1.171	1.101	62,7	4,2
Y2008	1.561	1.511	98,9	8,9

Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Bảng 6

Tương quan giá 1H.2017 so với các thời kỳ

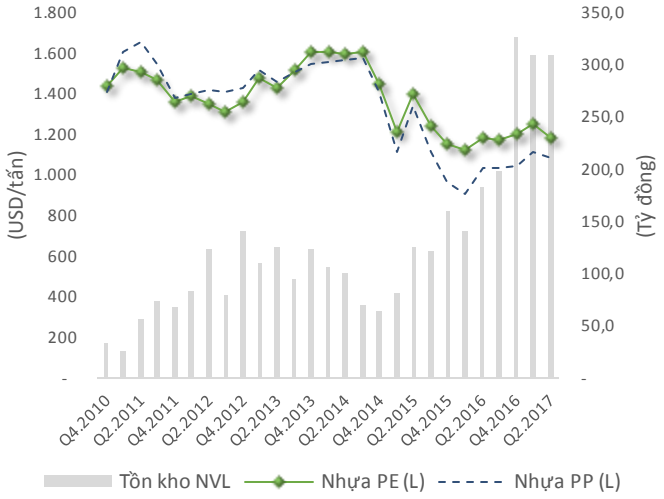
Bình quân giá	PE	PP	Brent oil	Natural Gas
1H.2017	100%	100%	100%	100%
1H.2016	106%	113%	127%	145%
Y2016	104%	109%	117%	121%
Y2015	97%	97%	98%	118%
Y2014	78%	72%	53%	73%
Y2013	81%	73%	48%	83%
Y2012	90%	78%	47%	110%
Y2011	83%	71%	48%	78%
Y2010	90%	82%	66%	71%
Y2009	104%	99%	84%	75%
Y2008	78%	72%	53%	35%

Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Chính sách tồn kho nguyên liệu của AAA cũng thay đổi qua các thời kỳ biến động giá nguyên liệu đầu vào PE-PP. Giai đoạn Q3/2014, khi giá dầu và giá nguyên liệu nhựa bắt đầu lao dốc, tồn kho nguyên liệu của AAA giảm xuống mức tương đối thấp nhằm tránh những tác động xấu từ việc giảm giá hàng tồn kho, việc này kéo dài đến hết Q1/2015. Cũng trong giai đoạn này, biên lãi gộp của AAA bị ảnh hưởng đáng kể do tác động từ giá nguyên liệu lao dốc và việc giảm giá bán cho khách hàng nhằm duy trì hợp đồng đã ký kết trước đó.

Bảng 41

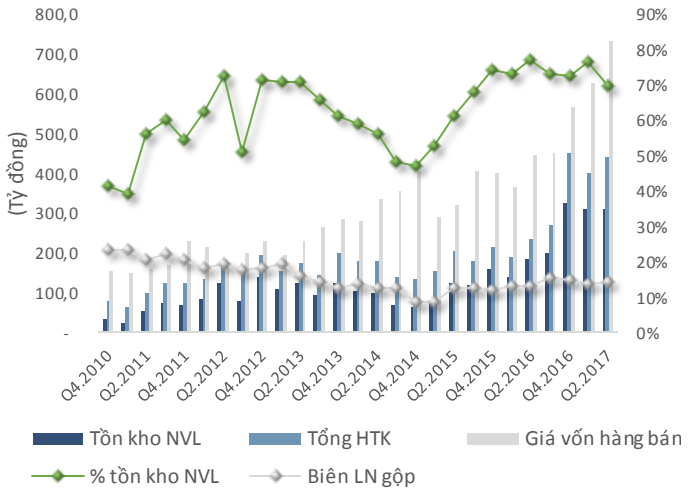
Tình hình tồn kho Nguyên liệu 2010-2017



Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Bảng 42

Tỷ lệ Tồn kho Nguyên liệu và Biên LNG 2010-2017

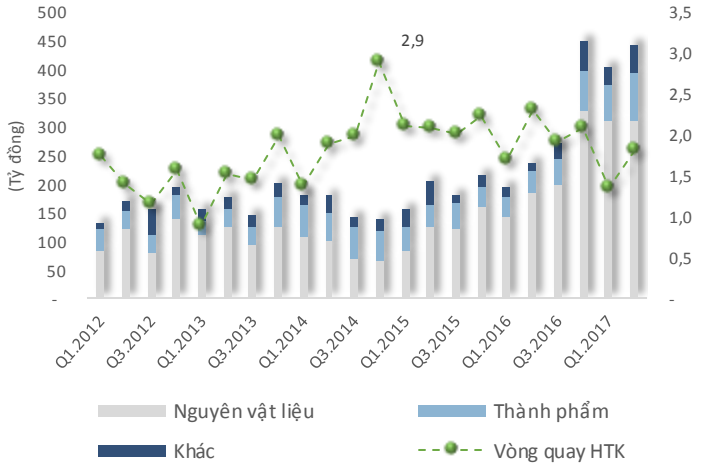


Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Sau giai đoạn Q1/2015, thỏa thuận giá +/-5% với nhà cung cấp cũng như khách hàng đã giúp AAA chủ động hơn trong việc tích trữ nguyên liệu, tỷ lệ Tồn kho NVL/Tổng HTK cũng tăng dần từ giai đoạn này và hiện duy trì ở mức 70%-80% từ cuối năm 2015 tới nay, biên lợi nhuận gộp cũng ổn định hơn trong giai đoạn này. Tỷ lệ tích trữ nguyên liệu ở mức cao cũng một phần nhờ vào việc giá nguyên liệu có diễn biến ổn định hơn khi giá dầu dao động quanh biên độ hẹp 50-60/thùng.

Biểu đồ 43

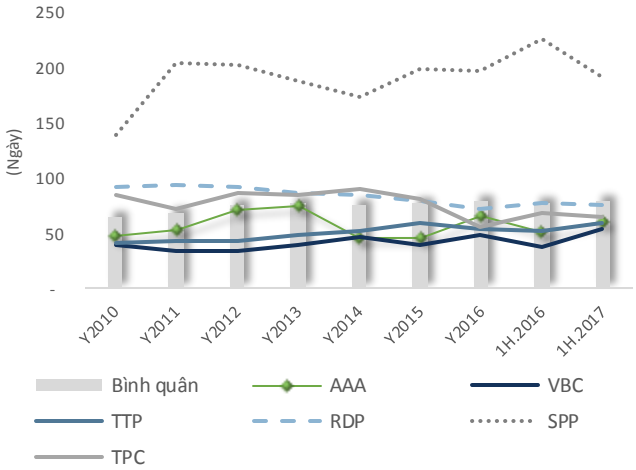
Vòng quay Hàng tồn kho theo quý 2012-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 44

Số ngày tồn kho bình quân DN Bao bì nhựa 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Cũng trong giai đoạn giá nguyên liệu nhựa lao dốc, để tránh tác động tiêu cực từ giá, việc tích trữ nguyên liệu của AAA trở nên hạn chế hơn, điều này có thể thấy qua tỷ số vòng quay hàng tồn kho theo quý tăng cao trong giai đoạn này, đỉnh điểm là Q4/2014, AAA gần như phải nhập nguyên liệu mới theo từng tháng.

Trong giai đoạn gần đây, giá nguyên liệu trở nên ổn định cùng việc tích trữ nguyên liệu phục vụ công suất mở rộng tại NM6-NM7 khiến vòng quay HTK giảm trở lại mức 1,5-2,0. Nguyên liệu tích trữ từ Q4/2016 - Q2/2017 cao gấp 2 lần giai đoạn Q4/2015 - Q1/2016 và sản lượng tiêu thụ trong 1H/2017 cũng tăng mạnh, vượt 50% so với cùng kỳ. Với mức tích trữ nguyên liệu tiếp tục cao

trong Q2/2017, chúng tôi dự báo sản lượng sản xuất và tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng mạnh trong nửa cuối năm 2017.

Cơ cấu hàng tồn kho (HTK) của AAA chủ yếu là tồn kho nguyên vật liệu, tỷ lệ này khá cao, duy trì ở mức 70-80% tổng HTK. Hàng tồn kho gia tăng cùng sự tăng lên mạnh mẽ của doanh thu, cùng với đó, tỷ lệ tồn kho thành phẩm chỉ ở mức 15%-20% cho thấy khả năng tiêu thụ thành phẩm của công ty tương đối tốt. Điều này có được do các khách hàng của AAA đều là đối tác truyền thống và hoạt động trong lĩnh vực tiêu dùng, bán lẻ nói chung với nhu cầu bao bì nhựa khá ổn định.

Nghiên cứu nguyên liệu tự hủy sinh học

Ban lãnh đạo cho biết, công ty đang nghiên cứu tự sản xuất được nguyên liệu này trong tương lai thay vì phải nhập khẩu từ Đức như hiện tại. Nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học là xu thế của ngành nhựa thế giới. Nếu dự án này thành công, AAA sẽ làm chủ được khâu nguyên liệu quan trọng này, qua đó gia tăng khả năng sinh lời cho hoạt động kinh doanh trong tương lai.

