

**CÔNG TY CỔ PHẦN AN PHÁT XANH (HSX: AAA)**
**Phạm Thị Thảo Vy**

Chuyên viên phân tích

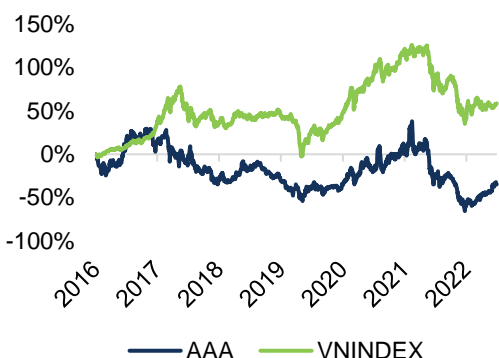
Email: vyptt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 – Ext: 7596

Phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Đức Thành Nhân**

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

**Diễn biến giá cổ phiếu AAA**

**Thông tin giao dịch 21/06/2023**

Giá hiện tại (đồng/cp)	10.950
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	13.330
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	5.700
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	382,3
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	382,3
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	5.650.390
% sở hữu nước ngoài	2,03
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	3.823
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.186
P/E trailing 12 tháng (lần)	34,46
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	317,73

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh
Địa chỉ	Lô CN11+CN12, cụm CN An Đồng, thị trấn Nam Sách, huyện Nam Sách, Hải Dương.
Doanh thu chính	Bao bì nhựa, phụ gia nhựa, thương mại hạt nhựa.
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu (hạt nhựa)
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng cao, hệ thống khách hàng truyền thống.
Rủi ro chính	Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào.

Giá thị trường (đồng/cp)	10.950	Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)	12.750	<b>THEO DÕI</b>
Chênh lệch	+16,6%	

**TRIỂN VỌNG TỪ KHAI THÁC KHU CÔNG NGHIỆP AN PHÁT 1**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Công ty Cổ phần Nhựa An Phát Xanh (HSX: AAA) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu của AAA được xác định là **12.750 VNĐ/cp**, cao hơn 16,6% so với mức giá đóng cửa ngày 21/06/2023 và đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI**. Quý nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu AAA ở giá 10.200 VNĐ/cp, tương ứng tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 25%.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

- **Kỳ vọng lợi nhuận ngắn hạn khả quan nhờ bắt đầu khai thác Khu công nghiệp An Phát 1 từ Q3/2023.** Chúng tôi kỳ vọng KCN An Phát 1 với diện tích đất thương phẩm 130 ha sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy 25% trong năm 2023F và 100% vào cuối 2028F nhờ vị trí địa lý thuận lợi và quỹ đất lớn trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm. Tương ứng, dự phóng lợi nhuận gộp từ KCN AN Phát 1 năm 2023F đạt 220 tỷ VNĐ, đóng góp 17,6% tổng lợi nhuận gộp AAA. ([Chi tiết](#))
- **Tăng trưởng mảng bao bì màng mỏng truyền thống chậm lại vì thị trường bão hòa.** Bao bì màng mỏng truyền thống là mảng kinh doanh cốt lõi, chiếm ~48% lợi nhuận gộp của AAA năm 2022. Nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu trọng điểm như EU, Nhật Bản và Mỹ đều đã dần bão hòa. Qua đó, chúng tôi dự phóng tăng trưởng sản lượng giai đoạn 2023-2027F đạt CAGR=2,7%/năm với động lực chính đến từ xu hướng nhập khẩu của Mỹ chuyển dịch từ Trung Quốc sang các quốc gia Đông Nam Á. ([Chi tiết](#))
- **Triển vọng mở rộng biên lợi nhuận trong dài hạn nhờ mảng bao bì công nghiệp và phân hủy sinh học.** Bao bì công nghiệp và bao bì phân hủy sinh học (chiếm lần lượt 7,0% và 5,5% trong tổng sản lượng bao bì) có biên lợi nhuận gộp cao hơn bao bì truyền thống lần lượt ~10% và 5%. Bao bì công nghiệp là sản phẩm mới và đang trong quá trình mở rộng thị trường xuất khẩu, trong khi bao bì phân hủy sinh học có tiềm năng tích cực trong dài hạn nhờ xu hướng sử dụng sản phẩm thân thiện với môi trường. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ 2 mảng bao bì này gia tăng sẽ thúc đẩy biên lợi nhuận gộp của AAA cải thiện. ([Chi tiết](#))

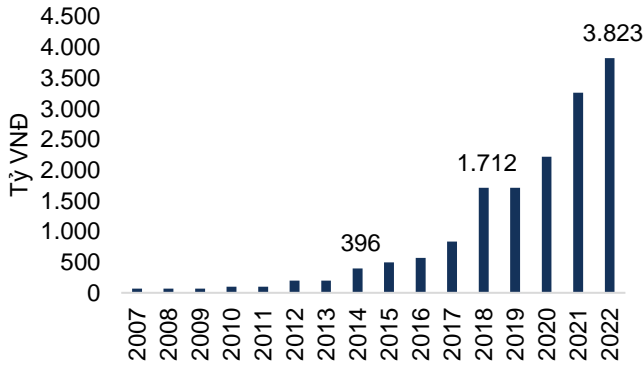
**YẾU TỐ CẦN THEO DÕI**

- **Biến động giá nguyên liệu đầu vào.** Giá hạt nhựa ảnh hưởng tới giá bán của tất cả các sản phẩm nhựa (bao gồm màng bao bì, phụ gia, thương mại hạt nhựa), đặc biệt còn ảnh hưởng trực tiếp tới biên lợi nhuận mảng thương mại. Giá các loại hạt nhựa dự kiến sẽ tiếp tục neo ở vùng thấp trong 2H2023, kỳ vọng giảm ~2%-5% so với trung bình 1H2023, đây là yếu tố cần theo dõi thêm.
- **Tiến độ Khu công nghiệp An Phát 1**
- **Tiến độ nhà máy PBAT**
- **Tiến độ nhà máy số 8**

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

#### Vốn điều lệ



Nguồn: AAA

**2007:** Cổ phần hóa công ty với tên gọi CTCP Nhựa và Bao bì An Phát, vốn điều lệ đăng ký ban đầu 30 tỷ VNĐ.

**2010:** Niêm yết trên sàn HNX với mã chứng khoán AAA.

**2016:** AAA chuyển niêm yết sang sàn HSX.

**2017:** Đưa vào vận hành Nhà máy 6 và Nhà máy 7, nâng tổng công suất bao bì lên 108.000 tấn/năm.

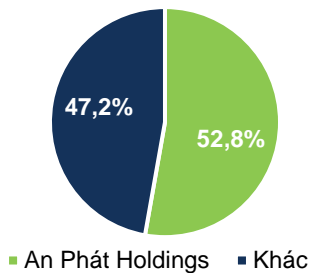
**2018:** Chính thức hoạt động trong lĩnh vực BĐS KCN khi đưa KCN Kỹ thuật cao An Phát vào vận hành.

**2019:** Đổi tên thành CTCP Nhựa An Phát Xanh.

**2020:** Đầu tư vào công ty con CTCP Nhựa Bao bì An Vinh, chuyên sản xuất bao bì công nghiệp với CSTK 12.000 tấn/năm.

**2021:** KCN An Phát 1 được cấp Giấy chứng nhận đầu tư.

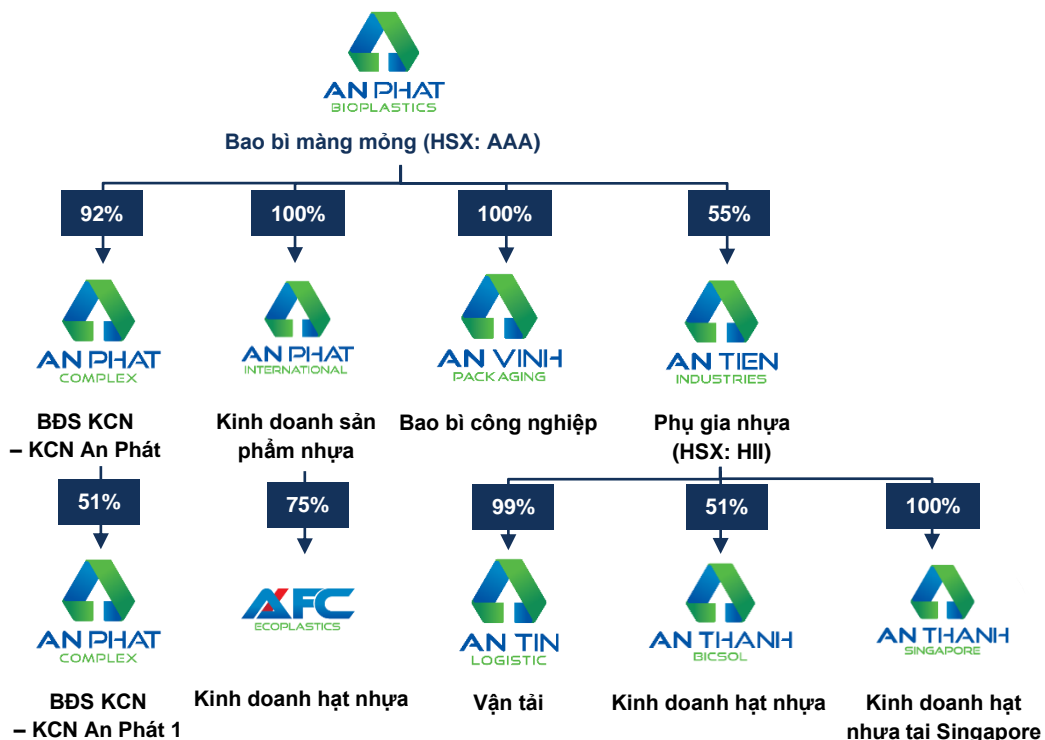
### Cơ cấu cổ đông AAA (26/05/2023)



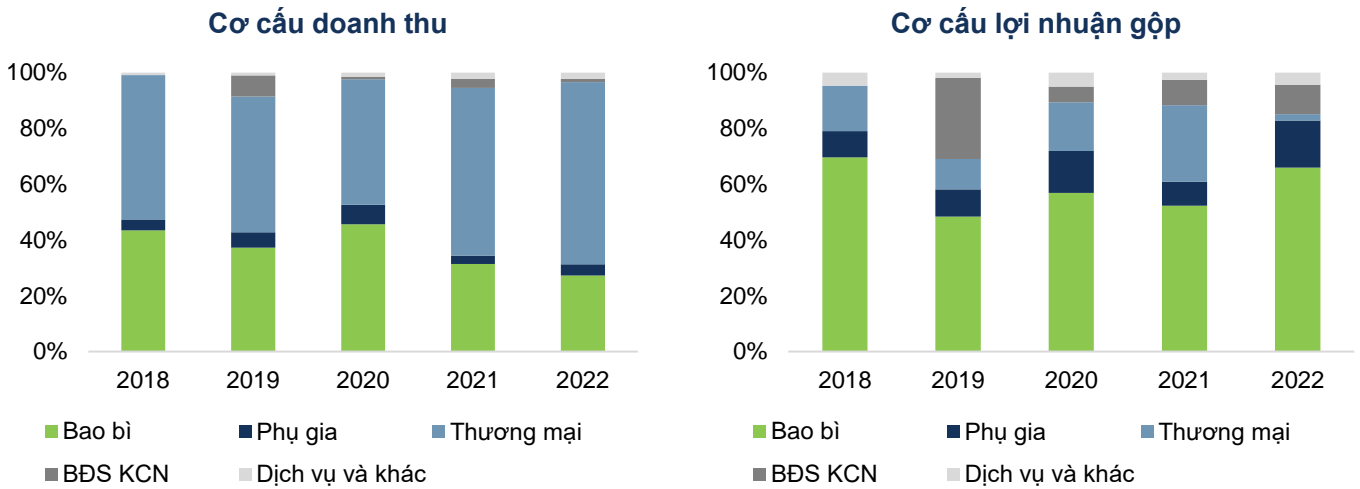
Cơ cấu cổ đông của AAA cô đặc khi công ty mẹ là CTCP Tập đoàn An Phát Holdings (HSX: APH) chiếm 52,8% vốn cổ phần và cũng là cổ đông lớn duy nhất hiện nay.

### Cơ cấu tổ chức

AAA hiện sở hữu 9 công ty con, hoạt động chính trong ngành nhựa, tạo thành chuỗi giá trị tương đối hoàn chỉnh. Ngoài ra, AAA còn tham gia vào mảng bất động sản khu công nghiệp thông qua 2 công ty con là CTCP Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát và CTCP Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát 1.



## II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH



Nguồn: AAA, FPTS ước tính

AAA có 5 mảng kinh doanh bao gồm Sản xuất bao bì nhựa, Sản xuất phụ gia nhựa, Thương mại hạt nhựa, Kinh doanh Bất động sản khu công nghiệp (BDS KCN), và Dịch vụ và khác.

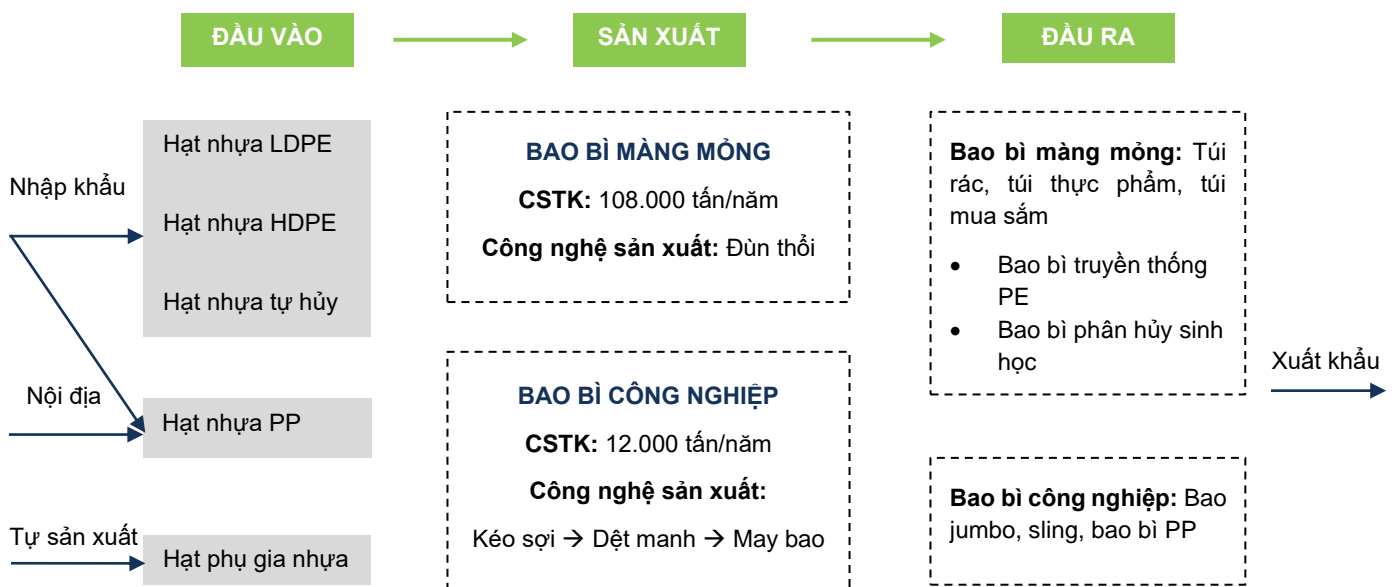
**Về cơ cấu doanh thu:** Sản xuất bao bì và Thương mại luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu (trên 90%), riêng doanh thu mảng thương mại có sự biến động lớn, tùy thuộc vào điều kiện giá hạt nhựa từng năm.

