

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA AN PHÁT XANH (HSX: AAA)

TĂNG TRƯỞNG KHẢ QUAN NHỜ TIỀM NĂNG MỞ RỘNG
KINH DOANH BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	13.143	17.224	19.922
Giá vốn bán hàng	(11.842)	15.358	17.877
Lợi nhuận gộp	1.301	1.866	2.045
Thu nhập tài chính	214	275	327
Chi phí tài chính	(200)	(428)	(501)
Chi phí bán hàng	(739)	(549)	(658)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(195)	(304)	(345)
Lãi lỗ từ HĐKD	405	873	887
Lợi nhuận khác	(7)	10	11
Lợi nhuận trước thuế	398	883	898
Chi phí thuế TNDN	(74)	(115)	(103)
Lợi nhuận sau thuế	324	768	795
Lợi nhuận cổ đông cty mẹ	290	688	712
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	994	1.233	1.275

(Nguồn: CTS dự báo)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Triển vọng bao bì sinh học tự hủy bùng nổ, giúp duy trì BLNG mảng bao bì nhựa – 9-10%;
- Tiềm năng kinh doanh BĐS Khu công nghiệp An Phát 1, dự kiến đem lại thêm 795 tỷ đồng lợi nhuận gộp, giai đoạn 2022F – 2026F;
- Tiếp tục duy trì tài trợ vốn bằng phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ - thông qua phương án chào bán 100 triệu cổ phiếu giá 12.000 VNĐ/cp trong năm 2022

CHIẾN LƯỢC GIAO DỊCH: MUA

- Vùng giá mua khuyến nghị: 12.000 – 12.600 VNĐ/cổ phiếu
- Vùng giá dự báo: 14.100 – 14.400 VNĐ/cổ phiếu
- Thời gian nắm giữ: <= 12 tháng
- Lợi nhuận dự kiến: + 15 – 18%

Nguyễn Phương Mai, MBA
Chuyên gia phân tích
Email: mainp@cts.vn



NGÀNH:

BAO BÌ NHỰA VÀ BẤT ĐỘNG SẢN

Thông tin cổ phiếu (25/05/2022)

Số lượng CP niêm yết	326.434.496
Số lượng CP lưu hành	326.434.496
Vốn hóa (tỷ VND)	10.887,89
Biến động giá 52 tuần	+111,11%
KLGDTB 10 phiên	4.149.380
% sở hữu nước ngoài	02,32%
Room nước ngoài còn lại	97,70%

Cổ đông lớn

CTCP Tập Đoàn An Phát Holdings	48,70%
PYN Elite Fund	02,61%
Kallang Limited	02,55%
Trần Thị Thoàn	00,13%
Hòa Thị Thu Hà	00,08%

Đồ thị giá



(Nguồn: CafeF, CTS tổng hợp)

Triển vọng bao bì sinh học tự hủy bùng nổ, đảm bảo sản lượng đầu ra, duy trì biên lợi nhuận gộp khoảng 10% cho mảng kinh doanh bao bì nhựa và phụ gia nhựa

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2021, doanh thu mảng bao bì nhựa và phụ gia nhựa của AAA tăng mạnh – 71% so với năm trước, trong khi tăng trưởng lợi nhuận giảm 1% xuống còn 9%-10%. Chúng tôi đánh giá nguyên nhân cho sự sụt giảm này là (1) giá nguyên vật liệu tăng phi mã, (2) AAA đã bình ổn giá nhằm mục tiêu hoạt động tối đa công suất các nhà máy sản xuất, duy trì mức giá bán và biên lợi nhuận thấp.

Về tăng trưởng ngành nhựa, chúng tôi nhận định ngành nhựa Việt Nam đang ở giai đoạn bão hòa khi (1) phụ thuộc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào, và (2) biên lợi nhuận chịu tác động mạnh mẽ bởi giá đầu thô. Ngoài ra, tăng trưởng chỉ tiêu cho thực phẩm và đồ uống không còn là động lực chính cho mảng nhựa bao bì phát triển và sẽ tăng 10,5% đến năm 2024F theo báo cáo của Vietstock. Do vậy, ngành nhựa có khả năng được hưởng lợi từ sự tăng trưởng này. Chúng tôi dự phóng tăng trưởng toàn ngành nhựa tăng khoảng 10% trong những năm tiếp theo.

Về thị trường, EU vốn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của AAA chiếm 36,8% doanh thu của mảng. Bên cạnh đó, thị trường Nhật và Mỹ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu mảng bao bì. Hướng đi tập trung vào sản xuất bao bì nhựa xanh đã cho thấy rõ định hướng và mục tiêu lâu dài của công ty khi đẩy mạnh thêm thị trường tiêu thụ chính là Hoa Kỳ và Nhật Bản – hai quốc gia có sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa sinh học lớn.