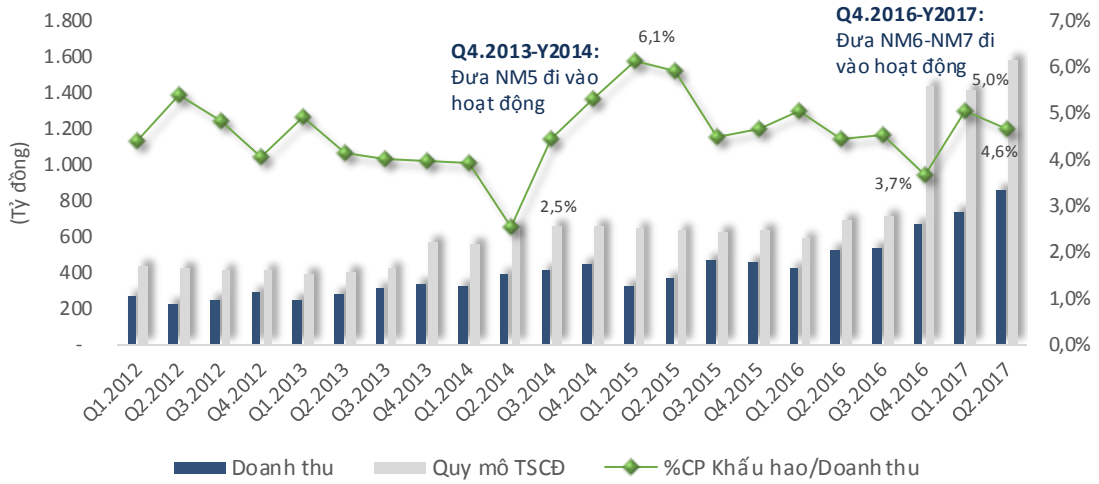
Kiểm soát chi phí theo dòng chảy sản phẩm

Đối với hoạt động kiểm soát sản xuất, AAA hiện đang áp dụng hệ thống kiểm soát chi phí theo dòng chảy sản phẩm. Hệ thống này cho phép nhà quản trị tính toán được chi phí nguyên liệu, năng lượng, nhân công, tỷ lệ phế liệu ở từng khâu trong quá trình sản xuất bao bì nhựa, qua đó tối ưu hóa sản xuất cũng như có những điều chỉnh phù hợp.

2.5 Tình hình khấu hao TSCĐ trong hoạt động sản xuất

Biểu đồ 45

Tình hình Khấu hao TSCĐ giai đoạn 2012-2017



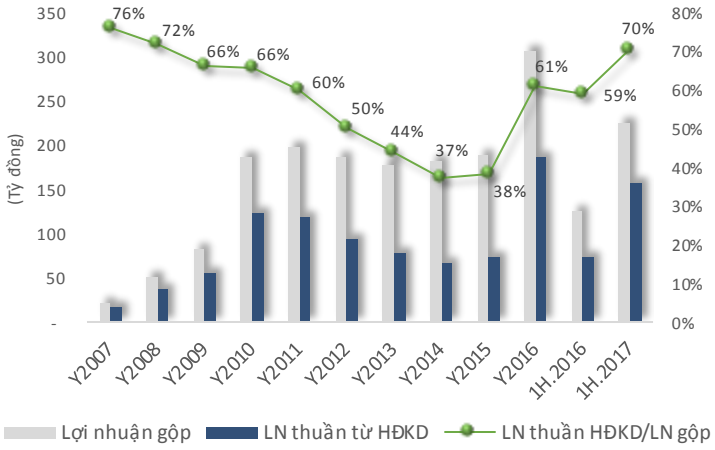
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Hiện AAA thực hiện tính khấu hao TSCĐ theo phương pháp đường thẳng. Tại các thời điểm đưa nhà máy mới đi vào hoạt động, tỷ lệ Chi phí khấu hao/Doanh thu đều gia tăng tương ứng. Giai đoạn 2014-2015, khi AAA đưa NM5 đi vào hoạt động, tỷ lệ này tăng từ 2,5% lên trên 5,0% và đỉnh điểm lên 6,1% vào Q1/2015, đây là thời điểm doanh thu AAA sụt giảm mạnh nhất do giá nguyên liệu lao dốc và giá bán đầu ra phải điều chỉnh tương ứng. Sau giai đoạn đó, tỷ lệ Khấu hao/Doanh thu đã giảm về mức bình quân 4% và chỉ bắt đầu tăng từ Q1/2017 khi AAA đưa NM6-NM7 đi vào hoạt động chính thức. Tuy nhiên khác với trước đó, AAA đưa NM6-NM7 đi vào hoạt động cũng đi kèm với doanh thu tăng mạnh đến từ sản lượng tiêu thụ tăng kèm diễn biến giá nguyên liệu duy trì ổn định (thay vì lao dốc như giai đoạn 2014-2015), điều này giúp tỷ lệ Khấu hao/Doanh thu có tăng nhưng được dự báo sẽ sớm quay về mức 4,0%-4,5% trong thời gian tới khi doanh thu tăng tương xứng với quy mô tài sản đầu tư của NM6-NM7.

3. LỢI NHUẬN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Biểu đồ 46

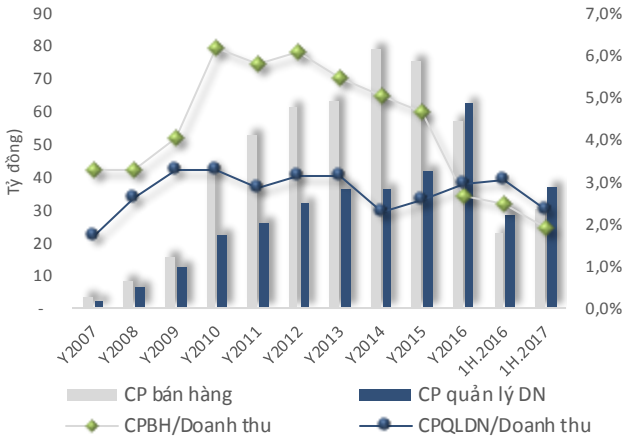
Lợi nhuận thuần HĐKD 2007-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 47

Chi phí hoạt động 2007-1H.2017



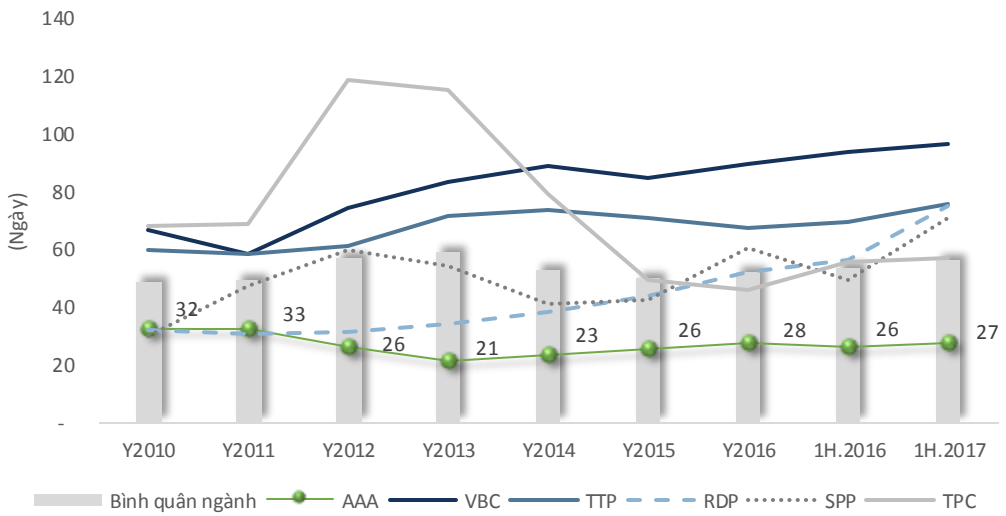
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Trong suốt giai đoạn 2010-2015, lợi nhuận gộp chỉ dao động quanh ngưỡng 180-190 tỷ đồng dù doanh thu có tăng trưởng nhưng biên lãi gộp bị ảnh hưởng như những phân tích ở trên. Cũng trong giai đoạn này, chi phí quản lý và chi phí bán hàng gia tăng do các hoạt động mở rộng quy mô nhà máy cũng như thị trường khiến lợi nhuận hoạt động giảm dần, từ 123 tỷ năm 2010 xuống còn 73 tỷ vào năm 2015, CAGR = -10%/năm.

Từ năm 2016, khi lợi nhuận gộp gia tăng mạnh lên trên 300 tỷ (tăng hơn 50% so với mức bình quân 5 năm trước đó), đồng thời một phần chi phí nguyên liệu phục vụ bán hàng được hạch toán lại vào trong giá vốn hàng bán khiến chi phí bán hàng giảm tương đối, biên CPBH/Doanh thu cũng giảm từ 4,7% về 2,7% trong năm 2016 và tiếp tục giảm về 1,9% trong 1H.2017. Điều này một phần do doanh thu tăng mạnh trong khi các khách hàng của AAA đa phần là khách hàng truyền thống và AAA không tốn thêm nhiều chi phí bán hàng khi tập trung khai thác các khách hàng này.

Biểu đồ 48

Số ngày phải thu bình quân của các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2010-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Trong nhóm các doanh nghiệp nhựa bao bì, AAA luôn duy trì số ngày phải thu bình quân thấp hơn trong suốt 8 năm qua, chỉ khoảng gần 30 ngày. Điều này có được do các khách hàng của AAA đều là các đối tác truyền thống và mức độ cạnh tranh xuất khẩu bao bì vào các thị trường châu Âu, Nhật Bản, Mỹ không thực sự cao khiến AAA không cần sử dụng các chính sách thu hồi công nợ nới lỏng nhằm tăng tính cạnh tranh. Khoản phải thu được thu hồi đều đặn và các đối tác lâu năm khiến AAA gần như không có nợ xấu từ Phải thu khách hàng và doanh nghiệp không cần trích lập dự phòng phải thu vào chi phí QLDN.