**Về cơ cấu lợi nhuận gộp:** Tuy đóng góp tỷ trọng tương đương với thương mại trong cơ cấu doanh thu, tổng 2 mảng Sản xuất bao bì và phụ gia nhựa đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp (~60%-80%) vì có biên lợi nhuận cao hơn khi đem lại giá trị gia tăng lớn hơn cho sản phẩm. Riêng mảng BDS KCN kể từ khi bắt đầu đi vào hoạt động năm 2019 đang dần đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận của AAA vì đem lại mức biên lợi nhuận cao hơn các mảng còn lại.

Trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ tập trung phân tích 4 mảng kinh doanh chính của AAA là Sản xuất bao bì nhựa, Sản xuất phụ gia nhựa, Thương mại và BDS KCN.

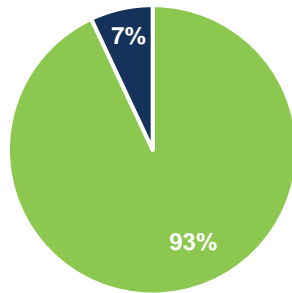
### 1. Sản xuất bao bì – Triển vọng mở rộng biên lợi nhuận trong dài hạn nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm

#### Sơ lược về chuỗi giá trị sản xuất bao bì của AAA

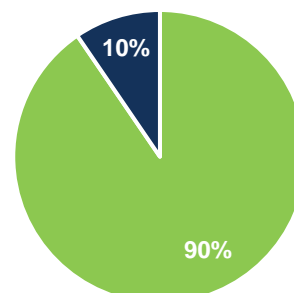


Sản xuất bao bì là mảng kinh doanh chính của AAA với đóng góp lần lượt 27,2% và 65,9% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp 2022.

AAA sản xuất 2 loại bao bì chính là Bao bì màng mỏng (túi mua sắm, túi đựng rác, túi thực phẩm,...) và Bao bì công nghiệp (jumbo, sling,...), với nguyên liệu chính lần lượt là hạt nhựa PE và hạt nhựa PP. Trong bao bì màng mỏng, bên cạnh bao bì truyền thống được sản xuất từ hạt nhựa PE, để đáp ứng xu hướng sử dụng sản phẩm thân thiện môi trường, công ty phát triển sản phẩm bao bì phân hủy sinh học mang nhãn hiệu AnEco (ngoài bao bì còn có găng tay, dao, nĩa, ống hút, màng nông nghiệp,...), với nguyên liệu đầu vào chính là hạt nhựa tự hủy.

**Cơ cấu sản lượng bao bì (2022)**


■ Bao bì màng mỏng ■ Bao bì công nghiệp

**Cơ cấu doanh thu bao bì (2022)**


■ Bao bì màng mỏng ■ Bao bì công nghiệp

*Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp*

Bao bì màng mỏng được sử dụng cho mục đích tiêu dùng hàng ngày (bao gồm cả bao bì truyền thống và bao bì phân hủy sinh học), đang được phụ trách bởi công ty mẹ AAA, trong khi bao bì công nghiệp được sử dụng cho dự trữ và vận chuyển hàng hóa, do công ty con Nhựa An Vinh sản xuất. Bao bì màng mỏng vẫn đang là sản phẩm chủ đạo của AAA khi chiếm 93% sản lượng và 90% doanh thu bao bì năm 2022.

### Hình ảnh một số sản phẩm bao bì của AAA

#### Bao bì màng mỏng



Túi rác – Túi flat cuộn



Túi rác – Túi Drawtape



Túi thực phẩm – Túi cuộn



Túi thực phẩm – Túi zipper



Túi mua sắm – Túi T-shirt



Túi rác - AnEco



Túi thực phẩm – AnEco



Túi mua sắm – AnEco

#### Bao bì công nghiệp



Bao jumbo



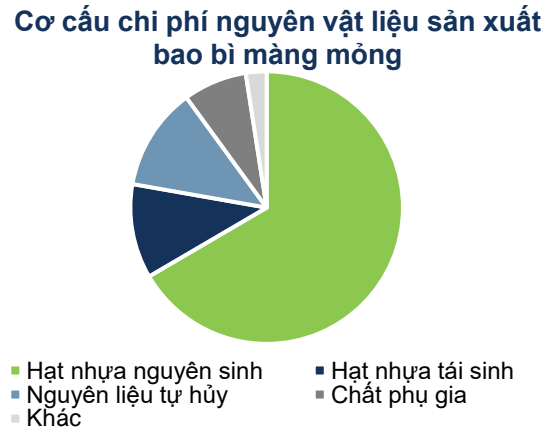
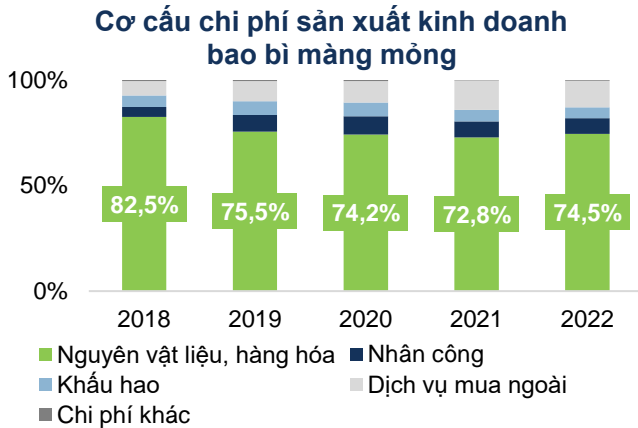
Bao sling



Bao bì PP

### 1.1. Đầu vào – Cơ chế bán hàng hạn chế rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu

➤ **Giá các loại hạt nhựa nguyên sinh (chiếm ~50% chi phí sản xuất kinh doanh) sụt giảm vì nhu cầu ảm đạm toàn cầu**



Nguồn: AAA, FPTS ước tính

**Hạt nhựa nguyên sinh chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh màng bao bì.** Trong cơ cấu chi phí sản xuất của AAA, chi phí nguyên vật liệu luôn chiếm một tỷ trọng lớn từ 70%-80%, đây là đặc thù của ngành nhựa. Trong chi phí nguyên vật liệu, chi phí hạt nhựa nguyên sinh chiếm tỷ trọng lớn nhất, khoảng 65%-70%. Ngoài ra, trong quá trình sản xuất, hạt nhựa nguyên sinh sẽ được trộn với các loại phụ liệu khác như hạt nhựa tái sinh, bột màu, chất phụ gia... với tỷ lệ tương đối nhỏ trong nguyên vật liệu.

Bao bì màng mỏng được sản xuất từ nguyên liệu chính là hạt nhựa nguyên sinh PE (cụ thể là 2 nhóm HDPE và LDPE). Trong khi đó, PP là loại hạt nhựa nguyên sinh chính để sản xuất bao bì công nghiệp.

**Một số nhà cung cấp hạt nhựa lớn của AAA**

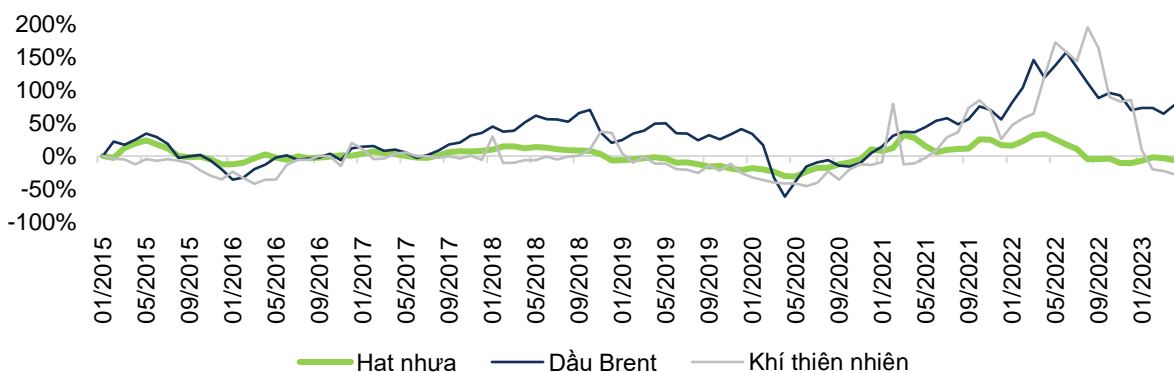
Nhà cung cấp	Quốc gia	Sản phẩm
Công ty CP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR)	Việt Nam	Hạt PP
Gulf Polymers Distribution company FZCO	UAE	Hạt PE
SABIC Asia Pacific Pte Ltd	Singapore	Hạt PE
Chevron Phillips Chemicals Asia	Singapore	Hạt PE
Borouge Pte Ltd	UAE	Hạt PE

Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

**AAA phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu với 100% hạt nhựa PE được nhập từ nước ngoài.** HDPE và LDPE, 2 loại hạt nhựa nguyên sinh được sử dụng để sản xuất bao bì màng mỏng, đều được AAA nhập khẩu 100% từ các nhà cung ứng nước ngoài. Còn lại, hạt nhựa PP (dùng cho sản xuất bao bì công nghiệp), được nhập một phần từ nhà cung ứng trong nước. Cụ thể, AAA bao tiêu đầu ra 35% sản lượng hạt nhựa PP của BSR (~63.000 tấn/năm) và sử dụng một phần để sản xuất bao bì công nghiệp.

**Các loại hạt nhựa trượt giá vì nhu cầu ảm đạm trên toàn cầu**

**Diễn biến giá hạt nhựa**



\*Giá hạt nhựa được tính trung bình từ các loại HDPE, LDPE, PP

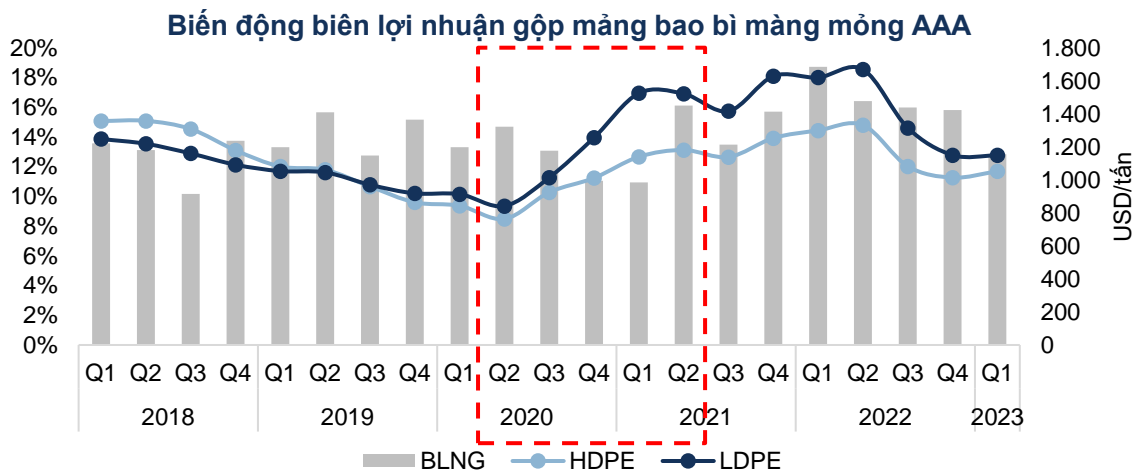
Nguồn: Bloomberg, EIA, FPTS tổng hợp

Vì hạt nhựa là sản phẩm hóa dầu, trong một xu hướng dài hạn, giá hạt nhựa sẽ có diễn biến tương đồng với giá dầu thô và khí thiên nhiên (chiếm ~70% chi phí sản xuất hạt nhựa), ngoài ra còn phụ thuộc vào diễn biến tương quan giữa giá dầu so với giá khí. Đơn cử như giai đoạn 2016-2020, giá dầu thô tăng cao trong khi giá khí duy trì khá ổn định ở vùng thấp hơn khiến cho giá hạt nhựa dù tăng cùng chiều giá dầu nhưng biên độ không mạnh bằng. Nguyên nhân vì trong giai đoạn này, những doanh nghiệp sản xuất hạt nhựa nguồn gốc từ khí thiên nhiên sẽ có lợi thế hơn về chi phí đầu vào nên sẽ gia tăng sản lượng, làm hạn chế mức tăng của giá hạt nhựa.

Bên cạnh đó, biến động giá hạt nhựa còn phụ thuộc chặt chẽ vào tình trạng cung - cầu trên thế giới, đây cũng là yếu tố sẽ tác động ngắn hạn tới giá hạt nhựa, trong một số thời điểm sẽ khiến giá hạt nhựa không biến động cùng chiều với giá các loại nguyên liệu hóa thạch. Diễn hình từ khoảng cuối T03/2021, bất chấp việc giá nguyên liệu hóa thạch tiếp tục tăng, đà tăng của giá hạt nhựa đã có xu hướng chững lại vì nhu cầu trên thị trường suy yếu do lo ngại về một làn sóng bùng phát Covid-19 mới lan rộng.

Từ đầu năm 2023 tới nay, sau khi liên tục trượt dốc trong 2H2022, giá hạt nhựa đã tạo đáy và tăng nhẹ ở 2 tháng đầu năm do (1) nguồn cung giảm vào mùa bảo trì tại thị trường Trung Đông, (2) tâm lý thị trường được cải thiện khi hy vọng về sự trở lại mạnh mẽ của Trung Quốc sau kỳ nghỉ lễ và (3) gia tăng chi phí nguyên liệu dầu thô. Tuy nhiên, đà tăng đã chững lại từ T03/2023 và đảo chiều giảm cho tới nay vì (1) thị trường Trung Quốc không tăng nhiều như mong đợi, (2) nhu cầu toàn cầu ảm đạm vì những thách thức kinh tế đang diễn ra và (3) sự trở lại của nguồn cung từ Trung Đông.