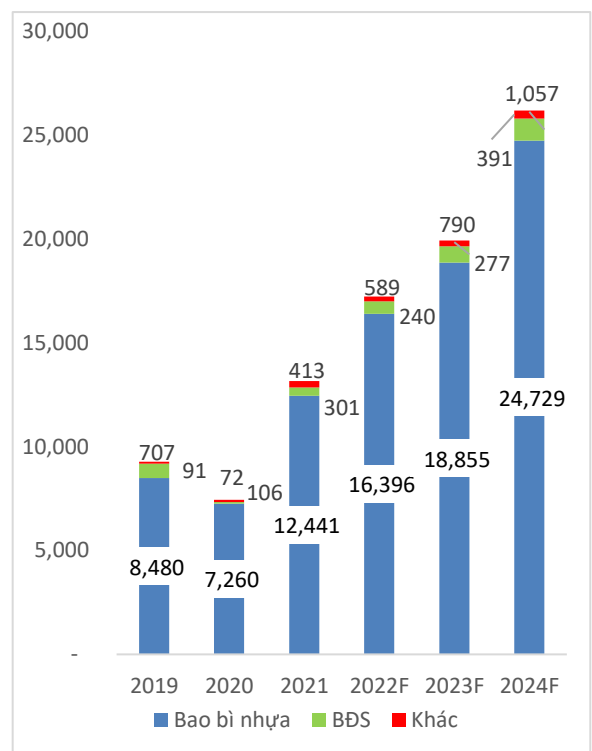
Chúng tôi dự báo mảng kinh doanh này sẽ đạt tổng doanh thu tương đối cao, trung bình khoảng 24.220 tỷ đồng/năm giai đoạn 2022F – 2026F và biên lợi nhuận gộp giữ vững ở mức 8%-10% khi nhà máy số 8 hoạt động tối đa công suất 9.600 tấn/năm, và từ năm 2024F khi nhà máy số 9 – PBAT Hải Phòng sản xuất nguyên liệu sinh học chính thức đi vào hoạt động, đóng góp 30.000 tấn/năm.

Tiềm năng kinh doanh bất động sản khu công nghiệp An Phát 1, dự kiến đem lại thêm 795 tỷ đồng lợi nhuận gộp, giai đoạn 2022F – 2026F

Hiện nay, tỷ lệ lấp đầy tại khu công nghiệp An Phát Complex đạt 100%, có nghĩa là AAA đã khai thác hết quỹ đất của khu công nghiệp này. Tiếp nối thành công của dự án bất động sản khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát Complex, AAA tiếp tục đầu tư và triển khai dự án bất động sản khu công nghiệp An Phát 1 có tổng diện tích 180 ha với tổng số vốn đầu tư dự kiến là 1.947 tỷ đồng. AAA sẽ liên doanh với Quỹ đầu tư Actis của Anh – chuyên đầu tư bất động sản khu công nghiệp – để đầu tư dự án này với tỷ lệ vốn góp 49%, tương ứng 20 triệu USD.

Nhà máy	Sản phẩm	Công suất (tấn/năm)
Số 1	Bao bì đựng thực phẩm, túi rác, màng ni-lon chuyên dùng trong nông nghiệp, hạt nhựa tái chế HDPE, LDPE nhiều màn	14.400
Số 2	Bao bì nhựa	22.800
Số 3	Túi cuộn cao cấp chuyên dùng trong ngành thực phẩm	14.400
Số 5	Túi T-shirt, Hàng Flat từ nguyên liệu nguyên sinh và tự hủy	8.400
Số 6	Sản phẩm bao bì nhựa cao cấp	38.400
Số 7	Túi draw-tape và draw-string	9.600
Số 8	Hạt nhựa và bao bì vi sinh phân hủy hoàn toàn	9.600
Số 9	Tổ hợp nhựa kỹ thuật cao (PBAT)	30.000
An Vinh	Bao bì công nghiệp (bao bì Jumbo, Sling)	12.000
An Phát	Bột đá vôi CaCO3	96.000
	Phụ gia nhựa	96.000

Bảng 1: Danh sách các nhà máy sản xuất của AAA, giai đoạn 2004 – 2026F
 Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo



Bảng 2: Cơ cấu doanh thu của AAA, giai đoạn 2019 – 2024F
 Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Với vị trí địa lý đặc địa, nằm tại huyện Nam Sách, Hải Dương, cách trung tâm Thành Phố Hải Dương 15km về phía Bắc, dự án An Phát 1 dự kiến sẽ có tỷ lệ lấp đầy đạt 80% cho đến năm 2026F, và chi phí thuê đất 75-80USD/m2.

Chúng tôi dự phóng dự án này sẽ thu về 2.560 tỷ đồng doanh thu và 795 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong 5 năm, kể từ năm 2022F – 2026F.