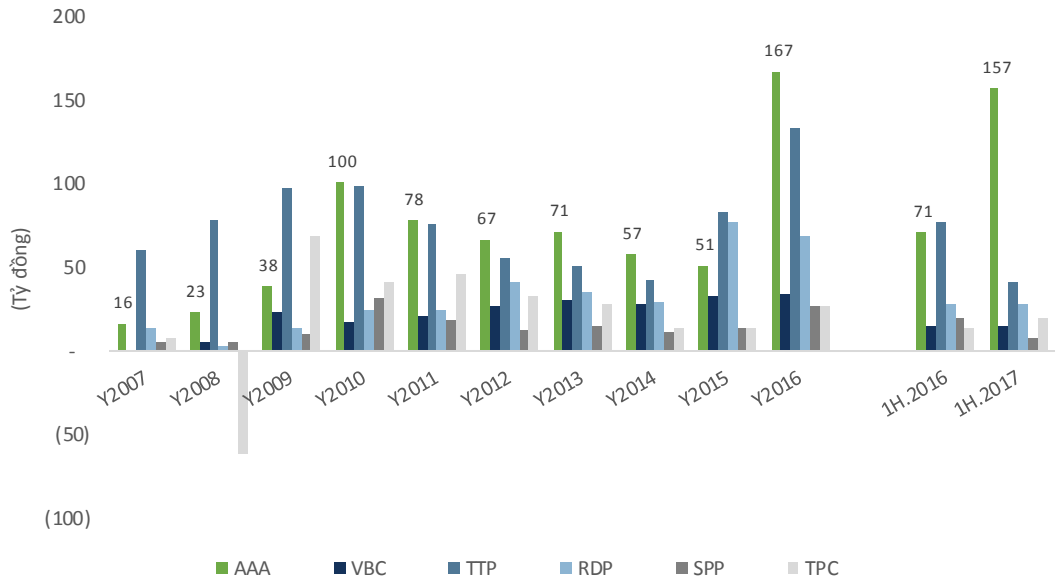
Tỷ lệ CPQLDN/Doanh thu của AAA được duy trì khá ổn định, dao động hẹp quanh mức 2,5% doanh thu từ năm 2014 đến nay. Trong chi phí quản lý doanh nghiệp, chi lương cho Cán bộ nhân viên (CBNV) chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng 30%-35% tổng CPQLDN. Biên Chi phí lương CBNV/Doanh thu luôn duy trì ổn định ở mức bình quân 0,7%-0,8% trong giai đoạn 2013-2016. AAA không áp dụng chính sách tăng lương định kỳ theo thâm niên, chỉ điều chỉnh tăng lương cơ bản theo quy định của pháp luật. Để khuyến khích CBNV, ban lãnh đạo thực hiện chính sách thưởng theo doanh số, sản lượng hoặc dùng cổ phiếu ESOP để khuyến khích nhân viên cống hiến (tất cả nhân viên có thời gian làm việc trên 1 năm đều được quyền tham gia chương trình ESOP). Chính sách trên sẽ giảm bớt áp lực gia tăng biên chi phí lương nhân viên trong các năm tới, chúng tôi dự báo AAA vẫn giữ được tỷ lệ ổn định trên doanh thu như các năm trước.

Lợi nhuận gộp được cải thiện đáng kể trong khi chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng chậm hơn so với tốc độ tăng doanh thu đã góp phần gia tăng tỷ lệ Lợi nhuận thuần từ HĐKD/Lợi nhuận gộp, lên mức 60% cho năm 2016 và 70% trong nửa đầu năm 2017, gần đạt ngưỡng cao nhất sau 11 năm thành lập.

4. LỢI NHUẬN TRƯỚC THUẾ

Biểu đồ 49

Lợi nhuận trước thuế của các doanh nghiệp Nhựa bao bì 2007-2017

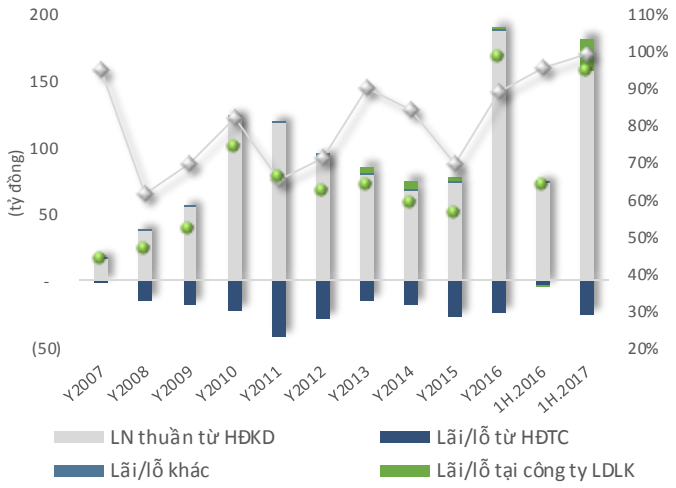


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Không chỉ đứng đầu về doanh thu, hiện tại AAA cũng đang dẫn đầu về Lợi nhuận trước thuế so với các doanh nghiệp ngành nhựa bao bì trong nước. LNTT của AAA bắt đầu tăng mạnh từ 2016, sau đà giảm dài từ 2010-2015 nhờ những thay đổi tích cực từ những hoạt động mở rộng quy mô các nhà máy cũng như gia tăng thị trường xuất khẩu.

Biểu đồ 50

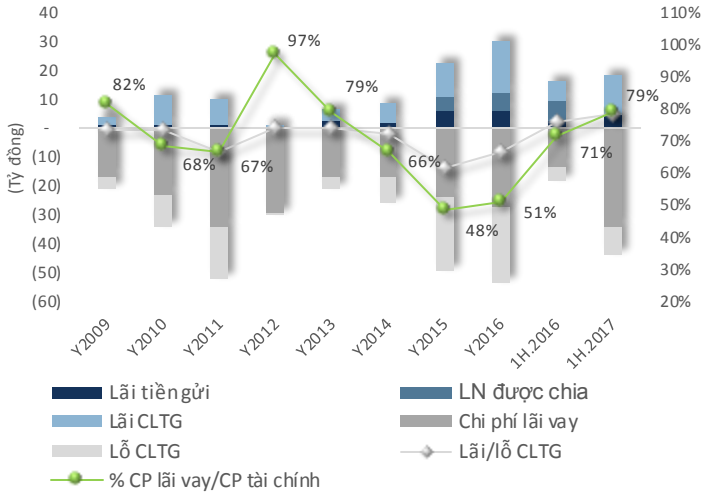
Tình hình Lợi nhuận trước thuế 2007-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 51

Lãi/lỗ từ Hoạt động tài chính 2009-1H.2017



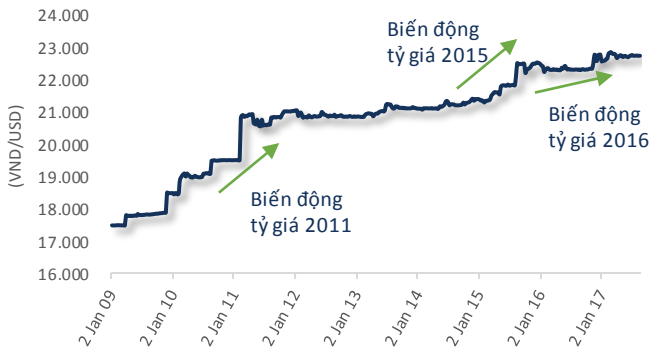
Nguồn: BCTC, FPTS Research

4.1 Lãi/lỗ chênh lệch tỷ giá (CLTG)

Phần chênh lệch giữa Lợi nhuận thuần HĐKD và Lợi nhuận trước thuế (LNTT) của AAA chủ yếu do các khoản lỗ hoạt động tài chính với 02 thành phần chính là Chi phí lãi vay và Lỗ chênh lệch tỷ giá. Giai đoạn 2009-2014, chi phí lãi vay chiếm bình quân gần 80% tổng chi phí tài chính, con số này trong năm 2015-2016 giảm xuống chỉ khoảng 50% khi các khoản Lỗ chênh lệch tỷ giá gia tăng mạnh. Đây cũng là thời kỳ tỷ giá VND/USD biến động mạnh nhất trong từ 2012-2017, đặc biệt là 2015, điều này khiến khoản lỗ CLTG tại năm 2015 tăng cao, âm 24 tỷ đồng. Trước đó, vào năm 2011, khi tỷ giá biến động tương đối mạnh, AAA cũng gánh chịu khoản lỗ CLTG 9 tỷ đồng.

Biểu đồ 52

Diễn biến tỷ giá VND/USD giai đoạn 2009-8T.2017



Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Bảng 7

Thống kê tỷ giá VND/USD giai đoạn 2011-8T.2017

Thời kỳ	Tỷ giá cuối kỳ	Tỷ giá bình quân	Mức độ biến động
8T.2017	22.728	22.712	69
Y2016	**22.761**	**22.368**	**136**
Y2015	**22.506**	**21.907**	**443**
Y2014	21.388	21.198	98
Y2013	21.095	21.032	122
Y2012	20.840	20.871	48
Y2011	**21.034**	**20.686**	**419**

Nguồn: Bloomberg, FPTS Research

Với đặc thù nhập khẩu nguyên liệu từ nước ngoài bằng đồng USD, đồng thời xuất khẩu sản phẩm cho các đối tác nước ngoài cũng bằng đồng USD, AAA luôn có nguồn ngoại tệ USD đối ứng với các khoản ngoại tệ dùng cho nhập khẩu nguyên liệu hằng năm. Bên cạnh đó, năm 2016 cũng là thời điểm AAA nhập khẩu máy móc, thiết bị giá trị lớn phục vụ việc đầu tư mở rộng nhà máy, tỷ giá biến động cũng khiến các khoản lỗ tỷ giá lớn hơn. Trong 8T/2017, tỷ giá có xu hướng ổn định hơn, đồng thời việc nhập máy móc từ nước ngoài giảm tương đối so với năm 2016 do quá trình đầu tư chủ yếu cho NM6-NM7 cơ bản đã xong.

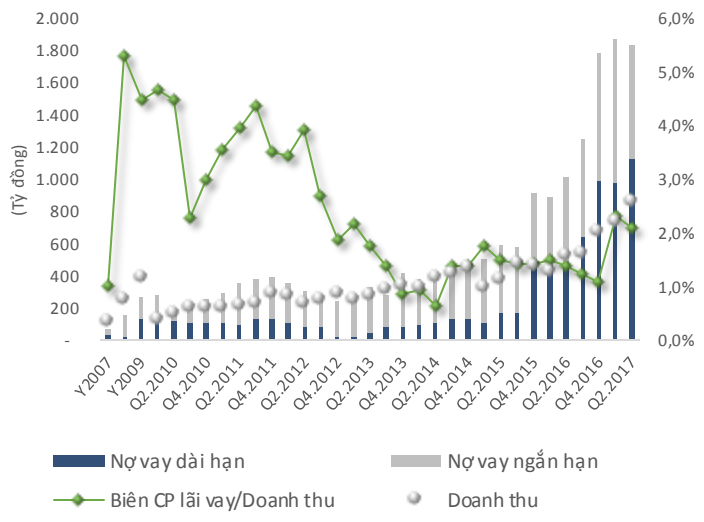
Sau giai đoạn đầu tư mạnh 2015-2016, các khoản lỗ CLTG của AAA sẽ giảm dần do các hoạt động nhập khẩu máy móc từ nước ngoài giảm xuống. Với giả định tỷ giá VND/USD vẫn theo chiều hướng gia tăng bình quân 2%/năm, tuy nhiên sẽ ít biến động hơn giai đoạn 2014-2016, các khoản lãi CLTG được dự báo sẽ có thể đủ bù đắp cho lỗ CLTG thậm chí AAA có thể lãi ròng về CLTG khi doanh thu từ thị trường nước ngoài gia tăng mạnh cùng chiều hướng đồng USD tăng giá.