➤ **Màng bao bì màng mỏng - Chính sách đàm phán chuyển giá hạn chế rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu đầu vào**



Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTS tổng hợp

**Màng bao bì màng mỏng của AAA ít chịu rủi ro từ biến động giá nguyên vật liệu nhờ chính sách đàm phán chuyển giá, biên lợi nhuận gộp duy trì được duy trì quanh mức 13%-15% (chủ yếu đến từ mức biên lợi nhuận gia công).** Vì khách hàng của AAA chủ yếu là các khách hàng lâu năm, nhà phân phối lớn và các công ty thương mại, AAA thường bán hàng bằng cơ chế đàm phán giá bán đầu mỗi kỳ, dựa trên giá nguyên vật liệu đầu vào tại thời điểm đặt đơn. Sơ lược về công thức xác định giá bán như sau:

$$\text{giá bán} = \text{giá nguyên vật liệu tại thời điểm đặt đơn} + \text{chi phí khác} + \text{biên lợi nhuận gia công} \pm \text{điều chỉnh}$$

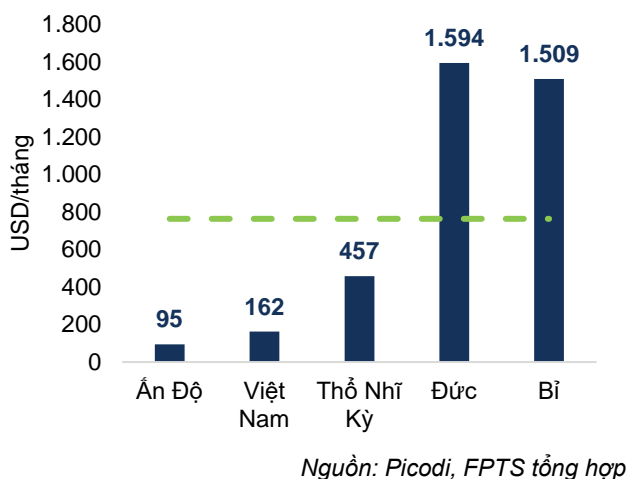
Trong đó, khoản điều chỉnh đến từ chênh lệch giữa giá hạt nhựa nhập thực tế so với thời điểm ký hợp đồng. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, nếu giá nhập hạt nhựa thực tế cao hơn từ 5%-10% so với thời điểm đặt đơn, mức chênh lệch sẽ được điều chỉnh trực tiếp vào giá bán kỳ này, trường hợp mức chênh lệch này nhỏ hơn 5% thì sẽ được điều chỉnh vào giá bán đơn hàng sau. Qua đó, biên lợi nhuận gộp màng bao bì màng mỏng của AAA ít chịu rủi ro từ biến động giá hạt nhựa. Chỉ trong trường hợp giá hạt nhựa biến động trong biên độ quá lớn hoặc quá nhanh, AAA sẽ chịu một phần rủi ro từ sự biến động này. Diễn hình như giai đoạn 3Q2020-1Q2021, giá hạt nhựa liên tục tăng nhanh với biên độ lớn, BLNG đã chịu ảnh hưởng khi sụt giảm từ 14,7% vào 2Q2020 xuống 10,9% vào 1Q2021 vì không thể chuyển toàn bộ chi phí đầu vào sang giá bán cho khách hàng. Đến 2Q2021, khi giá hạt dù vẫn neo ở mức cao nhưng đã chững lại so với quý trước, BLNG đã cải thiện trở lại, đạt mức 16,1% (+5,2 đpt QoQ).

Biên lợi nhuận gộp 1Q2023 đạt 12,8%, giảm 3,0 đpt QoQ, chúng tôi cho rằng nguyên nhân sụt giảm vì giá hạt nhựa tăng nhẹ ở 2 tháng đầu năm khiến giá nhập hạt nhựa thực tế cao hơn giá tại thời điểm đặt đơn ở một số đơn hàng. Tuy nhiên, vì mức chênh lệch khá thấp (nhỏ hơn 5%) nên sẽ được điều chỉnh vào những đơn hàng sau, điều này sẽ hỗ trợ cho biên lợi nhuận gộp 2Q2023 được cải thiện.

➤ **Màng bao bì phân hủy sinh học và bao bì công nghiệp - Lợi thế về chi phí đầu vào**

**Chi phí nguyên liệu phân hủy sinh học của AAA sẽ giảm 20% - 30% khi mua hạt nhựa tự hủy từ nhà máy PBAT (thuộc công ty liên kết của AAA, đồng thời là công ty chung tập đoàn) – dự kiến đi vào hoạt động năm 2024.** Bên cạnh các loại bao bì truyền thống sử dụng nguyên liệu chính là hạt nhựa nguyên sinh, AAA còn sản xuất bao bì phân hủy sinh học, sử dụng các loại hạt nhựa tự hủy sinh học PBAT, PLA được nhập khẩu hoàn toàn (chủ yếu nhập từ CHLB Đức). Theo ước tính của chúng tôi, tuy bao bì phân hủy sinh học chỉ chiếm ~5,5% trong tổng sản lượng bao bì, các loại nguyên liệu tự hủy có giá thành cao hơn hạt nhựa nguyên sinh ~2,3 lần, khiến nguyên liệu tự hủy chiếm tỷ trọng 10%-15% trong tổng chi phí nguyên vật liệu của AAA. Dự kiến khi nhà máy sản xuất PBAT (thuộc công ty liên kết của AAA, đồng thời là công ty chung tập đoàn) với CSTK 30.000 tấn/năm đi vào hoạt động vào năm 2024 sẽ giúp AAA đảm bảo nguồn cung 100% nguyên liệu tự hủy trong nước với giá rẻ hơn 20%-30% so với nhập khẩu như hiện nay, góp phần tăng khả năng cạnh tranh của sản phẩm tự hủy của AAA.

**Mức lương tối thiểu của một số nước xuất khẩu bao jumbo**



**Chi phí nhân công giá rẻ và chủ động về nguồn cung PP đem lại lợi thế cạnh tranh cho mảng sản xuất bao bì công nghiệp.** Quá trình sản xuất bao bì PP thâm dụng lao động hơn bao bì màng mỏng do các khâu hoàn thiện (may đáy túi và quai túi) đều yêu cầu lao động. Cụ thể, chúng tôi ước tính chi phí nhân công chiếm 10%-15% trong chi phí sản xuất kinh doanh bao bì PP, cao hơn so với mức 5%-8% của bao bì màng mỏng. So với các nước xuất khẩu bao jumbo lớn nhất trên thế giới như Ấn Độ, Thổ Nhĩ Kỳ, Đức, Bỉ,... Việt Nam được đánh giá là có chi phí nhân công rẻ với mức lương tối thiểu là 162 USD/tháng, thấp hơn ~79% so với mức trung bình (Picodi). Điều này đem lại lợi thế cạnh tranh cho AAA khi 97% doanh thu bao bì công nghiệp hiện nay đến từ thị trường xuất khẩu. Ngoài ra, việc đạt được thỏa thuận bao tiêu 35% sản lượng PP của BSR giúp doanh nghiệp có thể tiếp cận được nguồn nguyên liệu PP trong nước giá rẻ hơn khi thuế nhập khẩu PP đã tăng từ 0% lên 3% đầu năm 2017.

**1.2. Sản xuất – Quy mô sản xuất bao bì màng mỏng hàng đầu Đông Nam Á, tiên phong trong lĩnh vực sản xuất sản phẩm phân hủy sinh học tại Việt Nam**

Nhà máy	CSTK (tấn/năm)	Nhóm sản phẩm	Thị trường trọng yếu
Số 1	14.400	Bao bì màng mỏng truyền thống	EU
Số 2	22.800	Bao bì màng mỏng truyền thống	
Số 3	14.400	Bao bì màng mỏng truyền thống	
Số 5	8.400	Bao bì màng mỏng truyền thống	Nhật Bản (bao bì truyền thống) EU, Mỹ (sản phẩm phân hủy sinh học)
Số 6	38.400	Bao bì màng mỏng truyền thống và phân hủy sinh học	
Số 7	9.600	Bao bì màng mỏng truyền thống	Mỹ
An Vinh	12.000	Bao bì công nghiệp (jumbo, sling, PP)	Châu Á, Châu Mỹ, Nhật Bản
<b>TỔNG</b>	<b>120.000</b>		

Hiện nay AAA có 6 nhà máy sản xuất bao bì màng mỏng với quy mô hàng đầu Đông Nam Á và 1 nhà máy sản xuất bao bì công nghiệp, tổng CSTK đạt 120.000 tấn/năm. Sau khi 2 nhà máy số 6 và số 7 đi vào hoạt động năm 2017 nâng tổng CSTK bao bì màng mỏng lên 108.000 tấn/năm, AAA chính thức vượt qua đối thủ cạnh tranh TPBI của Thái Lan (với CSTK bao bì nhựa mềm ~60.000 tấn/năm), trở thành doanh nghiệp có quy mô sản xuất

bao bì màng mỏng lớn nhất Đông Nam Á. Hiện nay, mỗi nhà máy của AAA được thiết kế sản xuất một số loại sản phẩm riêng biệt để thích hợp với đầu ra của từng thị trường. Các dây chuyền sản xuất sản phẩm bao bì màng mỏng truyền thống đã chạy gần mức tối đa công suất, đạt ~90%. Nhà máy An Vinh chuyên sản xuất bao bì công nghiệp hiện có hiệu suất hoạt động ~60% do đây là sản phẩm mới nên chưa tiếp cận được với khách hàng, được hợp nhất với AAA từ T07/2020.

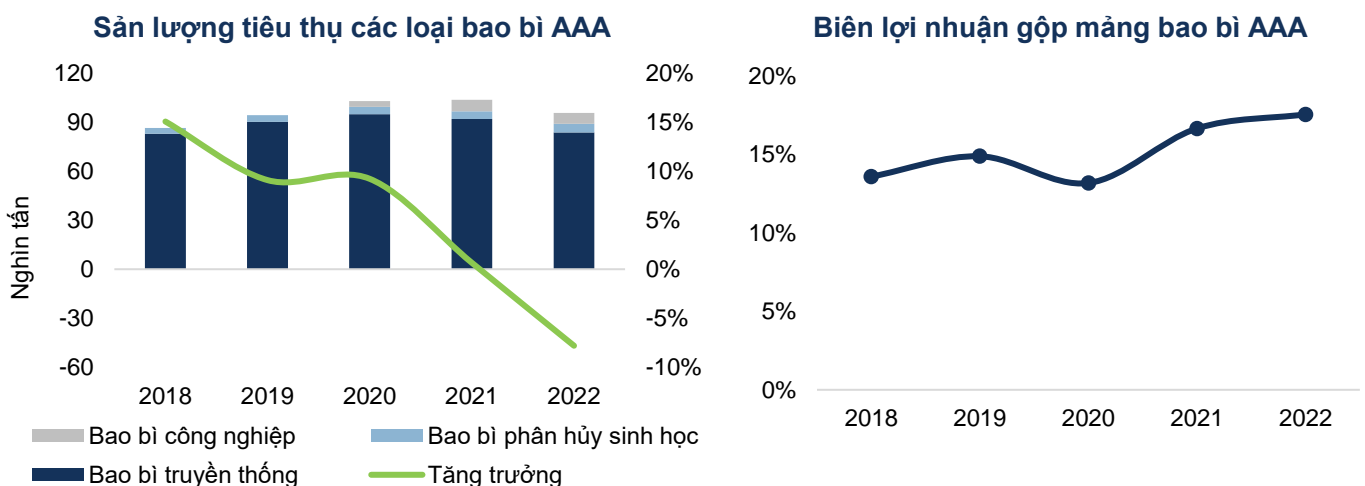
**Với xu hướng phát triển sản phẩm sinh học, AAA hiện đang tận dụng nhà máy số 6 để sản xuất sản phẩm sinh học, xuất khẩu chủ yếu sang EU và Mỹ.** Chi phí chuyển đổi từ sản xuất sản phẩm truyền thống sang sản phẩm sinh học khá thấp vì công nghệ sản xuất không có quá nhiều khác biệt, khác nhau chính ở nguyên liệu đầu vào.

AAA là doanh nghiệp Việt Nam đầu tiên sản xuất thành công sản phẩm phân hủy sinh học, đã trải qua những kiểm định khắt khe, đạt được những chứng chỉ cao nhất về sản phẩm tự hủy để thâm nhập vào thị trường khó tính trên thế giới ([Chi tiết](#)). Năm 2021, AnEco cũng đăng ký thành công nhãn hiệu tại Hoa Kỳ, chính thức đưa AnEco thâm nhập thị trường này, được pháp luật bảo hộ và tạo cơ hội đưa sản phẩm tới rộng rãi người tiêu dùng.

**Nhà máy số 8:** Nhà máy số 8 được triển khai xây dựng từ năm 2018 với mục đích ban đầu là “Sản xuất bao bì màng phức”. Tuy nhiên, năm 2019, AAA chuyển đổi mục tiêu dự án thành “Nhà máy sản xuất hạt nhựa và bao bì vi sinh phân hủy hoàn toàn” với CSTK 9.600 tấn/năm để đáp ứng nhu cầu thị trường. Nguyên nhân vì nhu cầu sử dụng bao bì màng phức đã bão hòa, trong khi thời điểm đó, nhu cầu cho bao bì phân hủy sinh học được dự kiến sẽ tăng đột biến khi các nước EU bắt đầu thực hiện cấm nhựa một lần. Tại ĐHCĐ 2023, AAA một lần nữa chuyển đổi mục tiêu nhà máy số 8 thành “Sản xuất bao bì màng phức hợp, PE; Sản xuất hạt compound nhựa; Phân tách, làm sạch hạt nhựa”. Theo thông tin từ BLĐ, nhu cầu tiêu thụ nhựa phân hủy sinh học đã không tăng mạnh như kỳ vọng và Nhà máy số 6 hiện vẫn đáp ứng được nhu cầu. Trong khi đó, ngành nhựa Việt Nam hiện nay vẫn phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ nước ngoài, việc bổ sung mục tiêu sản xuất hạt compound, phân tách và làm sạch hạt nhựa nêu trên nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường. **Hiện nay, nhà máy số 8 đã hoàn thiện phần xây dựng nhà xưởng nhưng chưa nhập máy móc để sản xuất, vì vậy, chúng tôi không đưa nhà máy số 8 vào dự phóng.**

### 1.3. Đầu ra – Xu hướng chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang những dòng có biên lợi nhuận cao

- **Sản lượng tiêu thụ chững lại sau đại dịch Covid-19, chuyển dịch cơ cấu sản phẩm giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp**



Nguồn: AAA, FPTS ước tính

Sau giai đoạn tăng trưởng tích cực 2018-2020, sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA năm 2021-2022 đã chững lại, riêng năm 2022 tăng trưởng âm 7,8% YoY (năm 2021 tăng trưởng 0,7% YoY, đạt được chủ yếu vì gia tăng ghi nhận đóng góp từ mảng bao bì công nghiệp – được hợp nhất với AAA từ T07/2020). Nguyên nhân của việc sụt giảm này tới từ (1) dịch Covid-19 xuất hiện năm 2020 đã làm nhu cầu sử dụng bao bì nhựa tăng cao khi mô hình “bán mang về” trở nên phổ biến, việc mở cửa trở lại vào năm 2021 đã làm giảm xu hướng này, (2) giá nguyên liệu

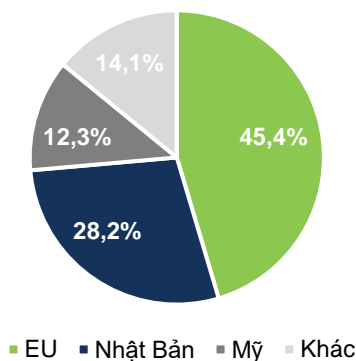


đầu vào tăng cao trong năm 2021-2022 làm ảnh hưởng tới nhu cầu tiêu thụ sản phẩm cuối cùng và (3) nhu cầu vận chuyển hàng hóa sụt giảm trong bối cảnh kinh tế toàn cầu ảm đạm tác động tiêu cực tới mảng bao bì công nghiệp.