Tiếp tục duy trì tài trợ vốn bằng phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ

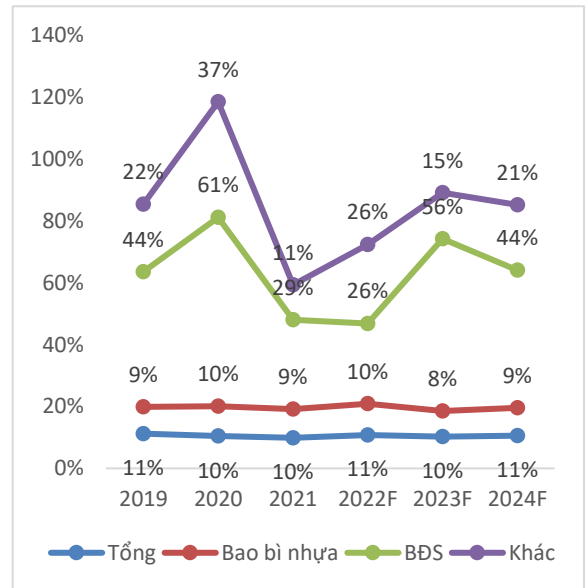
Tháng 1 năm 2022, AAA đã thông qua phương án chào bán thêm 100 triệu cổ phiếu với giá khởi điểm 12.000 VNĐ/cp theo phương thức đấu giá công khai. Vốn góp chủ sở hữu của AAA hiện tại là 5.374 tỷ đồng tương đương 326,4 triệu cổ phiếu. Với EPS 2022F chúng tôi dự báo 1.233 đồng/cổ phiếu đã tính đến rủi ro pha loãng. Vì vậy mức giá 14.000 đồng/cổ phiếu có thể là một ngưỡng cản tâm lý trên thị trường đối với cổ phiếu AAA.

RỦI RO

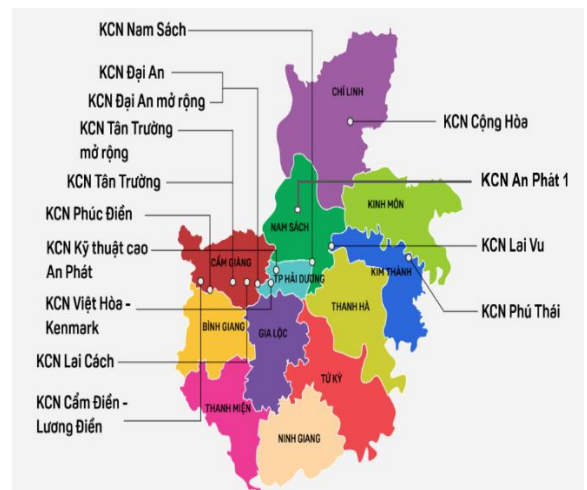
- Rủi ro kinh doanh của AAA đến từ việc phát triển dòng sản phẩm mới. Túi và bao bì sinh học tự hủy có giá bán đắt hơn túi thường từ 1,5 đến 3 lần. Thêm vào đó là sức ép dưới các luật bảo vệ môi trường của các nước phát triển, thị trường chính của AAA, khách hàng có thể chuyển dần sang những đồ đựng tái sử dụng như túi vải, chai lọ khay thủy tinh,... thay vì sử dụng loại túi tự hủy có giá thành đắt hơn. Hiện nguồn thu nhập đến từ kinh doanh túi & bao bì của AAA chiếm đến 45% tổng doanh thu và 75% lợi nhuận gộp. Vì thế rủi ro từ mảng kinh doanh túi và bao bì chiếm tỷ trọng rất lớn trong rủi ro của doanh nghiệp.
- Rủi ro tỷ giá: 40% doanh thu của AAA là từ xuất khẩu bao bì ra các thị trường nước ngoài nên doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp từ rủi ro tỷ giá.

QUAN ĐIỂM VÀ ĐỊNH GIÁ

- Tại giá đóng cửa ngày 25/05/2022, cổ phiếu đang được giao dịch với chỉ số P/E dự phóng năm 2022 là 12,7 lần, mức định giá này theo quan điểm của chúng tôi là khá hấp dẫn trong bối cảnh kinh tế hiện nay.
 - Chúng tôi sử dụng mô hình định giá là FCFE, P/E, và P/B để định giá cổ phiếu AAA. Cả 3 mô hình này đều cho mức giá khả quan do dòng tiền AAA mang lại cho cổ đông trong tương lai dự báo tăng trưởng mạnh.
- Bình quân 3 phương pháp: giá AAA định giá: 14.360 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức tăng +15% so với mức giá đóng cửa ngày 25/05/2022.



Bảng 3: Biên lợi nhuận gộp của AAA, Giai đoạn 2019 – 2024F
Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo



Bảng 4: Các KCN ở tỉnh Hải Dương
Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Mô hình định giá	Trọng số	Giá
FCFF	34%	15.792
P/E	33%	15.624
P/B	33%	11.619
Giá mục tiêu bình quân (VNĐ/cổ phiếu)		14.360

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANK SECURITIES.

Hệ thống khuyến nghị của VietinBank Securities được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2022 thuộc về Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công Thương Việt Nam (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.