4.2 Tình hình sử dụng Nợ vay

Trong những thời kỳ mở rộng sản xuất, AAA đều sử dụng Nợ vay lớn để tài trợ cho hoạt động đầu tư TSCĐ, đặc biệt là Nợ vay dài hạn. Sau các giai đoạn đầu tư này, khi các nhà máy đi vào hoạt động ổn định, mức nợ vay dài hạn giảm dần, chủ yếu chỉ còn nợ vay ngắn hạn đáp ứng nhu cầu vốn lưu động và thanh toán nước ngoài. Tỷ lệ đòn bẩy Nợ vay/Vốn CSH bình quân trong giai đoạn 2007-2017 là 100%, con số này tại các thời điểm đầu tư mở rộng có thể lên tới 200%. Tỷ lệ Chi phí lãi vay/Doanh thu cũng tăng theo sau các giai đoạn gia tăng nợ vay, tỷ lệ này cũng giảm dần tại các kỳ sau đó khi doanh thu tăng tương ứng nhờ gia tăng công suất tại các nhà máy mới đầu tư. Bình quân trong giai đoạn 2007-2017, tỷ lệ Biên chi phí lãi vay/Doanh thu ở mức 2,4%, mức này vẫn cao hơn tỷ lệ của 1H.2017 (giai đoạn nợ vay tăng cao và chi phí lãi vay gia tăng mạnh do đầu tư NM6-NM7) cho thấy tốc độ tăng doanh thu trong lần đầu tư NM6-NM7 này của AAA so với mức tăng của chi phí vay nợ tốt hơn các giai đoạn đầu tư trước đây.

Biểu đồ 53

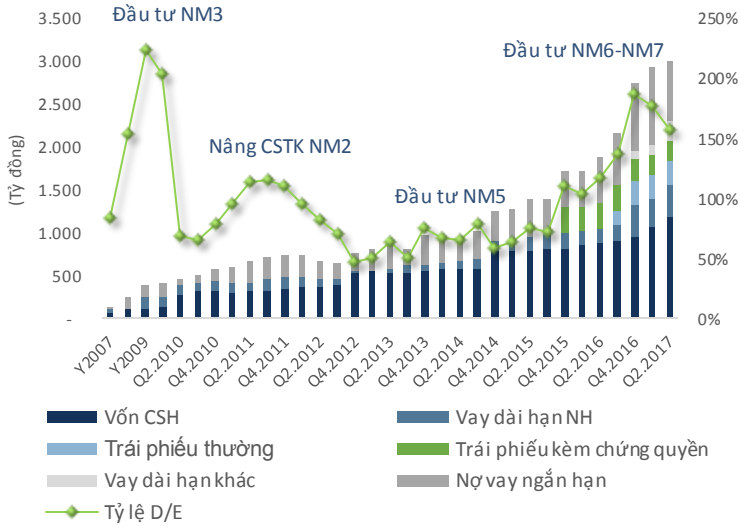
Tình hình sử dụng nợ vay và Chi phí lãi vay 2007-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 54

Cơ cấu sử dụng Vốn CSH-Vốn vay 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Từ Q4/2015, cơ cấu nợ vay dài hạn của AAA đã có sự thay đổi sau khi doanh nghiệp lần đầu tiên huy động vốn vay bằng phát hành trái phiếu thay vì chỉ vay ngân hàng như trước. Lần phát hành trái phiếu đầu tiên này đã huy động về tổng số vốn 300 tỷ đồng và có chứng quyền kèm theo, những lần phát hành trái phiếu sau đó đều là dạng trái phiếu thông thường. Tính tới thời điểm cuối Q2/2017, AAA có dư nợ trái phiếu 520 tỷ đồng, chiếm 46% tổng nợ vay dài hạn, con số này đối với các khoản vay ngân hàng chỉ 33%, phần còn lại đến từ các khoản vay cá nhân và An Phát Holdings.

Lãi suất của các khoản trái phiếu thấp hơn tương đối so với các khoản vay ngân hàng, chỉ ở mức 5-6%/năm so với mức dao động quanh 10%/năm khi đi vay trung và dài hạn ngân hàng. Với cơ cấu nợ vay dài hạn như trên, biên chi phí lãi vay/doanh thu của AAA qua các quý diễn ra quá trình đầu tư có tăng nhưng không nhiều, vẫn duy trì ở mức thấp, khoảng 1,6% - thấp hơn khá nhiều so với các giai đoạn đầu tư trước, điều này làm giảm gánh nặng về chi phí vay nợ của AAA.

Các khoản vay ngắn hạn luôn được quay vòng phục vụ nhu cầu vốn lưu động, các khoản vay ngoại tệ ngắn hạn nhằm thực hiện mở L/C thanh toán với các đối tác nước ngoài, các khoản vay ngoại tệ chiếm khoảng 70% nhu cầu vay nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Các khoản vay ngoại tệ này thường có lãi suất khá ưu đãi cho AAA (dưới 2%/năm) do AAA có nguồn ngoại tệ đối ứng từ hoạt động xuất khẩu sản phẩm, điều này cũng giảm gánh nặng về chi phí lãi vay ngắn hạn cho doanh nghiệp (trong bối cảnh tỷ giá năm 2017 ổn định hơn so với các năm trước).

Với nhu cầu đầu tư lớn trong các năm gần đây, AAA duy trì mức vay dài hạn lớn hơn trong cơ cấu vay nợ của mình. Tỷ lệ Vay ngắn hạn/Vay dài hạn giảm dần từ mức 2,5 trong Q3/2015 xuống 0,6 tại cuối Q2/2017, đây là giai đoạn đầu tư trọng điểm cho NM6-NM7.

Từ năm 2017, các hoạt động vay thêm Nợ vay dài hạn của AAA sẽ giảm dần, việc vay thêm chủ yếu tới từ các công ty con cấp 2 (An Thành, An Tín) do các hoạt động đầu tư trọng yếu cho NM6-NM7 đã được tài trợ bằng nợ vay trong giai đoạn trước. Đối với NM8-NM9, chúng tôi giả định AAA sẽ sử dụng vốn huy động từ cổ đông hiện hữu để thực hiện dự án này, dư nợ vay dài hạn sẽ giảm dần trong giai đoạn 2017-2022. Lãi suất vay dài hạn đối với các khoản vay ngân hàng theo hợp đồng tín dụng dài hạn bình quân 9,0%/năm, đối với các khoản vay cá nhân và trái phiếu ở mức 6,5%/năm.

Nợ vay ngắn hạn sẽ vẫn ở mức cao 900-1.200 tỷ/năm trong giai đoạn 2017-2018 để tài trợ nhu cầu vốn lưu động lớn trước khi dòng tiền sinh ra đủ đáp ứng nhu cầu vốn lưu động trong giai đoạn sau đó. Lãi suất vay ngắn hạn hiện tại đối với các khoản vay VND ở mức 8%/năm, đối với USD chỉ khoảng 2%/năm. Nhu cầu vay ngắn hạn của AAA chủ yếu phục vụ chi trả tiền mua nguyên liệu nhập khẩu, những khoảng vay ngắn hạn bằng USD chiếm khoảng 70% tổng nhu cầu vay ngắn hạn. Với mặt bằng lãi suất cho vay USD thấp, việc vay ngắn hạn chủ yếu bằng USD sẽ có lợi cho AAA, dự báo lãi suất vay ngắn hạn bình quân sẽ ở mức 3,8%/năm.

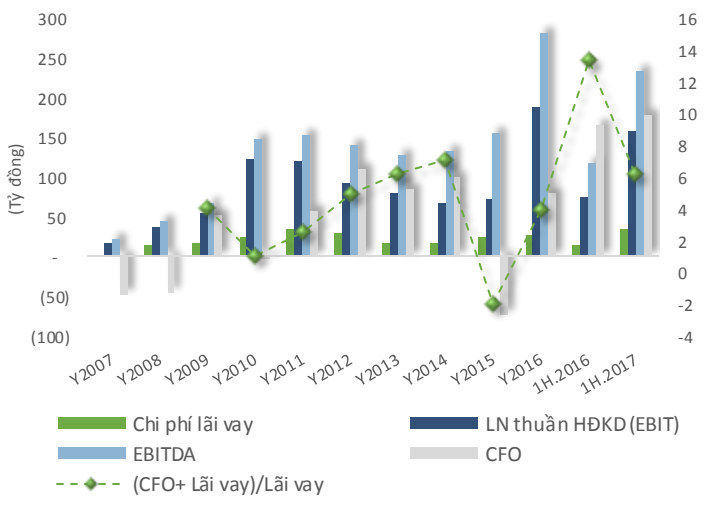
4.3 Khả năng thanh toán Lãi vay – Nợ vay

Từ giai đoạn 2011-2014, khả năng chi trả lãi vay bằng CFO của AAA khá tốt, điều này có được do CFO trong các năm này duy trì tỷ lệ khá tốt so với Lợi nhuận thuần HĐKD, đồng thời, nợ vay trong giai đoạn này cũng giảm đáng kể (đòn bẩy D/E giảm trong giai đoạn này) do hoạt động đầu tư chững lãi.