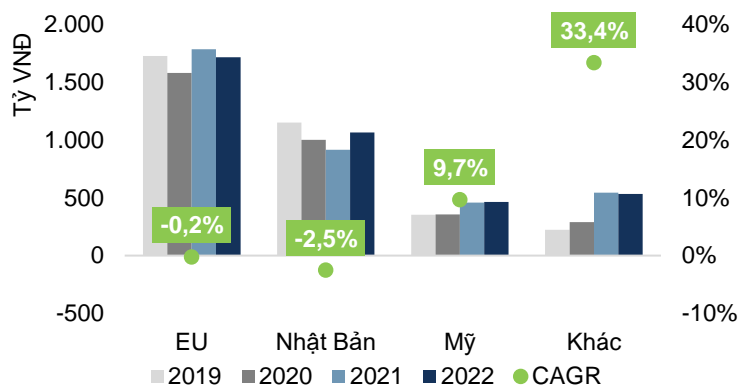
**Biên lợi nhuận gộp đang có xu hướng mở rộng nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, tăng cường đóng góp từ bao bì công nghiệp và bao bì phân hủy sinh học.** Biên lợi nhuận gộp mảng bao bì phân hủy sinh học và bao bì công nghiệp cao hơn bao bì màng mỏng truyền thống lần lượt khoảng 4%-6% và 10%. Do đó, với việc (1) gia tăng tỷ trọng của bao bì phân hủy sinh học và (2) bắt đầu ghi nhận đóng góp của bao bì công nghiệp vào năm 2020, biên lợi nhuận gộp của AAA có xu hướng cải thiện qua từng năm. Mặc dù vậy, bao bì phân hủy sinh học và bao bì công nghiệp hiện chiếm tỷ trọng khá nhỏ trong cơ cấu sản lượng tiêu thụ bao bì của AAA, ước tính đạt lần lượt 5,5% và 7,0% tổng sản lượng năm 2022.

➤ **EU và Nhật Bản là hai thị trường xuất khẩu lớn nhất nhưng đã bão hòa, động lực tăng trưởng đến từ Mỹ (Quay lại)**

**Tỷ trọng doanh thu bao bì (2022)**



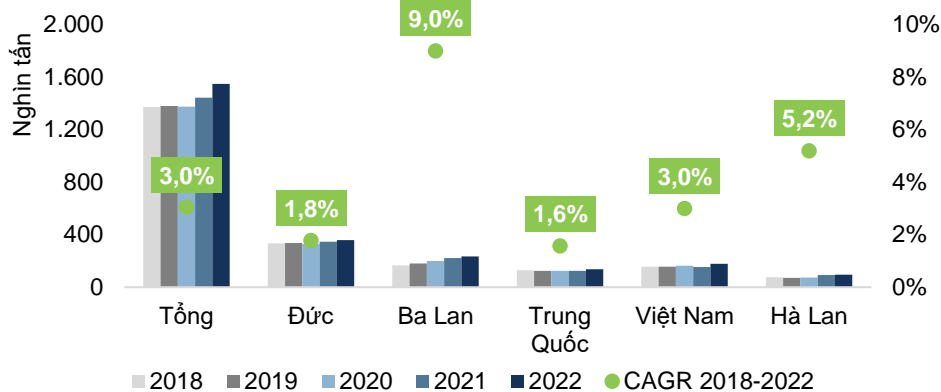
**Doanh thu bao bì phân theo thị trường**



Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

**EU, Nhật Bản và Mỹ là các thị trường xuất khẩu trọng điểm, chiếm tổng 85,9% trong cơ cấu doanh thu mảng bao bì.** EU là thị trường truyền thống, trong khi Mỹ và Nhật Bản bắt đầu đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu của AAA sau khi nhà máy số 6 và số 7 đi vào hoạt động từ năm 2017. Đây đều là những thị trường lớn nhưng đã dần bước vào giai đoạn bão hòa khi chỉ số chất dẻo tiêu thụ bình quân đầu người của các khu vực như NAFTA, EU hay Nhật Bản đều đã ở mức cao hơn từ 200% – 300% so với mức trung bình của thế giới là 45kg/người/năm với tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 3%/năm. Tuy nhiên, xét về cơ hội xuất khẩu của AAA, mỗi thị trường có những đặc điểm riêng.

**Số liệu nhập khẩu bao bì nhựa PE của EU**

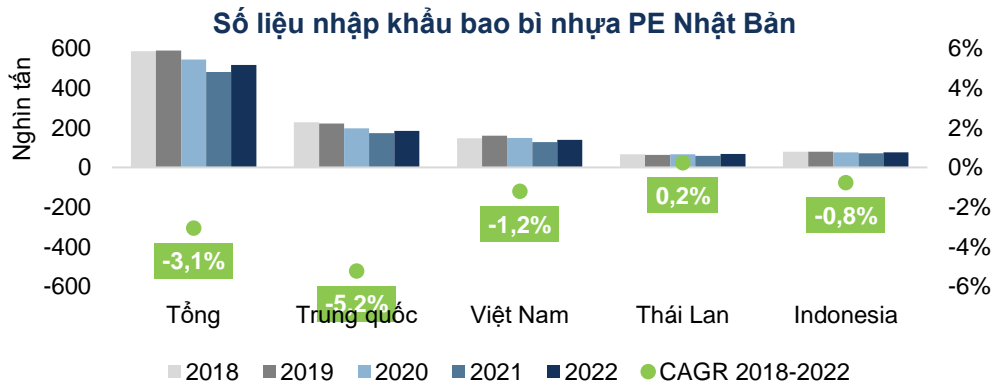


Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

**Doanh thu đóng góp từ EU (chiếm ~45,4% doanh thu của AAA) chững lại, CAGR giai đoạn 2018-2022 đạt -0,2%/năm vì thị trường đã dần bão hòa, sản phẩm nội khối chiếm ưu thế.** Với ngành công nghiệp nhựa phát triển, nguồn cung bao bì nhựa PE của EU hiện nay chủ yếu tới từ các quốc gia nội khối, nhất là khi sản phẩm nội khối có nhiều ưu thế về thuế quan và chi phí vận chuyển. Số liệu nhập khẩu bao bì nhựa PE của EU giai đoạn

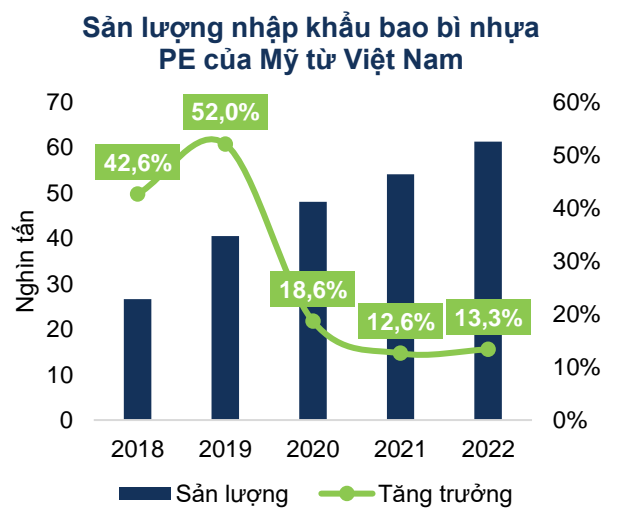
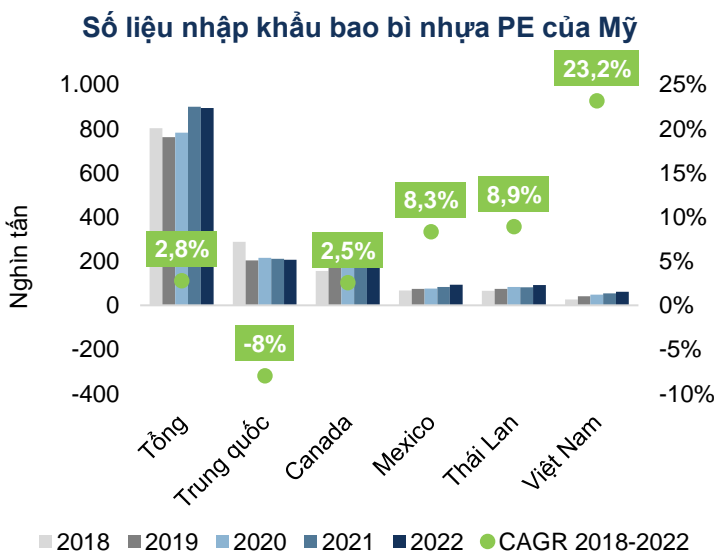
2018-2022 tăng trưởng khá chậm với CAGR=3,0%/năm, trong đó các quốc gia nội khối vẫn có tốc độ tăng trưởng khả quan hơn.

**Xuất khẩu của AAA sang EU được hỗ trợ bởi EVFTA thi hành từ T08/2020.** Xét về các nước bên ngoài khu vực, Việt Nam và Trung Quốc là 2 quốc gia cung cấp bao bì PE lớn nhất cho EU. So với đối thủ, sản phẩm bao bì nhựa PE của Việt Nam tăng lợi thế cạnh tranh sau khi EVFTA có hiệu lực giúp mức thuế nhập khẩu vào EU giảm về 0, trong khi Trung Quốc vẫn chịu mức thuế nhập khẩu là 6,5%. Điều này góp phần giúp Việt Nam giữ được thị phần tại EU khi sản lượng bao bì PE nhập từ Việt Nam tăng trưởng với CAGR=3,0%/năm giai đoạn 2018-2022, bằng với tăng trưởng tổng sản lượng nhập khẩu của thị trường này.



Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

**Tương tự thị trường EU, dự địa tăng trưởng của thị trường Nhật Bản không còn lớn.** Nhập khẩu bao bì nhựa PE của Nhật Bản đang có xu hướng chuyển dịch từ Trung Quốc sang các quốc gia Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam. Tuy nhiên, sản lượng bao bì PE nhập khẩu đang giảm dần vì thị trường đã bão hòa, tăng trưởng CAGR 2018-2022 đạt -3,1%/năm. Qua đó, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng tới từ thị trường này không lớn.

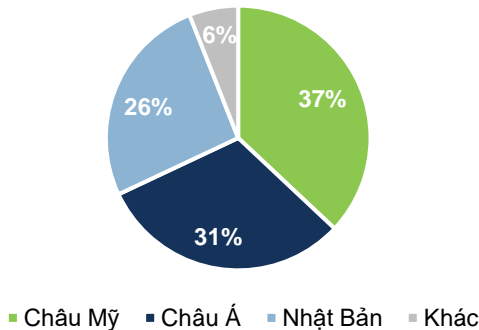


Nguồn: ITC, FPTS tổng hợp

**Thị trường Mỹ tăng trưởng khả quan nhờ xu hướng nhập khẩu của Mỹ dịch chuyển từ Trung Quốc sang các nước Đông Nam Á.** Tương tự với EU và Nhật Bản, thị trường Mỹ đang dần bước vào giai đoạn bão hòa với sản lượng nhập khẩu bao bì PE giai đoạn 2018-2022 tăng trưởng với CAGR=2,8%/năm. Tuy nhiên, số liệu nhập khẩu từ Việt Nam đang tăng trưởng rất khả quan với CAGR=23,2%/năm trong cùng giai đoạn trên. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung đã khiến cho xu hướng nhập khẩu bao bì nhựa chuyển từ Trung Quốc sang các nước Đông Nam Á, trong đó Việt Nam hưởng lợi lớn nhất khi sản lượng nhập khẩu của Mỹ từ Việt Nam đặc biệt tăng mạnh trong giai đoạn 2018-2020. Tuy tốc độ tăng trưởng đang có xu hướng chậm lại khi đạt ~13%/năm trong 2 năm gần đây, đây vẫn là mức tăng trưởng khả quan so với các thị trường khác. Đối với AAA, doanh thu đóng góp từ thị

trường Mỹ đang tăng trưởng mạnh nhất với CAGR=9,7%/năm giai đoạn 2018-2022. Thị trường Mỹ đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu doanh thu của AAA và là động lực tăng trưởng cho AAA trong thời gian tới.

**Cơ cấu doanh thu bao bì công nghiệp (2022)**



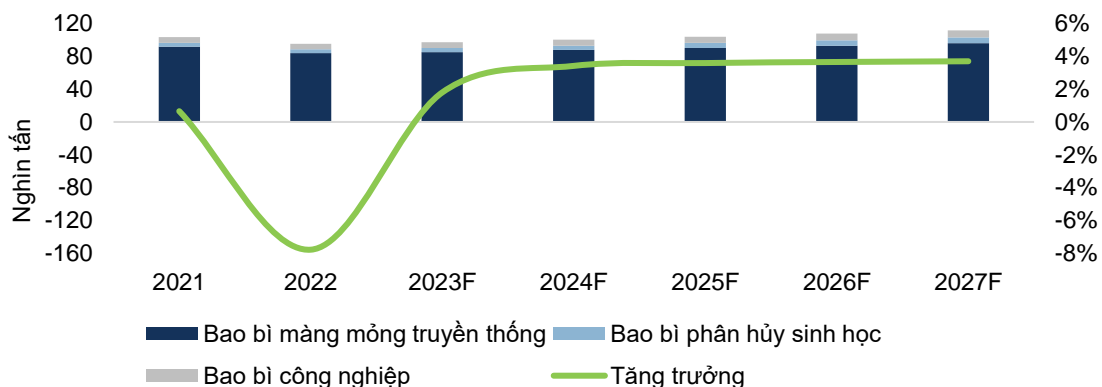
Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

Bên cạnh 3 thị trường trọng điểm là EU, Mỹ và Nhật Bản, doanh thu đóng góp từ các thị trường khác đang có mức tăng trưởng cao với CAGR=33,4%/năm giai đoạn 2018-2022, chủ yếu nhờ ghi nhận đóng góp từ bao bì công nghiệp từ năm 2020. 97% doanh thu mảng bao bì công nghiệp của AAA đến từ thị trường xuất khẩu. Khác với bao bì màng mỏng, Châu Á là một trong những thị trường xuất khẩu chính của bao bì công nghiệp khi chiếm 31% tổng doanh thu. Đây là dòng sản phẩm mới, hiện nay AAA vẫn đang trong quá trình tìm kiếm, mở rộng và đa dạng hóa thị trường xuất khẩu.

#### 1.4. Triển vọng kinh doanh mảng bao bì - Kém khả quan trong ngắn hạn, khả quan hơn trong dài hạn nhờ mảng bao bì phân hủy sinh học và công nghiệp [\(Quay lại\)](#)

- Sản lượng tiêu thụ bao bì tăng trưởng với CAGR=3,3%/năm giai đoạn 2023-2027F, động lực tăng trưởng tới từ sản phẩm phân hủy sinh học và bao bì công nghiệp.

**Dự phóng sản lượng tiêu thụ bao bì AAA**



Nguồn: AAA, FPTS dự phóng

Chúng tôi dự phóng sản tổng sản lượng bao bì năm 2023F đạt 97,1 nghìn tấn (+1,8% YoY), trong đó bao bì màng mỏng truyền thống vẫn là sản phẩm chủ đạo, chiếm ~87,4%. Giai đoạn 2023-2027F, sản lượng bao bì tăng trưởng với CAGR=3,3%/năm. Theo Euromonitor, nhu cầu tiêu thụ bao bì có mối tương quan với tăng trưởng GDP toàn cầu. Trong đó, mức tăng trưởng 2023F được dự báo khá thấp vì những khó khăn của kinh tế toàn cầu sẽ tiếp tục khiến nhu cầu mua sắm (đối với bao bì màng mỏng) và vận chuyển hàng hóa (đối với bao bì công nghiệp) chịu ảnh hưởng tiêu cực. Tuy nhiên, vì giá nguyên liệu đầu vào hạ nhiệt, chúng tôi cho rằng nhu cầu trong 2023F sẽ cải thiện so với mức nền thấp của 2022.