Năm 2015, dòng CFO âm do lợi nhuận sụt giảm, đồng thời các khoản phải thu khách hàng gia tăng mạnh. Đây là năm khó khăn khi giá nguyên liệu lao dốc, AAA buộc phải giảm giá bán và nới lỏng chính sách thu hồi công nợ nhằm hỗ trợ khách hàng.

Biểu đồ 55

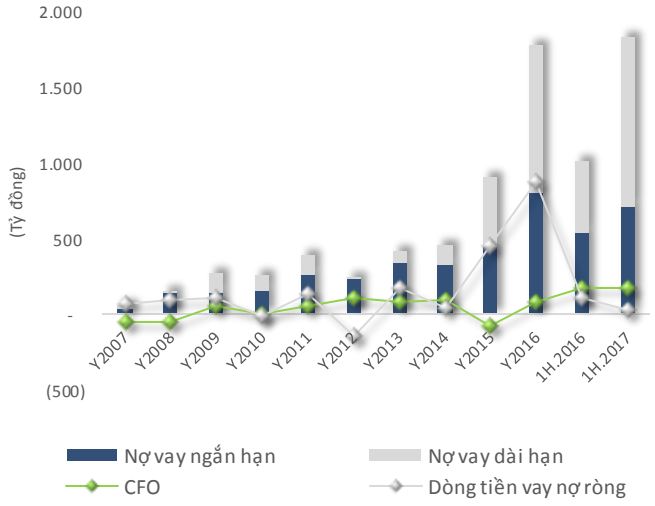
Khả năng thanh toán lãi vay 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 56

Tình hình vay nợ 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

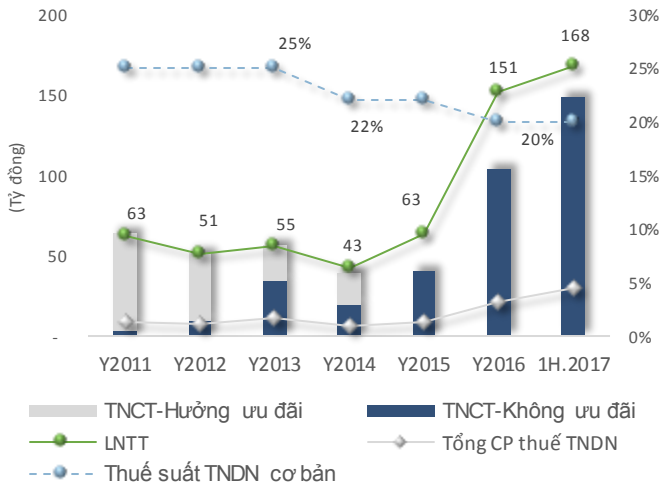
Từ năm 2016-1H.2017, dòng CFO tăng trưởng ổn định giúp khả năng chi trả lãi vay của dòng CFO được cải thiện đáng kể, quay lại mức cao của năm 2014 dù đây là giai đoạn AAA đầu tư và vay nợ nhiều hơn so với giai đoạn 2011-2014.

Với khả năng chi trả nợ gốc vay, dòng CFO sinh ra hằng năm là rất khiêm tốn với quy mô nợ vay của doanh nghiệp, điều này cũng đặt ra rủi ro cho doanh nghiệp trong trường hợp không đủ tiền để thanh toán các khoản vay nợ đến hạn trả. Tổng CFO trong suốt 10 năm, từ 2007-2016 chỉ đạt 313 tỷ đồng, trong khi tổng dòng tiền vay ròng trong suốt giai đoạn trên là 1.777 tỷ đồng, tổng dòng vốn ròng thu từ cổ đông đạt 449 tỷ. AAA vẫn đang tài trợ cho hoạt động kinh doanh, đầu tư mở rộng chủ yếu bằng nợ vay do trong 10 năm qua, quá trình đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh diễn ra không ngừng, tổng dòng tiền ròng chi đầu tư, mua sắm TSCĐ trong 10 năm qua đạt 2.134 tỷ đồng và chủ yếu tài trợ nhờ vay nợ. Với dòng tiền CFO khiếm tốn so với dư nợ vay hiện tại, AAA đang sử dụng chính sách xoay vòng nợ hàng năm để tài trợ cho các dự án đầu tư mở rộng.

5. LỢI NHUẬN SAU THUẾ

Biểu đồ 57

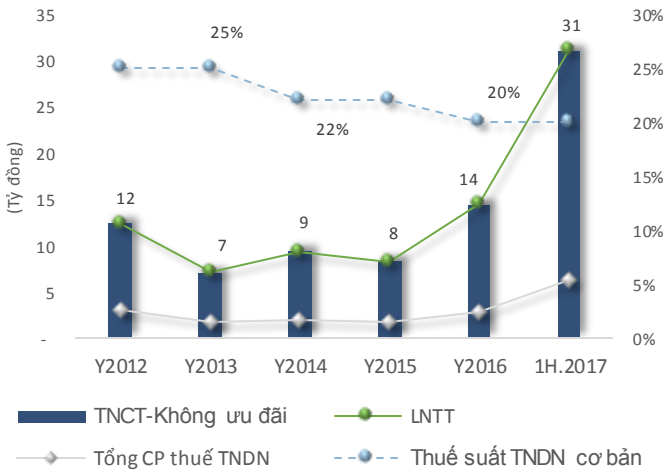
Thuế TNDN Công ty mẹ AAA 2011-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 58

Thuế TNDN Công ty con HII 2012-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

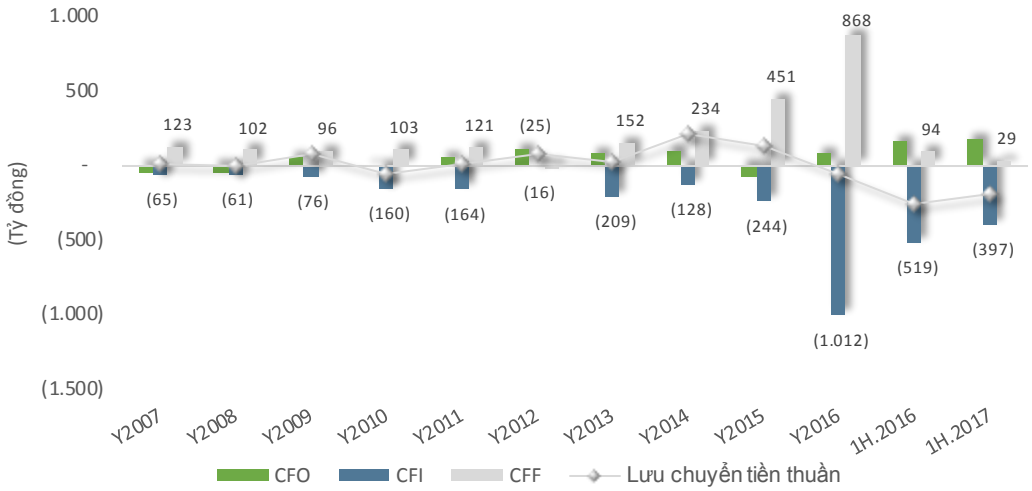
Đối với các nhà máy sản xuất bao bì nhựa, AAA được hưởng ưu đã về Thuế TNDN cho các nhà máy tại khu công nghiệp Nam Sách, TP.Hải Dương (NM1 và NM5). Ưu đãi thuế dành cho NM1 kết thúc vào năm 2014 (giảm 50% thuế suất thuế TNDN cơ bản). Hiện tại AAA chỉ còn hưởng ưu đã thuế TNDN đối với NM5 (miễn thuế trong 2 năm đầu và giảm 50% thuế suất trong 4 năm tiếp theo kể từ khi có thu nhập chịu thuế).

Năm 2015, phần chênh lệch giữa LNTT và tổng Thu nhập chịu thuế (TNCT) đến từ phần lợi nhuận được chia từ công ty con 29 tỷ đồng. Năm 2016 và 1H.2017, phần chênh lệch này chủ yếu đến từ thu nhập chịu thuế TNDN của NM5 (NM5 sẽ được miễn thuế TNDN trong 2 năm 2016-2017). Bắt đầu từ 2018, NM5 sẽ hưởng ưu đãi giảm 50% mức thuế TNDN cơ bản và kéo dài trong 4 năm tiếp theo. Các nhà máy nhựa bao bì còn lại (NM1-NM2-NM3-NM6-NM7) và các công ty con không được hưởng ưu đãi về thuế, áp dụng mức thuế suất theo quy định của luật thuế.

6. PHÂN TÍCH DÒNG TIỀN

Biểu đồ 59

Tình hình dòng tiền 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

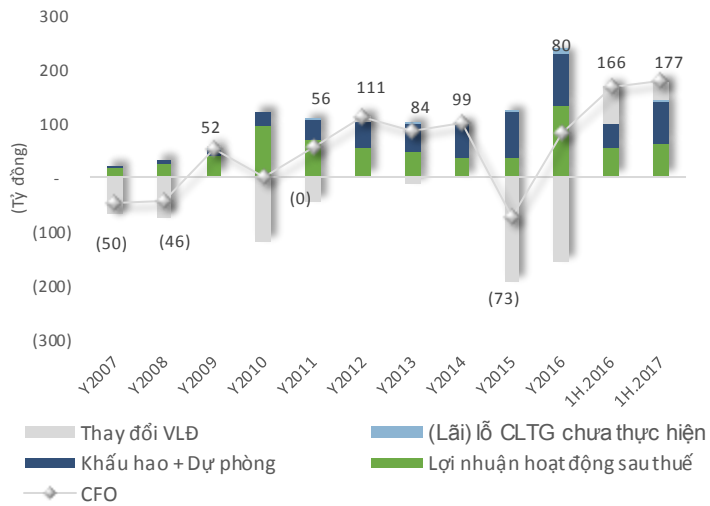
AAA vẫn đang trong giai đoạn mở rộng đầu tư liên tục từ năm 2007 tới nay, việc liên tục đưa thêm nhà máy mới hoặc nâng công suất các nhà máy cũ khiến nhu cầu đầu tư của doanh nghiệp trong hơn 10 năm qua tăng cao. Dòng CFO trong suốt giai đoạn trên không đủ tài trợ cho nhu cầu đầu tư, AAA buộc phải dùng CFF tài trợ, trong đó chủ yếu tới từ nguồn vốn vay (vay ngân hàng, phát hành trái phiếu), ban lãnh đạo AAA chủ trương huy động vốn cho các dự án đầu tư mở rộng với tỷ lệ Nơ vay : Vốn CSH là 7:3.

6.1 Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO)

Dòng tiền hoạt động kinh doanh tương đối ổn định trong giai đoạn 2011-2014 khi những thay đổi vốn lưu động xoay quanh ngưỡng cân bằng ở mức 0. Tại các thời điểm CFO âm do những thay đổi vốn lưu động âm, đặc biệt trong năm 2015, tác động đến từ các khoản phải thu khách hàng gia tăng trở lên rõ rệt khi AAA nới lỏng chính sách công nợ cho khách hàng trong thời kỳ khó khăn.

Biểu đồ 60

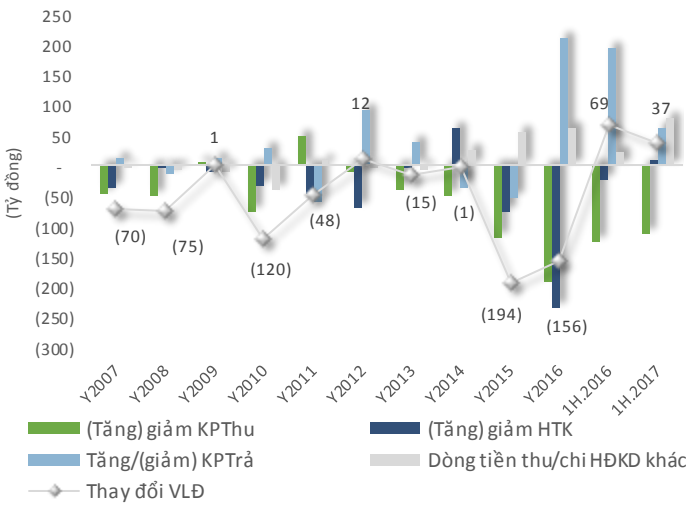
Tình hình dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 61

Thay đổi Vốn lưu động 2007-1H.2017

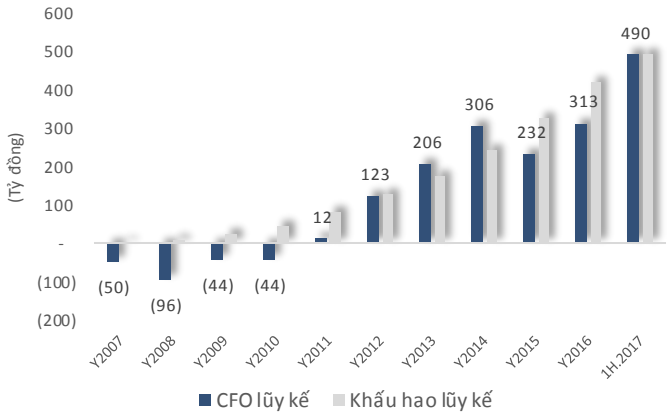


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Năm 2016, vốn lưu động ròng tiếp tục âm khi AAA đầu tư tích trữ nguyên liệu khá nhiều, đặc biệt trong giai đoạn cuối năm 2016, khi diễn biến giá nguyên liệu có xu hướng đi lên, đồng thời việc tích trữ nguyên liệu lớn nhằm phục vụ cho sản lượng gia tăng mạnh mẽ trong năm 2017 khi đưa các nhà máy mới vào hoạt động. Những thay đổi về phải thu khách hàng và phải trả người bán đã cân bằng nhau trong năm 2016. Những chuyển biến của CFO trong 1H.2017 khá tích cực, khi lợi nhuận hoạt động sau thuế gia tăng, khấu hao tăng từ những nhà máy mới và thay đổi vốn lưu động ở mức khá cân bằng.

Biểu đồ 62

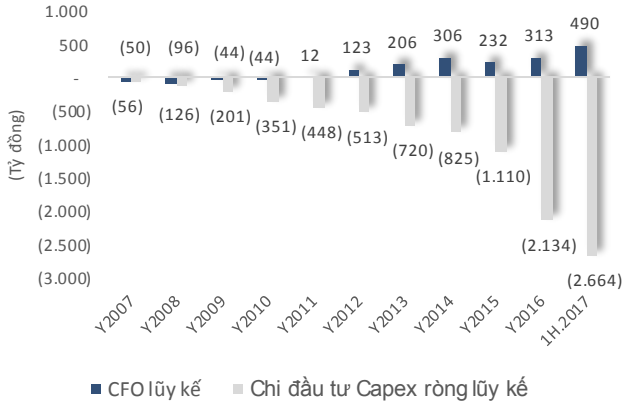
CFO lũy kế và Khấu hao lũy kế 2007-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 63

Tài trợ Capex 2007-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

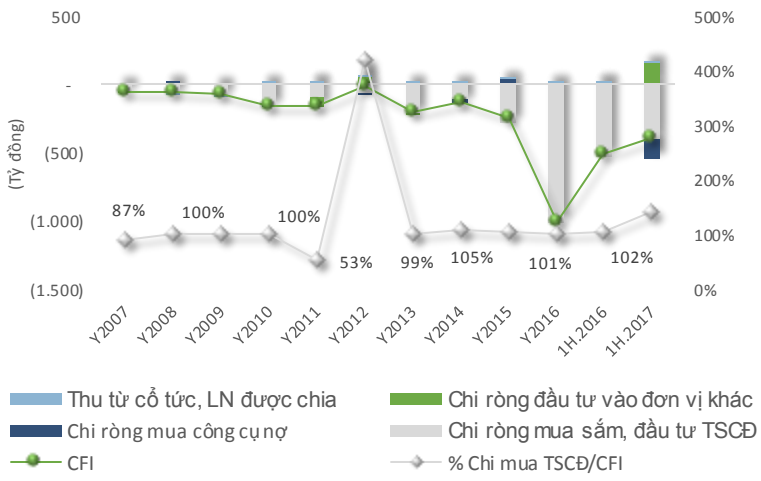
Tính đến 1H.2017, dòng CFO lũy kế đã cân bằng được phần khấu hao lũy kế (từ 2007-1H.2017), dòng CFO tích lũy có thể coi là tạm đủ cho những nhu cầu Capex duy trì. Đối với những hoạt động đầu tư mở rộng, CFO chưa thể tài trợ, AAA phải sử dụng chủ yếu nguồn vốn vay để tài trợ các dự án đầu tư mua sắm TSCĐ này.

Tính tới hiện tại, CFO cũng chưa đủ để chi trả các dòng nợ gốc vay tuy nhiên AAA vẫn đang trong giai đoạn đầu tư mở rộng, doanh nghiệp vẫn tiếp tục vay thêm và quay vòng nợ qua các năm.

6.2 Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI)

Biểu đồ 64

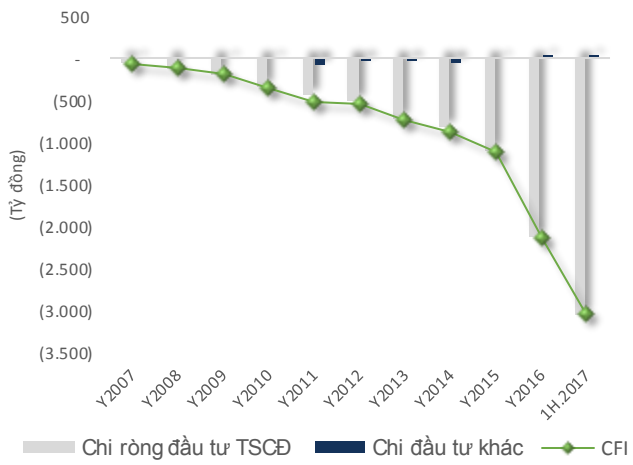
Tình hình dòng tiền từ hoạt động đầu tư – CFI 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 65

Dòng tiền ròng từ Hoạt động đầu tư lũy kế 2007-1H.2017



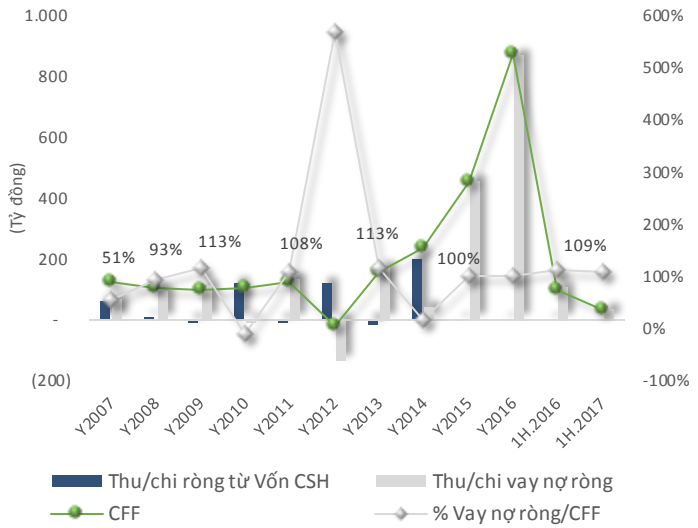
Nguồn: BCTC, FPTS Research

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của AAA chủ yếu phục vụ nhu cầu mua sắm TSCĐ mở rộng sản xuất, tỷ lệ Chi ròng mua TSCĐ/CFI qua các năm luôn ở mức cao, bình quân 94% (không tính năm 2012 khi AAA thoái vốn 50 tỷ khỏi CTCP Mỹ San – Tây Bắc và 1H/2017 khi AAA thu về 151 tỷ từ thoái vốn khỏi VBC và một phần vốn góp tại HII). Những hoạt động đầu tư của AAA khá trọng tâm, tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp kể cả các khoản đầu tư vào các công ty con, LDLK cũng khá đồng nhất với hoạt động kinh doanh chính của công ty mẹ AAA.