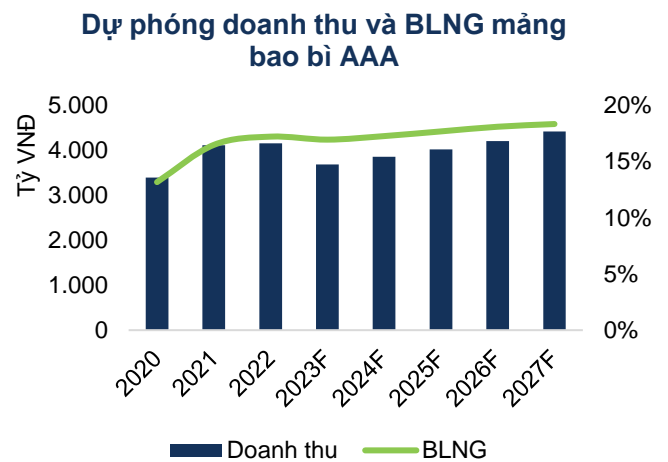
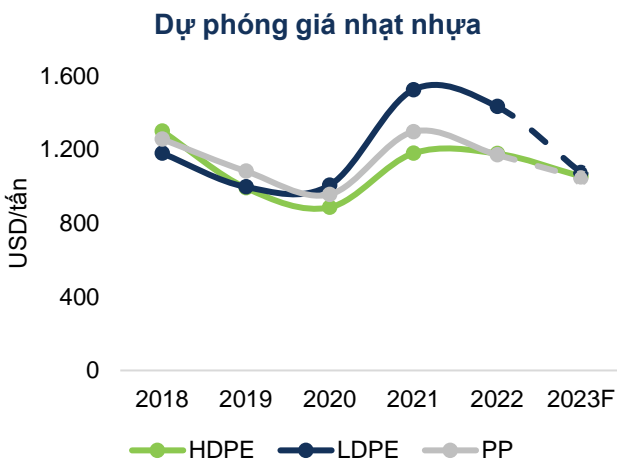
**Đối với bao bì màng mỏng truyền thống**, chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn đang dần chậm lại vì thị trường bão hòa, với sản lượng tăng trưởng CAGR=2,7%/năm giai đoạn 2023-2027F. Trong đó, động lực tăng trưởng chính tới từ thị trường Mỹ. Chúng tôi cho rằng xu hướng hạn chế sử dụng nhựa một lần sẽ chưa tạo ra ảnh hưởng lớn tới mảng bao bì truyền thống của AAA trong ngắn hạn.

**Đối với bao bì phân hủy sinh học**, chúng tôi dự phóng sản lượng tăng trưởng với CAGR=9,0%/năm giai đoạn 2023-2027F, cao nhất trong 3 mảng. Tuy nhiên, mảng này sẽ chỉ tăng tốc sau khi nhà máy PBAT đi vào hoạt động vào năm 2024 giúp giảm chi phí sản xuất, vì giá bán sản phẩm phân hủy sinh học hiện nay cao hơn bao bì truyền thống ~2,5 lần. Theo Euromonitor, 41% nhà sản xuất cho rằng việc không sẵn sàng chi trả nhiều hơn cho sản phẩm xanh là rào cản lớn nhất để người tiêu dùng cam kết với sản phẩm. Đây sẽ là thị trường tiềm năng trong dài hạn

nhờ (1) nhận thức của người tiêu dùng đối với vấn đề môi trường tăng cao, (2) xu hướng các quốc gia áp đặt/hạn chế sử dụng bao bì truyền thống và (3) tăng quy mô và cải tiến công nghệ trong ngành giúp giảm giá thành sản xuất.

**Đối bao bì công nghiệp**, chúng tôi cho rằng đây sẽ là mảng tăng trưởng khả quan nhất trong 2-3 năm tới vì là mảng mới và AAA đang trong quá trình mở rộng thị trường, dự phóng tăng trưởng sản lượng đạt CAGR=5,2%/năm giai đoạn 2023F-2027F. Động lực tăng trưởng bao bì công nghiệp tại các nước phát triển như Mỹ, Nhật Bản, EU đến từ việc vận chuyển hóa chất cho ngành dược phẩm khi dân số già ngày càng tăng, trong khi tại các nước đang phát triển là từ vận chuyển nông sản, phân bón. Theo FMI, quy mô thị trường FIBC (bao jumbo) toàn thế giới sẽ đạt 11,9 tỷ USD vào năm 2032 với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 5,3% giai đoạn 2022-2032F, và bao bì PP dệt dự kiến quy mô đạt 4,1 tỷ USD vào năm 2032 với CAGR = 4,1%/năm trong cùng giai đoạn trên.

➤ **Kỳ vọng biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện nhờ tăng tỷ trọng bao bì công nghiệp và phân hủy sinh học, đặc biệt sau khi nhà máy PBAT đi vào hoạt động năm 2024F**



Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTs dự phóng

Với cơ chế điều chỉnh giá bán theo giá nguyên liệu đầu vào, chúng tôi giả định giá bán trung bình năm 2023F các loại sản phẩm bao bì giảm ~13% YoY dựa trên kỳ vọng giá hạt nhựa tiếp tục neo ở vùng thấp trong năm 2023. Cụ thể, chúng tôi dự phóng giá HDPE, LDPE, PP giảm lần lượt 11% YoY, 25% YoY và 11% YoY do (1) nhu cầu ảm đạm vì tình hình kinh tế toàn cầu; (2) nguồn cung gia tăng khi một lượng lớn công suất sẽ tiếp tục được bổ sung ([Chi tiết](#)) và (3) dự báo giá dầu trung bình 2023 giảm còn 88 USD/thùng (-13%YoY).

Biên lợi nhuận gộp mảng bao bì được ước tính đạt 16,9% năm 2023F, tương đương mức năm 2022 và tiếp tục được cải thiện trong giai đoạn 2024-2026F nhờ chuyển dịch cơ cấu sản phẩm, tăng tỷ trọng các dòng sản phẩm có biên lợi nhuận cao là bao bì công nghiệp và bao bì phân hủy sinh học.

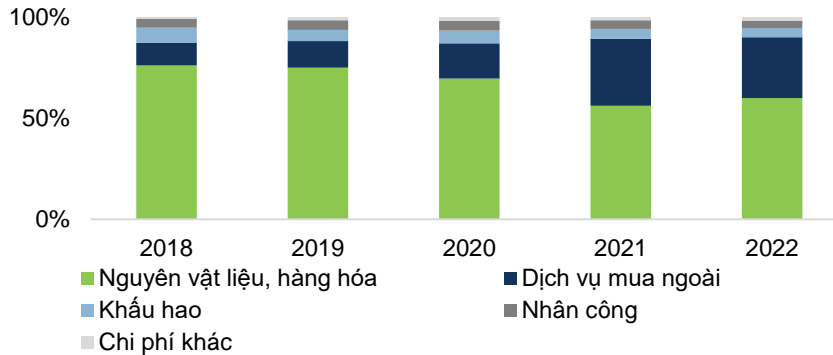
## 2. Mảng sản xuất hạt phụ gia và bột đá CaCO<sub>3</sub> – Kỳ vọng sản lượng tăng trưởng với CAGR=4,2%/năm giai đoạn 2023-2027F với động lực tới từ nhu cầu cho sản phẩm nhựa toàn cầu

Mảng sản xuất hạt phụ gia<sup>1</sup> và bột đá CaCO<sub>3</sub><sup>2</sup> do công ty con là CTCP An Tiến Industries (HSX: HII) phụ trách (AAA sở hữu 54,85%). Tuy đóng góp nhỏ tỷ trọng nhỏ ~4,1% trong cơ cấu doanh thu, mảng này chiếm ~17,1% trong tổng lợi nhuận gộp của AAA năm 2022 nhờ có biên lợi nhuận cao, đạt 20% - 30% trong giai đoạn 2018-2022. Trong đó, hạt phụ gia là sản phẩm chủ đạo, đóng góp trên 95% doanh thu và lợi nhuận.

<sup>1</sup> **Hạt phụ gia** được ứng dụng trong quá trình sản xuất các sản phẩm nhựa nhằm giảm giá thành trong sản xuất, tăng độ chịu nhiệt, độ bền cho sản phẩm,... Các loại phụ gia nhựa chính của AAA gồm hạt phụ gia PE, hạt phụ gia PP lần lượt được sản xuất trên nền PE, PP, với thành phần chính là bột đá CaCO<sub>3</sub> - chiếm 75%-85% khối lượng.

<sup>2</sup> **Bột đá CaCO<sub>3</sub>** được sản xuất với mục đích chính làm nguyên liệu đầu vào cho sản xuất hạt phụ gia. Phần bột đá dư thừa còn lại được bán ra ngoài.

### Chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố mảng hạt phụ gia và bột đá



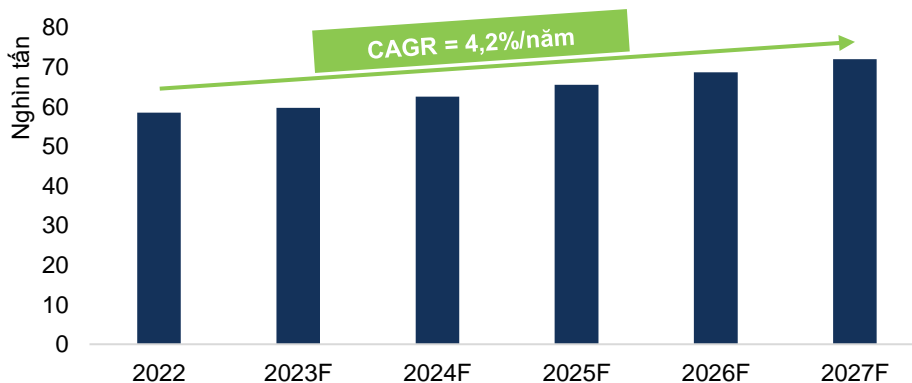
Nguồn: HII, FPTS tổng hợp

**Chi phí hạt nhựa nguyên sinh và chi phí vận chuyển là yếu tố quyết định giá hạt phụ gia.** Trong quá trình sản xuất hạt phụ gia và bột đá CaCO<sub>3</sub>, nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất ~60%-75%. Ngoài ra, vào những thời điểm chi phí vận chuyển tăng cao, điển hình như giai đoạn 2021-2022, chi phí dịch vụ mua ngoài cũng ảnh hưởng lớn tới chi phí sản xuất kinh doanh khi chiếm ~30%.

Trong chi phí nguyên vật liệu để sản xuất hạt phụ gia, chi phí hạt nhựa nguyên sinh PE-PP chiếm tỷ trọng lớn nhất, ước tính đạt khoảng 40%-50%. Ngoài ra, trong quá trình sản xuất hạt phụ gia, hạt nhựa nguyên sinh sẽ được trộn với bột đá CaCO<sub>3</sub> tùy theo tỷ lệ khách hàng yêu cầu, thường chiếm tỷ trọng khá nhỏ ~10%-15% trong chi phí nguyên vật liệu.

**Mảng sản xuất hạt phụ gia của AAA có lợi thế cạnh tranh về giá nhờ (1) tự chủ sản xuất được CaCO<sub>3</sub> và (2) mảng thương mại hạt nhựa đem lại lợi thế trong việc tìm kiếm nguồn nguyên liệu giá rẻ.** Hiện nay, CSTK sản xuất bột đá CaCO<sub>3</sub> của AAA đạt 220.000 tấn/năm. Nguồn nguyên liệu làm bột đá là đá vôi trắng CaCO<sub>3</sub> được khai thác trực tiếp từ mỏ đá Lục Yên và Mông Sơn (Yên Bái). Đây là 2 mỏ đá có trữ lượng lớn, được đánh giá có chất lượng (độ trắng và độ tinh khiết) cao hàng đầu khu vực Đông Nam Á. Ngoài ra, mảng thương mại hạt nhựa cũng tạo lợi thế trong việc đem lại nguồn nguyên liệu ổn định và giá cả cạnh tranh cho mảng sản xuất phụ gia.

### Dự phóng sản lượng tiêu thụ hạt phụ gia



\*Số sản lượng ước tính đã loại trừ khoản tiêu thụ nội bộ (sử dụng cho sản xuất bao bì)

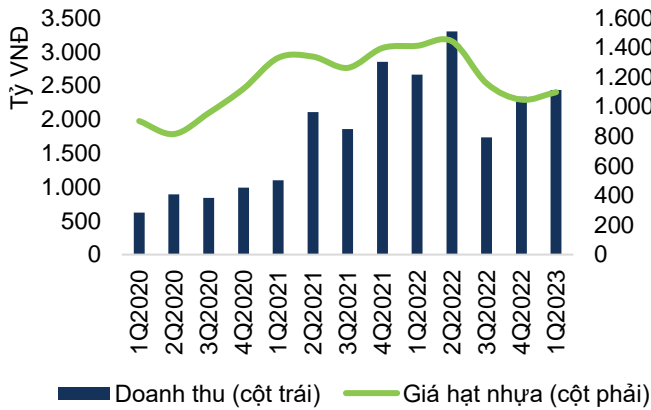
Nguồn: AAA, FPTS dự phóng

**Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ phụ gia của AAA tăng trưởng với CAGR = 4,2%/năm trong giai đoạn 2023-2027 với động lực tăng trưởng từ nhu cầu sử dụng sản phẩm nhựa toàn cầu.** Hiện nay, bên cạnh khoảng 15% sản lượng hạt phụ gia được tiêu thụ nội bộ (sử dụng để sản xuất bao bì nhựa), phần lớn còn lại được xuất khẩu, trong đó thị trường lớn nhất là Châu Á ([Chi tiết](#)). Theo dự báo của Marketsandmarkets, quy mô thị trường phụ gia thế giới được dự báo tăng trưởng với CAGR=5,1%/năm trong giai đoạn 2020-2025 nhờ vào nhu cầu ngành nhựa (gồm các mảng nhựa bao bì, nhựa xây dựng, nhựa dân dụng, nhựa kỹ thuật) tại các nước phát triển tăng trưởng cao sẽ kéo theo nhu cầu hạt nhựa phụ gia tăng lên. Trong đó, Châu Á – Thái Bình Dương là thị trường tiêu thụ lớn nhất và sẽ là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn tới.