6.1 Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF)

Biểu đồ 66

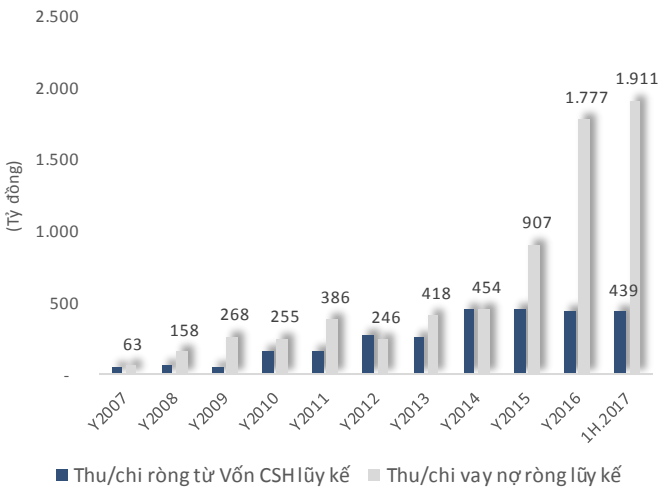
Tình hình dòng tiền từ hoạt động tài chính – CFF 2007-2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 67

Dòng tiền ròng từ Hoạt động tài chính lũy kế 2007-1H.2017

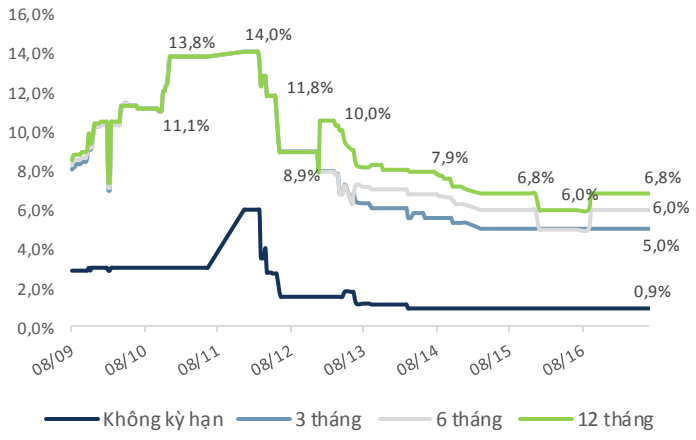


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Khi CFO qua các năm không đủ tài trợ cho các hoạt động đầu tư mở rộng, AAA buộc phải huy động vốn từ nguồn tài chính, trong đó chủ yếu tới từ Nợ vay (bình quân chiếm 80% dòng CFF), đặc biệt tăng mạnh trong giai đoạn 2015-2016 khi nhu cầu vốn đầu tư xây dựng NM6-NM7 là rất lớn. Thu/chi ròng từ Vốn chủ sở hữu gần như cân bằng từ năm 2015 tới nay, tài trợ chủ yếu bằng nợ vay cho các dự án mới hiện là chủ trương của Ban lãnh đạo trong giai đoạn này.

Biểu đồ 68

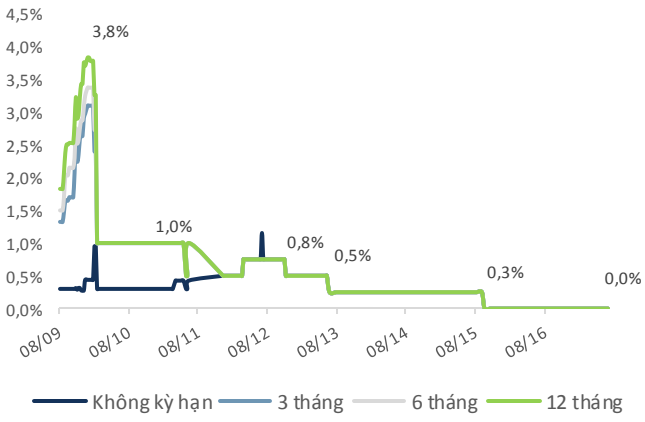
Lãi suất huy động VND bình quân các NHTM 2009-2017



Nguồn: FPTS Research

Biểu đồ 69

Lãi suất huy động USD bình quân các NHTM 2009-2017



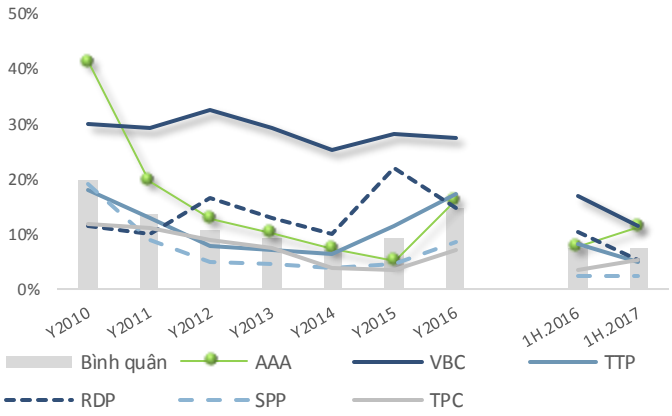
Nguồn: FPTS Research

Giai đoạn 2015-2016, AAA đẩy mạnh việc sử dụng nợ vay để tài trợ cho các dự án mở rộng sản xuất kinh doanh, việc lựa chọn này của ban lãnh đạo được xem là phù hợp khi mặt bằng lãi suất duy trì xu hướng giảm dần trong giai đoạn này. Lãi suất huy động hạ từ mức 8%/KH 12 tháng năm 2014 xuống 7%/KH 12 tháng năm 2015 và giảm tiếp xuống 6%/KH 12 tháng năm 2016. Đối với các khoản vay USD, lãi suất huy động duy trì ở mức 0%/KH 12 tháng từ năm 2015 tới nay kéo theo lãi suất cho vay đối với USD duy trì ở mức thấp, việc này có lợi cho AAA do doanh nghiệp luôn cần duy trì các khoản vay ngắn hạn bằng USD phục vụ các hoạt động thanh toán với đối tác nước ngoài.

7. HIỆU QUẢ SỬ DỤNG VỐN CHỦ SỞ HỮU

Biểu đồ 70

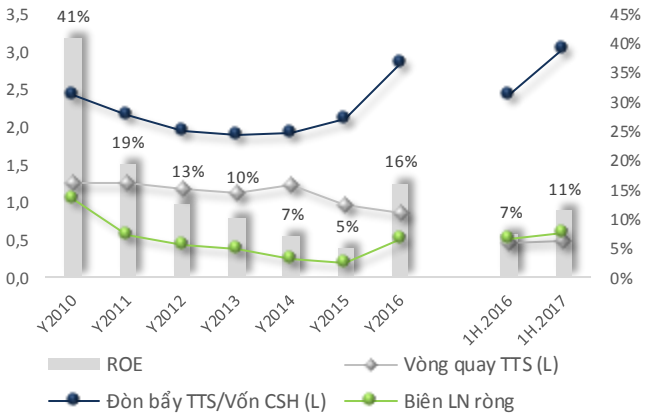
ROE các doanh nghiệp Bao bì nhựa 2010-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biểu đồ 71

ROE của AAA giai đoạn 2010-1H.2017



Nguồn: BCTC, FPTS Research

Chỉ số ROE của AAA giảm dần trong giai đoạn 2011-2015, tác động chủ yếu do biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp sụt giảm (yếu tố này tác động tới 80% vào biến động ROE của AAA) khi đòn bẩy tài chính và Vòng quay tổng tài sản không có biến động đáng kể trong giai đoạn 2011-2014. Năm 2015, tác động từ thị trường nguyên liệu nhựa thế giới khiến doanh thu - lợi nhuận của AAA bị ảnh hưởng trong khi Tổng tài sản tiếp tục gia tăng mạnh khi NM5 đi vào hoạt động đầy đủ cũng như các hoạt động đầu tư xây dựng cơ bản cho NM6-NM7 bắt đầu triển khai, các yếu tố này khiến ROE năm 2015 sụt giảm xuống mức thấp nhất kể từ khi thành lập, chỉ đạt 5%.

Qua năm 2016, ROE được cải thiện đáng kể nhờ biên lợi nhuận ròng gia tăng đột biến và đây là yếu tố quyết định tới ROE trong năm này (Biên lợi nhuận ròng tăng 1,7 lần đóng góp đáng kể vào ROE tăng 2,2 lần). Ngoài ra, việc gia tăng sử dụng Nợ vay đầu tư nhà máy mới cũng khiến tỷ lệ Đòn bẩy gia tăng, việc đầu tư các nhà máy mới cũng khiến Vòng quay tổng tài sản chưa được cải thiện. Có thể nói, AAA đang ở giai đoạn đầu của pha tăng trưởng mới, kết quả của quá trình đầu tư mạnh mẽ từ 2015-2017.