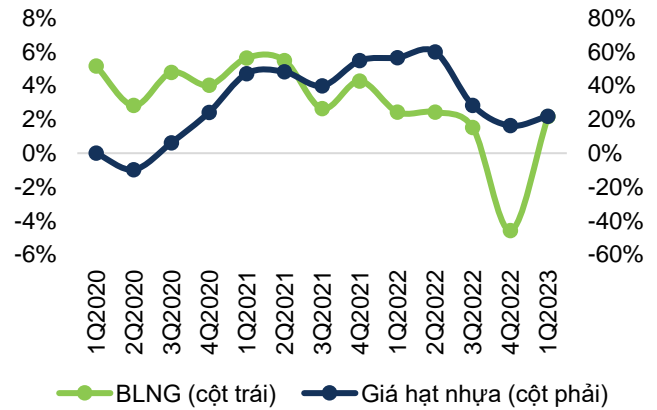
### 3. Mạng thương mại hạt nhựa – Kỳ vọng quy mô thương mại giảm trong năm 2023F

AAA hoạt động trong lĩnh vực thương mại hạt nhựa với sản phẩm thương mại chính là hạt nhựa PE và hạt nhựa PP. Dự kiến quy mô mạng thương mại của AAA năm 2023F đạt khoảng ~227 nghìn tấn.

**Doanh thu mạng thương mại hạt nhựa AAA và giá hạt nhựa**



**Biến động BLNG mạng thương mại và giá hạt nhựa**

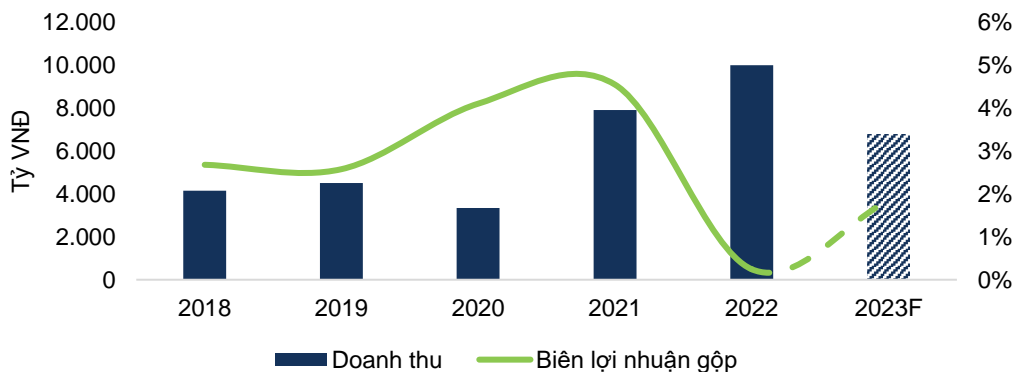


\*Giá hạt nhựa được tính trung bình từ giá các loại HDPE, LDPE, PP

Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTS tổng hợp

**Kết quả kinh doanh của mạng thương mại phụ thuộc chặt chẽ vào diễn biến giá hạt nhựa.** Diễn hình là giai đoạn 2H2022, kết quả kinh doanh mạng thương mại hạt nhựa chịu tác động tiêu cực vì giá các loại hạt nhựa đồng loạt sụt giảm. Cụ thể, tổng doanh thu mạng thương mại hạt nhựa đạt 4.067 tỷ VNĐ (-13,7% YoY) và biên lợi nhuận gộp đạt -2,0% (-5,6 đpt YoY) vì (1) giá các loại hạt nhựa liên tục trượt dốc, trung bình giảm 17,1% YoY và (2) công ty trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho 71 tỷ VNĐ trong Q4/2022.

**Dự phóng mạng thương mại hạt nhựa AAA**



Nguồn: Bloomberg, AAA, FPTS dự phóng

**Triển vọng mạng thương mại hạt nhựa năm 2023F tiếp tục kém khả quan vì giá hạt nhựa dự báo neo ở vùng thấp.** Cụ thể, năm 2023, chúng tôi dự phóng doanh thu mạng thương mại đạt 6.784 tỷ VNĐ (-32,1% YoY) vì (1) kỳ vọng quy mô thương mại giảm do nhu cầu tiêu thụ ảm đạm và (2) giá hạt nhựa dự báo hạ nhiệt.

Xét về biên lợi nhuận gộp, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mạng thương mại hạt nhựa năm 2023 đạt 1,9% (+1,6 đpt YoY) nhờ (1) AAA hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho 51,6 tỷ VNĐ đã được trích lập trong năm 2022 (đã được hoàn nhập trong Q1/2023 khi giá hạt nhựa tăng trở lại ở 2 tháng đầu năm) và (2) AAA xây dựng kế

hoạch tăng cường bán back-to-back<sup>3</sup> để hạn chế rủi ro từ việc tích trữ tồn kho trong bối cảnh giá hạt nhựa hạ nhiệt. Tuy nhiên, mức biên lợi nhuận này vẫn thấp hơn 0,9 đpt so với trung bình giai đoạn 2018-2022 (đạt 2,8%), cho thấy mảng thương mại chưa hồi phục hoàn toàn.

#### 4. Màng Bất động sản khu công nghiệp – Động lực từ dự án KCN An Phát 1 dự kiến đưa vào khai thác vào Q3/2022

AAA hiện sở hữu 2 KCN là KCN Kỹ thuật cao An Phát (gọi tắt là KCN An Phát) và KCN Kỹ thuật cao An Phát 1 (gọi tắt là KCN An Phát 1), với chủ đầu tư là 2 công ty con lần lượt là CTCP Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát (AAA sở hữu 92%) và CTCP Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát 1 (AAA sở hữu 46,92%). Trong đó, KCN An Phát được đưa vào khai thác từ năm 2019, hiện đã đạt tỷ lệ lấp đầy 100%. KCN An Phát 1 dự kiến được đưa vào khai thác vào Q3/2023, kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của AAA trong thời gian tới.

##### 4.1. Khu công nghiệp cũ - Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát: Đã lấp đầy 100%

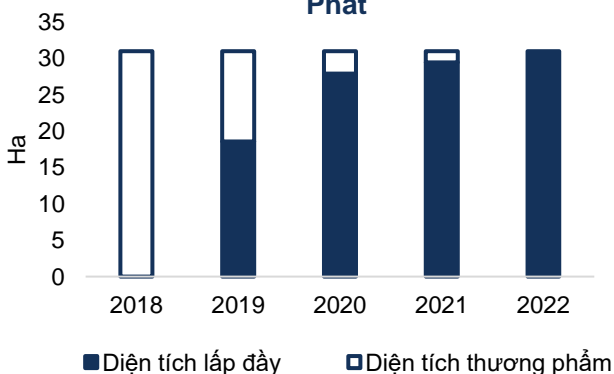


**Tên khu công nghiệp:** Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát  
**Vị trí:** Km47, Quốc lộ 5, Việt Hòa, TP. Hải Dương, tỉnh Hải Dương  
**Diện tích:** 46,4 ha  
**Tổng vốn đầu tư:** 2,035 tỷ VNĐ  
**Thời điểm bắt đầu khai thác:** 2019  
**Thời hạn sử dụng đất:** T06/2057  
**Tỷ lệ sở hữu của AAA:** 92,02%

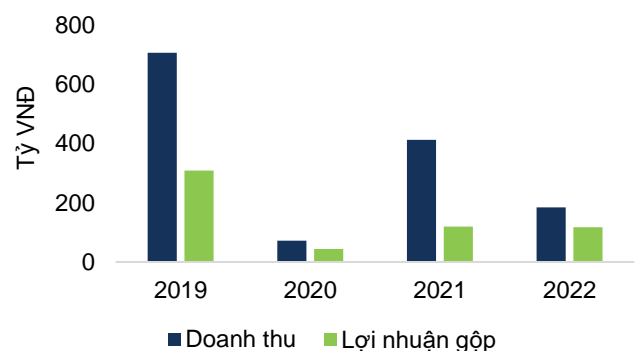
AAA tham gia vào lĩnh vực BĐS KCN khi công ty con là CTCP Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát (tỷ lệ sở hữu 92,02%) mua lại KCN Việt Hòa – Kenmark qua đấu giá bởi BIDV vào T04/2018. Tài sản đấu giá gồm quyền sử dụng đất và toàn bộ tài sản gắn liền trên đất trong KCN, đã được mua lại với giá 756,45 tỷ VNĐ. Tổng vốn đầu tư ban đầu là 98,4 triệu USD, chủ đầu tư trước đây – Công ty Kenmark đã giải ngân khoảng 50% và hoàn thành hạ tầng kỹ thuật, trạm xử lý nước thải và 13 nhà xưởng rộng 11,4 ha. Sau khi tiến hành sửa chữa và bảo dưỡng hạ tầng, xây dựng tăng diện tích nhà xưởng lên 15 ha, AAA đưa vào khai thác KCN từ năm 2019.

Hoạt động kinh doanh chính của KCN Kỹ thuật cao An Phát bao gồm: cho thuê, bán nhà xưởng xây sẵn hoặc xây theo yêu cầu, cho thuê đất công nghiệp, cho thuê, bán đất dịch vụ, cung cấp các dịch vụ, tiện ích hạ tầng khu công nghiệp.

**Tiến độ cho thuê KCN Kỹ thuật cao An Phát**



**Doanh thu và lợi nhuận gộp KCN Kỹ thuật cao An Phát**



*Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp*

<sup>3</sup> Back-to-back L/C (L/C giá trị) là hình thức Trader ký hợp đồng bán hàng cho Customer – điều khoản thanh toán bằng L/C; đồng thời Trader cũng ký hợp đồng nhập hàng của Supplier thanh toán bằng L/C, cho cùng một lô hàng với các điều khoản tương tự.

Doanh thu KCN An Phát đến từ 3 mảng chính bao gồm (1) bán nhà xưởng xây sẵn; (2) cho thuê đất dài hạn và (3) cho thuê nhà xưởng. Tính đến cuối năm 2022, KCN Kỹ thuật cao An Phát đã được lấp đầy 100% và AAA đã hoàn tất ghi nhận doanh thu một lần đến từ việc bán nhà xưởng và cho thuê đất dài hạn. Trong khoảng thời gian 31 năm còn lại của dự án, ước tính doanh thu phân bổ hàng năm ổn định đạt ~100 tỷ VNĐ/năm đến từ việc cho thuê nhà xưởng.

#### 4.2. Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát 1 – Kỳ vọng khả năng cho thuê tích cực [\(Quay lại\)](#)

##### ➤ Thông tin cơ bản và cập nhật tiến độ KCN An Phát 1



**Tên khu công nghiệp:** Khu công nghiệp Kỹ thuật cao An Phát 1

**Vị trí:** Tiếp giáp phía Tây quốc lộ 37 tại đoạn Km69, thuộc địa giới hành chính 3 xã Quốc Tuấn, An Bình, An Lâm của huyện Nam Sách, tỉnh Hải Dương

**Diện tích:** 180 ha (diện tích thương phẩm 130 ha)

**Tổng vốn đầu tư:** 1.947 tỷ VNĐ

**Thời điểm bắt đầu khai thác:** Dự kiến Q3/2023

**Thời hạn sử dụng đất:** T02/2071

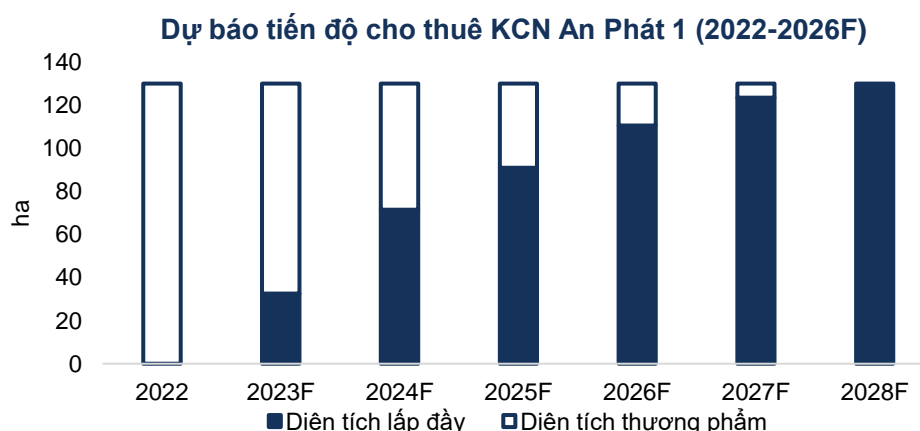
**Tỷ lệ sở hữu của AAA:** 46,93%

KCN An Phát 1 (trước đây có tên là KCN Quốc Tuấn - An Bình) được phê duyệt chủ trương đầu tư dự án đầu tư phát triển kết cấu hạ tầng khu công nghiệp theo [Quyết định số 212/QĐ-TTg](#) của Phó thủ tướng vào tháng 02/2021. Đến tháng 3/2021, dự án được đổi tên thành KCN An Phát 1. Tháng 6/2021, Quý đầu tư Actis đầu tư 20 triệu USD vào KCN An Phát 1 để sở hữu 49% cổ phần.

KCN An Phát 1 có tổng diện tích 180 ha, trong đó có 130 ha là đất thương phẩm. Tiếp nối KCN An Phát, KCN An Phát 1 tiếp tục đặt mục tiêu phát triển khu công nghiệp công nghệ cao và thân thiện với môi trường ở tỉnh Hải Dương. KCN An Phát 1 tập trung thu hút các dòng vốn FDI hoạt động trong các lĩnh vực công nghệ cao, hiện đại như lĩnh vực điện tử, máy vi tính, sản phẩm quang học, thiết bị điện dân dụng, công nghiệp chế biến, chế tạo và các ngành công nghiệp hỗ trợ...

**Về tiến độ thực hiện,** KCN An Phát 1 đã hoàn thiện xây dựng hạ tầng kỹ thuật được khoảng 100 ha và sẵn sàng cho thuê. Dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ Quý 3/2023. Theo thông tin chia sẻ từ doanh nghiệp, KCN An Phát 1 đã nhận đặt cọc ~54% diện tích đất thương phẩm.

##### ➤ Kỳ vọng khả năng cho thuê tích cực nhờ vị trí địa lý thuận lợi và quỹ đất lớn trong bối cảnh nguồn cung khan hiếm



*Nguồn: FPTIS dự phóng*

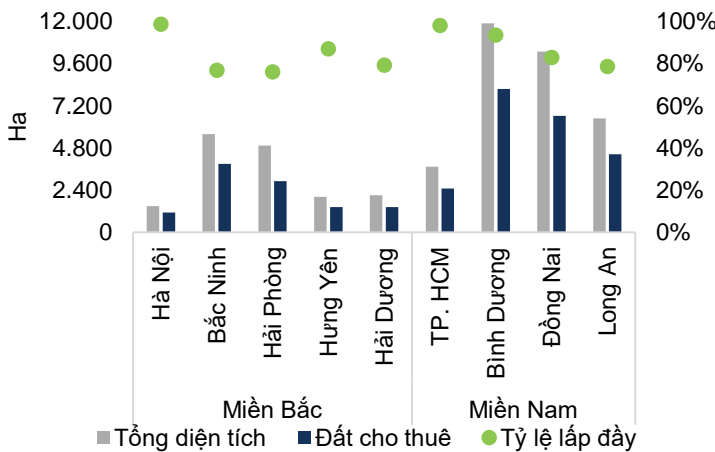
Chúng tôi giả định KCN An Phát 1 sẽ đi vào hoạt động theo đúng kế hoạch từ Q3/2023 và lấp đầy vào năm 2028F, với giá cho thuê 90 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê nhờ vào (1) vị trí thuận lợi, (2) quỹ đất lớn trong bối cảnh nguồn cung khó tăng nhanh trong ngắn hạn.



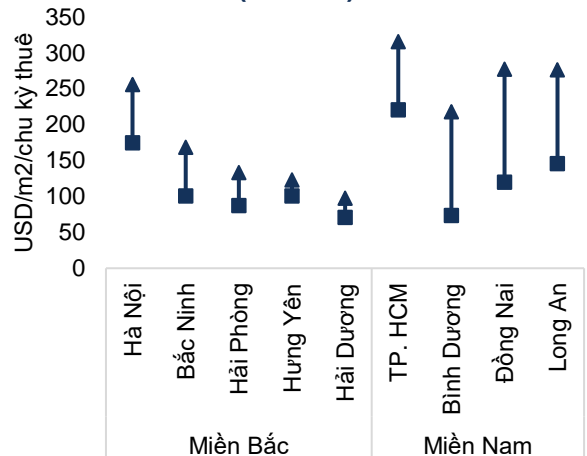


**Xét về vị trí, KCN An Phát 1 nằm tại trung tâm kinh tế Miền Bắc, có vị trí địa lý rất thuận lợi trong giao thương kinh tế và vận chuyển hàng hoá.** Dự án thuộc huyện Nam Sách - tỉnh Hải Dương, nằm tại trung tâm kinh tế miền Bắc, dễ dàng di chuyển tới các địa điểm quan trọng như Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Quảng Ninh,... Hải Dương là tỉnh có vị trí đặc địa, kết hợp với Hải Phòng và Quảng Ninh thành tam giác trọng điểm kinh tế khu vực phía Đông vùng kinh tế trọng điểm Bắc Bộ. Đây là thuận lợi rất lớn về đường biển, đường bộ và về đường hàng không, đảm bảo sự thuận tiện trong việc vận chuyển, xuất nhập khẩu hàng hóa, dễ thu hút các nhà đầu tư. Riêng KCN An Phát 1, phía Tây kết nối với quốc lộ 37, phía Bắc là đường vành đai II thành phố Hải Dương, dễ dàng kết nối với các tuyến giao thông huyết mạch như cao tốc Hà Nội – Hải Phòng.

**Diện tích đất khu công nghiệp cho thuê theo khu vực (1Q2023)**



**Giá cho thuê đất KCN theo khu vực (1Q2023)**



Nguồn: CBRE, FPTS tổng hợp

**KCN An Phát 1 có lợi thế quỹ đất cho thuê lớn trong điều kiện nguồn cung khó tăng nhanh trong ngắn hạn.** Các khu công nghiệp hiện hữu đều đã tỷ lệ lấp đầy cao, Miền Bắc đạt trung bình ~81%. Xét riêng tỉnh Hải Dương, tỷ lệ lấp đầy đạt ~79%, riêng 11 KCN đang hoạt động và đã xây dựng hạ tầng kỹ thuật hoàn thiện đạt tỷ lệ lấp đầy ~84%, trong đó có 4 KCN đã lấp đầy 100% (bao gồm KCN An Phát cũ). Trong khi đó, nguồn cung trong giai đoạn tới khó có thể tăng nhanh vì thủ tục phê duyệt bị trì hoãn tới từ những vướng mắc về pháp lý. Ngoài ra, năm 2022, Hải Dương triển khai giải phóng mặt bằng và xây dựng hạ tầng 6 KCN mới, trong đó, An Phát 1 là KCN đầu tiên được tỉnh bàn giao mặt bằng nên có lợi thế rất lớn trong thu hút đầu tư.

**Xét về giá cho thuê đất, so với các thị trường trọng điểm Miền Bắc, giá cho thuê của các khu công nghiệp tại Hải Dương trung bình thấp hơn 20%-50%.** Dựa trên khung giá cho thuê phổ biến tại địa bàn tỉnh Hải Dương, chúng tôi giả định giá cho thuê KCN An Phát 1 đạt 90 USD/m<sup>2</sup>/chu kỳ thuê, mức giá này vẫn khá cạnh tranh so với các thị trường trọng điểm trong khu vực.

**5. Cập nhật kết quả kinh doanh 1Q2023 – Tác động tiêu cực từ giá hạt nhựa hạ nhiệt**
*Đơn vị: Tỷ VNĐ*

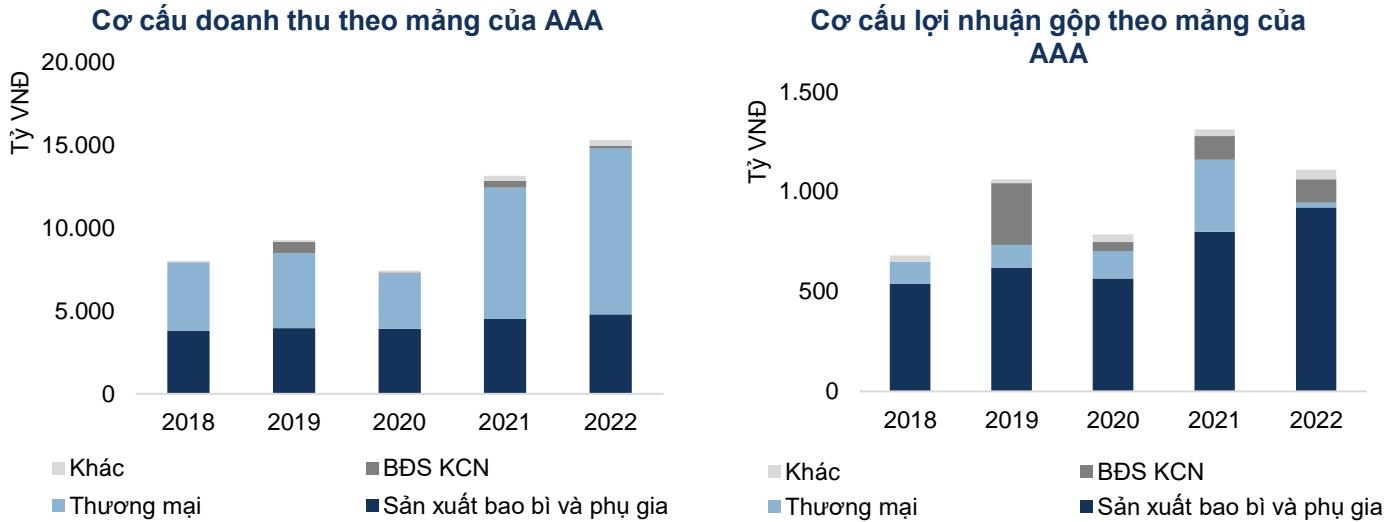
	1Q2023	1Q2022	%YoY	KH2023	%TH/KH
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.616,7</b>	<b>4.027,7</b>	<b>-10,2%</b>	<b>12.500</b>	<b>28,9%</b>
Sản xuất (bao bì + phụ gia)	1.109,0	1.164,2	-4,7%		
Thương mại	2.435,3	2.663,9	-8,6%		
BĐS KCN	28,4	77,4	-63,3%		
Cung cấp dịch vụ và khác	43,9	122,1	-64,0%		
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>246,2</b>	<b>393,7</b>	<b>-37,5%</b>		
Bán thành phẩm (bao bì + phụ gia)	168,8	269,9	-37,5%		
Bán hàng hóa	52,0	64,8	-19,7%		
BĐS KCN	17,4	43,5	-59,9%		
Cung cấp dịch vụ	7,9	15,5	-48,9%		
<b>Lợi nhuận sau thuế hợp nhất</b>	<b>63,8</b>	<b>96,5</b>	<b>-33,9%</b>	<b>500</b>	<b>12,8%</b>

Doanh thu thuần và lợi nhuận gộp 1Q2023 đạt lần lượt 3.616,7 tỷ VNĐ (-10,2% YoY) và 246,2 tỷ VNĐ (-37,5%) vì (1) doanh thu các mảng sản xuất bao bì và phụ gia, thương mại hạt nhựa đều sụt giảm khi giá bán thấp hơn so với cùng kỳ trong bối cảnh giá hạt nhựa nguyên sinh đồng loạt hạ nhiệt, cụ thể giá HDPE giảm 17,2% YoY, LDPE giảm 29,1% YoY và PP giảm 18,6% YoY; (2) KCN An Phát 1 đã lấp đầy 100% khiến doanh thu còn lại chỉ đến từ cho thuê nhà xưởng. Lưu ý lợi nhuận gộp mảng thương mại đạt 52,0 tỷ VNĐ, đạt được chủ yếu vì công ty đã hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho 51,6 tỷ VNĐ. Mảng thương mại hạt nhựa trong 1Q2023 vẫn khá tiêu cực khi giá hạt nhựa neo ở vùng thấp.

Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 63,8 tỷ VNĐ (-33,9% YoY), hoàn thành 12,8% kế hoạch cả năm. Chúng tôi dự phóng AAA có khả năng hoàn thành 99,3% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm với động lực chính đến từ KCN An Phát 1 dự kiến đi vào hoạt động vào Q3/2023.

### III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

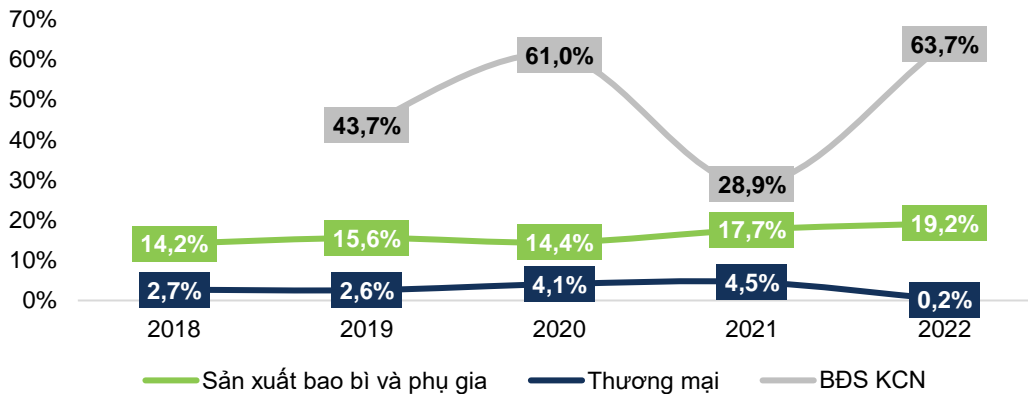
#### 1. Quy mô doanh thu tăng mạnh trong giai đoạn 2018-2022, mảng sản xuất tạo động lực tăng trưởng lợi nhuận



Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

**Tổng doanh thu tăng trưởng nhanh với động lực từ mảng thương mại.** Kết thúc năm 2022, tổng doanh thu của AAA đạt 15.315 tỷ VND, tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2018-2022 với CAGR=17,6%/năm. Trong đó, động lực tăng trưởng chính tới từ mảng thương mại hạt nhựa với CAGR=24,5%/năm trong cùng giai đoạn trên khi tăng cả về quy mô và giá bán. Mảng kinh doanh cốt lõi của công ty là sản xuất các sản phẩm cho ngành nhựa (bao gồm bao bì và phụ gia nhựa) tăng trưởng tương đối ổn định với CAGR=6,0%/năm.

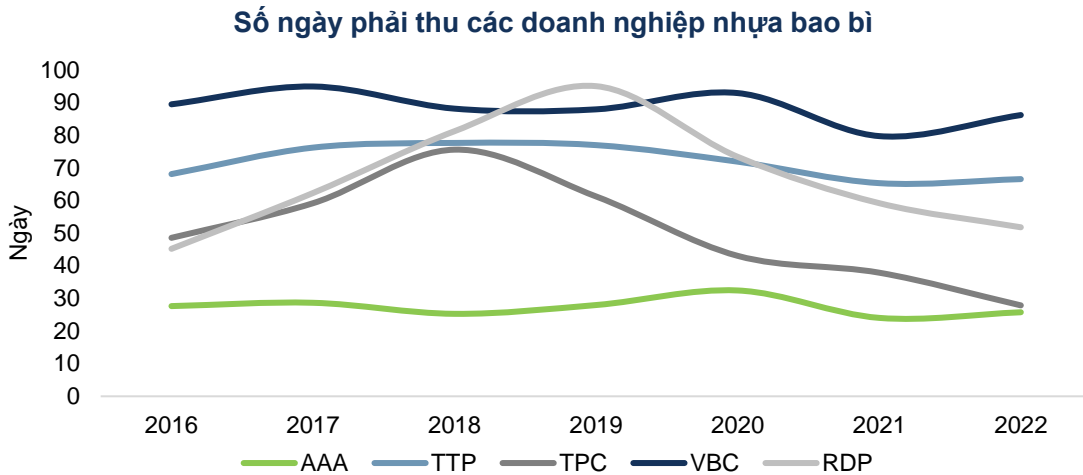
#### Biên lợi nhuận các mảng kinh doanh của AAA



Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

**Sản xuất là mảng đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp nhờ có biên lợi nhuận cao.** Mảng sản xuất có biên lợi nhuận cao nhờ tạo ra giá trị gia tăng lớn hơn cho sản phẩm và có xu hướng cải thiện qua các năm nhờ gia tăng đóng góp từ bao bì công nghiệp và phân hủy sinh học. Qua đó, đây vẫn là mảng kinh doanh chủ lực đóng góp tăng trưởng lợi nhuận của AAA. Mảng thương mại tuy đóng góp tỷ trọng lớn trong doanh thu, trong điều kiện giá hạt nhựa diễn biến ổn định, lợi nhuận từ mảng này chiếm tỷ trọng nhỏ vì có biên lợi nhuận thấp nhất. Tuy nhiên, vì nhạy cảm với giá hạt nhựa, vào những giai đoạn giá hạt nhựa liên tục tăng cao như năm 2021, biên lợi nhuận từ mảng thương mại cũng tăng mạnh, đạt 4,5% (so với mức trung bình 2,8% trong giai đoạn 2018-2022). Mảng BDS KCN ghi nhận từ KCN An Phát cũ có mức biên lợi nhuận cao nhất, tuy nhiên vì đã lấp đầy 100%, lợi nhuận đóng góp từ KCN này trong tương lai không lớn, thay vào đó là triển vọng từ KCN An Phát 1.