Biến động các yếu tố cấu thành ROE	Y2011/10	Y2012/11	Y2013/12	Y2014/13	Y2015/14	Y2016/15	1H.2017/16
ROE	**-53%**	**-35%**	**-19%**	**-31%**	**-29%**	**221%**	**54%**
Biên LNST	-46%	-24%	-13%	-37%	-17%	168%	15%
Vòng quay TTS	-1%	-5%	-4%	8%	-21%	-11%	7%
Đòn bẩy TTS/Vốn CSH	-11%	-10%	-3%	1%	9%	35%	25%

KẾT QUẢ DỰ PHÓNG CHI TIẾT

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
Doanh thu	1.614,5	2.143,8	3.964,8	4.840,1	6.436,2	7.949,7	8.812,7	9.715,1
Giá vốn hàng bán	1.424,7	1.836,7	3.372,5	4.070,8	5.382,1	6.644,6	7.352,6	8.102,4
LN gộp	189,8	307,0	592,3	769,3	1.054,0	1.305,1	1.460,1	1.612,7
Biên LN gộp	11,8%	14,3%	14,9%	15,9%	16,4%	16,4%	16,6%	16,6%
Chi phí bán hàng & QLDN	116,8	119,5	203,6	243,6	327,5	394,4	429,1	466,4
EBITDA	156,3	280,5	587,4	740,9	1.015,3	1.201,9	1.324,5	1.440,9
Khấu hao	83,4	93,0	198,7	215,1	288,8	291,2	293,6	294,6
EIBT	73,0	187,5	388,7	525,8	726,5	910,7	1.031,0	1.146,3
Doanh thu tài chính	17,6	23,4	34,9	39,8	57,5	80,5	99,9	124,2
Chi phí tài chính	50,0	53,9	139,9	145,8	141,6	141,7	142,6	143,8
Lợi nhuận khác	1,9	1,0	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2
LNTT	42,4	158,1	284,7	420,9	643,6	850,8	989,6	1.128,0
Thuế TNDN	10,1	23,7	53,8	79,0	122,7	163,6	197,9	225,6
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	8,2	8,5	24,0	-	-	-	-	-
Quỹ khen thưởng phúc lợi	3,4	11,4	18,2	23,5	36,3	48,1	54,0	61,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,5	0,9	27,2	47,7	66,70	86,05	116,42	137,79
LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ	36,7	130,6	209,5	270,6	417,8	553,1	621,2	703,4
Chi trả cổ tức	34,7	108,9	115,8	107,1	83,6	83,6	83,6	83,6
LN giữ lại	**2,0**	**21,8**	**93,7**	**163,5**	**334,2**	**469,5**	**537,6**	**619,8**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
TÀI SẢN								
Tiền & tương đương tiền	470,1	406,7	411,3	499,5	1.140,8	1.821,4	2.576,5	3.609,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
Khoản phải thu ngắn hạn	363,5	455,6	565,1	691,7	921,0	1.134,8	1.252,3	1.380,1
Hàng tồn kho	214,2	450,6	462,0	557,6	737,3	910,2	1.007,2	1.109,9
TSNH khác	23,8	48,8	58,5	71,4	94,9	117,2	129,9	143,2
Tài sản ngắn hạn	**1.071,6**	**1.361,6**	**1.496,8**	**1.820,3**	**2.893,9**	**3.983,6**	**4.965,9**	**6.243,0**
TSCĐ hữu hình	786,5	1.553,5	1.881,1	2.133,8	2.046,9	1.781,7	1.514,0	1.233,2
Đầu tư công ty con, LDLK	42,6	44,3	-	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	41,2	95,8	105,2	103,0	156,3	152,9	149,5	146,1
TSDH khác	12,9	22,4	28,2	34,4	45,7	56,5	62,6	69,0
Tài sản dài hạn	**883,2**	**1.716,0**	**2.014,5**	**2.271,2**	**2.248,9**	**1.991,1**	**1.726,2**	**1.448,4**
TỔNG TÀI SẢN	**1.954,8**	**3.077,6**	**3.511,3**	**4.091,4**	**5.142,8**	**5.974,7**	**6.692,1**	**7.691,4**
NỢ PHẢI TRẢ								
Nợ vay ngắn hạn	438,8	800,8	1.108,6	1.363,6	1.169,7	1.435,1	1.570,8	1.730,3
Khoản phải trả ngắn hạn	200,9	304,3	419,0	515,8	688,6	844,1	922,3	1.015,9
Phải trả ngắn hạn khác	27,4	35,2	56,2	68,6	91,2	112,6	124,9	137,6
Nợ phải trả ngắn hạn	**667,1**	**1.140,3**	**1.583,8**	**1.948,1**	**1.949,5**	**2.391,8**	**2.618,0**	**2.883,8**
Nợ vay dài hạn	468,2	982,6	828,2	552,9	366,0	199,9	37,1	13,0
Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-	-
Nợ phải trả dài hạn	**468,2**	**982,6**	**828,2**	**552,9**	**366,0**	**199,9**	**37,1**	**13,0**
Nợ phải trả	**1.135,3**	**2.122,9**	**2.412,0**	**2.500,9**	**2.315,4**	**2.591,7**	**2.655,1**	**2.896,8**
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	9,9	10,9	38,0	85,7	152,4	238,5	354,9	492,7
VỐN CHỦ SỞ HỮU								
Vốn góp CSH	642,4	730,4	754,1	1.034,1	1.870,1	1.870,1	1.870,1	1.870,1
LN giữ lại	116,4	161,9	248,5	400,5	720,0	1.166,8	1.674,4	2.260,4
Quỹ khác thuộc CSH	50,7	51,7	58,8	70,1	84,9	107,6	137,6	171,4
Vốn chủ sở hữu	**809,6**	**943,9**	**1.061,3**	**1.504,8**	**2.675,0**	**3.144,5**	**3.682,1**	**4.301,9**
TỔNG NGUỒN VỐN	**1.954,8**	**3.077,6**	**3.511,3**	**4.091,4**	**5.142,8**	**5.974,7**	**6.692,1**	**7.691,4**

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
Lợi nhuận sau thuế	254,9	341,8	520,8	687,2	791,7	902,4
Điều chỉnh:						
Khấu hao	198,7	215,1	288,8	291,2	293,6	294,6
(Lãi) lỗ từ thanh lý tài sản	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,3)	(1,3)	(1,2)
(Lãi) lỗ từ công ty LDLK	(24,0)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(Lãi) lỗ hoạt động đầu tư khác	(3,2)	(0,4)	(5,4)	(16,0)	(28,5)	(45,4)
LN hoạt động trước thay đổi VLĐ	**425,5**	**555,5**	**803,1**	**961,1**	**1055,4**	**1150,4**
(Tăng) giảm khoản phải thu	(109,5)	(126,6)	(229,2)	(213,8)	(117,5)	(127,9)
(Tăng) giảm hàng tồn kho	(11,4)	(95,7)	(179,6)	(172,9)	(97,0)	(102,7)
(Tăng) giảm TSNH khác	(9,7)	(12,9)	(23,5)	(22,3)	(12,7)	(13,3)
Tăng (giảm) Khoản phải trải	114,7	96,9	172,8	155,5	78,3	93,5
Tăng (giảm) Phải trả ngắn hạn khác	20,9	12,4	22,6	21,4	12,2	12,8
(Tăng) giảm Vốn lưu động	**5,1**	**(125,9)**	**(237,0)**	**(232,2)**	**(136,7)**	**(137,5)**
Chi khác cho HĐKD	(18,2)	(23,5)	(36,3)	(48,1)	(54,0)	(61,2)
Thu khác từ HĐKD	(5,8)	(6,2)	(11,3)	(10,8)	(6,1)	(6,4)
CFO	**406,5**	**399,8**	**518,3**	**670,1**	**858,6**	**945,3**
Chi mua sắm, đầu tư TSCĐ	(535,6)	(465,6)	(255,2)	(22,6)	(22,6)	(10,4)
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3	1,2
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia	3,2	0,4	5,4	16,0	28,5	45,4
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty khác	68,3	-	-	-	-	-
CFI	**(463,2)**	**(464,1)**	**(248,6)**	**(5,3)**	**7,3**	**36,2**
Tăng (giảm) các khoản vay ngắn hạn	307,8	255,0	(194,0)	265,4	135,7	159,5
Tăng (giảm) các khoản vay dài hạn	(154,3)	(275,4)	(186,9)	(166,0)	(162,8)	(24,1)
Chi trả cổ tức	(115,8)	(107,1)	(83,6)	(83,6)	(83,6)	(83,6)
Tăng (giảm) vốn góp CSH	23,7	280,0	836,0	-	-	-
CFF	**61,4**	**152,5**	**371,5**	**15,8**	**(110,7)**	**51,8**
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	4,7	88,2	641,3	680,6	755,1	1.033,2
Số dư Tiền đầu năm	406,7	411,3	499,5	1140,8	1821,4	2576,5
Số dư Tiền cuối năm	**411,3**	**499,5**	**1.140,8**	**1.821,4**	**2.576,5**	**3.609,7**

CHỈ SỐ QUAN TRỌNG	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
SLCP lưu hành bình quân (triệu CP)	49,5	51,3	57,9	71,4	83,6	83,6	83,6	83,6
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	49,5	76,3	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6	83,6
Khả năng sinh lời								
LN gộp/Doanh thu	11,8%	14,3%	14,9%	15,9%	16,4%	16,4%	16,6%	16,6%
EBITDA/Doanh thu	9,7%	13,1%	14,8%	15,3%	15,8%	15,1%	15,0%	14,8%
EBIT/Doanh thu	4,5%	8,7%	9,8%	10,9%	11,3%	11,5%	11,7%	11,8%
LNST/Doanh thu	2,5%	6,7%	6,4%	7,1%	8,1%	8,6%	9,0%	9,3%
ROA	2,4%	5,7%	7,7%	9,0%	11,3%	12,4%	12,5%	12,5%
ROE	5,1%	16,3%	25,4%	26,6%	24,9%	23,6%	23,2%	22,6%
EPS cơ bản	741	2.545	3.618	3.789	4.998	6.616	7.431	8.414
EPS pha loãng	741	1.713	2.506	3.237	4.998	6.616	7.431	8.414
Hiệu quả hoạt động								
Số ngày phải thu BQ	25,5	27,6	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5	25,5
Số ngày Hàng tồn kho BQ	45,1	66,1	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Số ngày phải trả BQ	44,0	44,5	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2	45,2
Vòng quay TSCĐ	2,3	1,8	2,3	2,4	3,1	4,2	5,3	7,1
Vòng quay Tổng tài sản	1,0	0,9	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Khả năng thanh toán								
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,5	1,3	1,0	0,9	1,2	1,6	1,8	2,0
Chỉ số thanh toán nhanh	1,2	0,9	0,7	0,6	0,8	1,2	1,4	1,6
Chỉ số thanh toán tức thời	0,7	0,5	0,3	0,3	0,4	0,7	0,9	1,1
Đòn bẩy tài chính								
Nợ phải trả/Vốn CSH	1,1	1,9	2,3	1,9	1,2	0,8	0,8	0,7
Tổng Nợ vay/Tổng Tài sản	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Tổng Nợ vay/Vốn CSH	0,9	1,5	1,9	1,5	0,8	0,5	0,5	0,4

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 78 cổ phiếu AAA và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cố phiếu này có thể được xem tại https://ezsearch.fpts.com.vn hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
Số 52 đường Lạc Long Quân, Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100, Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888