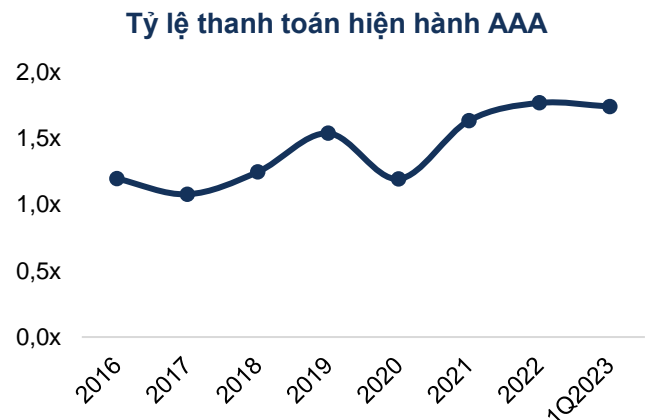
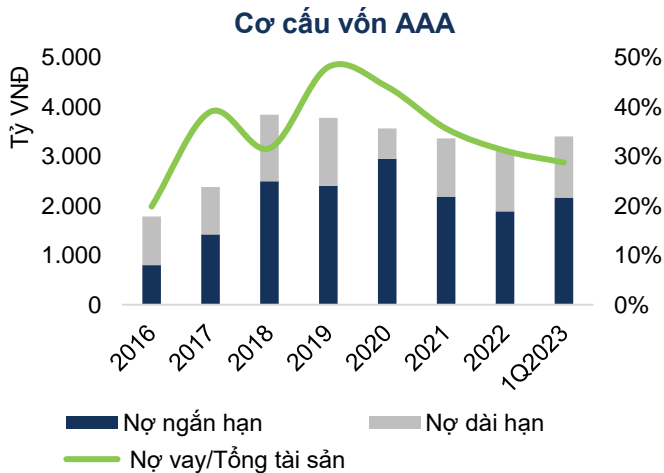
## 2. Số ngày phải thu thấp nhất trong ngành



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, FPTS tổng hợp

Trong nhóm các doanh nghiệp nhựa bao bì niêm yết, AAA luôn duy trì số ngày phải thu bình quân thấp nhất trong suốt giai đoạn 2016-2022, khoảng 30 ngày. Điều này có được do phần lớn các khách hàng của AAA đều là các đối tác truyền thống lâu năm, các công ty thương mại và nhà phân phối lớn, giúp AAA không cần sử dụng các chính sách thu hồi công nợ nới lỏng nhằm tăng tính cạnh tranh như các doanh nghiệp hoạt động tại thị trường trong nước.

## 3. Cơ cấu tài chính đang được cải thiện

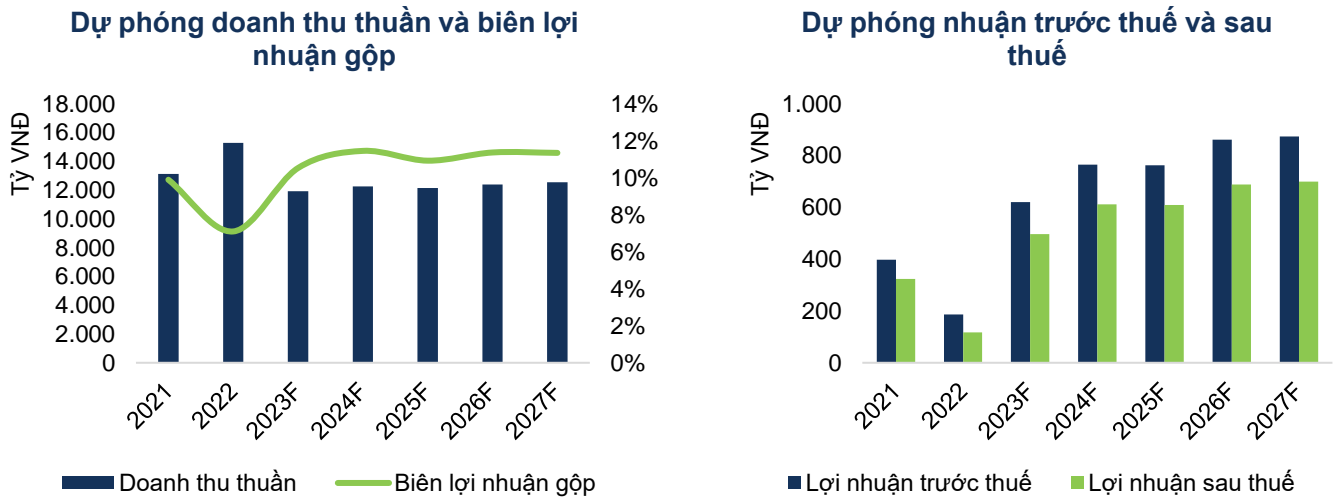


Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

Sau giai đoạn liên tục mở rộng đầu tư năm 2016-2018 khiến tỷ lệ Nợ vay/Tổng tài sản tăng mạnh, AAA đang có xu hướng ưu tiên việc huy động vốn bằng phát hành cổ phiếu hơn so với việc tăng vay nợ nhằm cải thiện cơ cấu tài chính. Điều này giúp tỷ lệ nợ vay của AAA đang liên tục hạ thấp từ mức cao nhất 48,0% năm 2019 xuống mức 28,7% tính đến cuối 1Q2023. Qua đó, chỉ số thanh toán hiện hành của AAA cũng được cải thiện, đạt mức an toàn 1,74x vào 1Q2023. Nợ vay của AAA hiện nay chủ yếu là nợ ngắn hạn, được sử dụng cho nhu cầu vốn lưu động (chủ yếu là nhập hạt nhựa cho sản xuất và thương mại), trong khi đó nợ vay dài hạn được sử dụng để tài trợ cho dự án KCN An Phát 1.

#### IV. TỔNG HỢP DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa trên những phân tích các mảng kinh doanh của AAA như trên, chúng tôi tổng hợp dự phóng giai đoạn 2023–2027F như sau:



Nguồn: AAA, FPTS dự phóng

Chỉ tiêu	Giải định
Doanh thu	<p>Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu thuần năm 2023F đạt 11.921 tỷ VNĐ (-22,0%) và tăng trưởng với CAGR=1,3%/năm trong giai đoạn 2024-2027F.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>Mảng nhựa</b> (bao gồm sản xuất bao bì và phụ gia, thương mại hạt nhựa): Kỳ vọng giá bán đồng loạt sụt giảm trong năm 2023F theo đà giảm của giá hạt nhựa, trong đó, mảng chịu ảnh hưởng lớn nhất là thương mại hạt nhựa. Giai đoạn 2024-2027F, chúng tôi giả định giá hạt nhựa ổn định và doanh thu mảng nhựa tăng trưởng nhờ tăng sản lượng và chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang những dòng có giá bán cao hơn.</li> <li><b>BDS KCN:</b> Với giả định KCN An Phát 1 đi vào khai thác vào Q3/2023 với giá cho thuê 90 USD/m2/chu kỳ thuê và đạt tỷ lệ lấp đầy 25% trong năm 2023F và đạt 100% cuối năm 2028F, trong đó ~78% được ghi nhận doanh thu 1 lần, chúng tôi dự phóng doanh thu KCN An Phát 1 năm 2023F đạt 517 tỷ VNĐ.</li> </ul>
Giá vốn hàng bán	<p>Chúng tôi dự phóng giá vốn hàng bán 2023F giảm mạnh 24,9% YoY, nguyên nhân chính vì giá hạt nhựa hạ nhiệt và giảm quy mô mảng thương mại.</p>
Lợi nhuận trước thuế	<p>Tổng nhuận trước thuế 2023F kỳ vọng đạt 621 tỷ VNĐ (+233,6% YoY). Trong đó, đóng góp từ KCN An Phát 1 đạt 186 tỷ VNĐ (chiếm 30,0%), tương ứng mức biên lợi nhuận trước thuế 36,0%. Còn lại, lợi nhuận các mảng kinh doanh hiện hữu của AAA kỳ vọng đạt 435 tỷ VNĐ (+133,6% YoY). Trong bối cảnh cước phí vận tải đã sụt giảm, chúng tôi giả định chi phí bán hàng bằng 3,4% doanh thu thuần, tương ứng 407 tỷ VNĐ (-38,9% YoY), hỗ trợ lợi nhuận mảng nhựa của AAA tăng trưởng tích cực.</p>
Lợi nhuận sau thuế	<p>Chúng tôi giả định lợi nhuận sau thuế bằng 80% lợi nhuận trước thuế trong giai đoạn 2023-2027F, tương ứng mức thuế TNDN trung bình đạt 20%.</p>

## V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu AAA bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Giá mục tiêu của một cổ phiếu AAA được xác định là **12.750 đồng/cp**, cao hơn **+16,6%** so với mức giá đóng cửa ngày 21/06/2023, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại..

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	12.245	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	13.296	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>12.750</b>	

### GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

#### GIÁ ĐỊNH MÔ HÌNH DCF CỦA CÁC MẢNG KINH DOANH HIỆN HỮU

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2023	12,96%	Phần bù rủi ro	11,48%
Chi phí sử dụng nợ	5,51%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,89
Chi phí sử dụng VCSH	17,68%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,99%	Thời gian dự phóng	5

#### GIÁ ĐỊNH MÔ HÌNH DCF CỦA KCN AN PHÁT 1

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2023	11,99%	Phần bù rủi ro	11,48%
Chi phí sử dụng nợ	7,5%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,76
Chi phí sử dụng VCSH	13,98%	Tăng trưởng dài hạn	-
Lãi suất phi rủi ro	2,99%	Thời gian dự phóng	Thời gian hoạt động của dự án

### KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	7.939.713
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	4.173
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	3.130.190
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>4.813.696</b>
<b>+ Giá trị hiện tại KCN An Phát 1 (AAA sở hữu 46,93%)</b>	<b>268.882</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	382
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>13.296</b>
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>	<b>4.377.078</b>
<b>+ Giá trị hiện tại KCN An Phát 1 (AAA sở hữu 46,93%)</b>	<b>303.892</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>	<b>12.245</b>

## VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

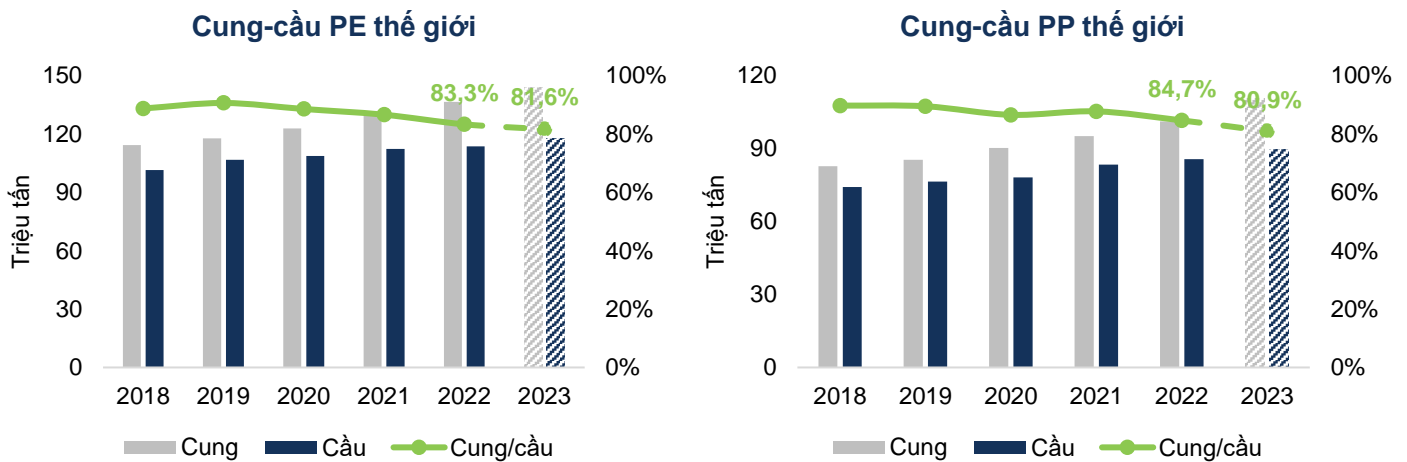
HDKD (triệu VNĐ)	2022	2023F	2024F	2025F	CDKT	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>15.290.297</b>	<b>11.921.138</b>	<b>12.263.838</b>	<b>12.163.957</b>	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	14.204.057	10.665.281	10.858.127	10.834.221	+ Tiền và tương đương	1.642.978	2.384.015	2.503.746	2.990.102
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.086.240</b>	<b>1.255.857</b>	<b>1.405.711</b>	<b>1.329.736</b>	+ Đầu tư TC ngắn hạn	448.656	448.656	448.656	448.656
- Chi phí bán hàng	666.097	406.859	416.244	405.223	+ Các khoản phải thu	1.572.889	1.733.900	1.758.995	1.784.038
- Chi phí quản lí DN	247.608	195.813	205.555	213.375	+ Hàng tồn kho	1.790.091	1.166.394	1.064.922	1.077.972
Lợi nhuận thuần HDKD	172.535	653.186	783.912	711.138	+ Tài sản ngắn hạn khác	204.145	107.143	108.846	110.546
- (Lỗ)/lãi HDTC	130.760	145.324	146.540	168.214	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.658.759</b>	<b>5.840.107</b>	<b>5.885.166</b>	<b>6.411.313</b>
- Lợi nhuận khác	56.451	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CDHH	3.706.996	3.733.360	3.757.496	3.781.685
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	359.746	798.510	930.451	879.352	+ Khấu hao lũy kế	-1.706.991	-1.970.201	-2.235.947	-2.503.057
- Chi phí lãi vay	173.680	177.828	164.584	116.894	+ Giá trị còn lại tài sản CDHH	2.000.004	1.763.159	1.521.549	1.278.628
Lợi nhuận trước thuế	186.066	620.681	765.867	762.459	+ Đầu tư tài chính dài hạn	1.493.974	1.493.974	1.493.974	1.493.974
- Thuế TNDN	72.085	124.136	153.173	152.492	+ Tài sản dài hạn khác	308.096	308.096	308.096	308.096
<b>LNST</b>	<b>117.291</b>	<b>496.545</b>	<b>612.694</b>	<b>609.967</b>	+ Xây dựng cơ bản dở dang	693.447	355.559	241.836	162.275
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-35.308	106.894	142.154	99.132	+ Bất động sản đầu tư	497.283	901.902	1.035.218	1.124.364
<b>LNST của cổ đông CT Mẹ</b>	<b>152.599</b>	<b>389.651</b>	<b>470.540</b>	<b>510.835</b>	<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>5.137.073</b>	<b>4.963.650</b>	<b>4.738.323</b>	<b>4.501.678</b>
EPS (đ)	261	711	831	1.020	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>10.795.833</b>	<b>10.803.757</b>	<b>10.623.489</b>	<b>10.912.991</b>
EBITDA	670.746	1.118.468	1.256.421	1.208.179	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
Khấu hao	311.001	319.958	325.969	328.826	+ Phải trả người bán	754.558	799.515	813.543	827.543
Tăng trưởng doanh thu	16,3%	-22,0%	2,9%	-0,8%	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.887.821	1.969.972	1.995.125	2.022.427
Tăng trưởng LN HDKD	-53,1%	278,6%	20,0%	-9,3%	+ Quỹ khen thưởng	23.164	23.164	23.164	23.164
Tăng trưởng EBIT	-34,5%	122,0%	16,5%	-5,5%	Nợ ngắn hạn	3.206.483	3.267.030	3.313.571	3.359.929
Tăng trưởng EPS	-65,3%	172,7%	16,8%	22,7%	+ Vay và nợ dài hạn	1.242.369	1.122.092	517.040	396.763
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	+ Phải trả dài hạn khác	10.620	10.620	10.620	10.620
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,1%	10,5%	11,5%	10,9%	Nợ dài hạn	1.418.165	1.297.400	705.084	598.181
Tỷ suất LNST	0,8%	4,2%	3,8%	3,7%	<b>Tổng nợ</b>	<b>4.624.647</b>	<b>4.564.430</b>	<b>4.018.655</b>	<b>3.958.110</b>
ROE DuPont	2,6%	6,2%	7,2%	7,5%	+ Thặng dư	823.946	823.946	823.946	823.946
ROA DuPont	1,5%	3,6%	4,4%	4,7%	+ Vốn điều lệ	3.822.745	3.822.745	3.822.745	3.822.745
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,4%	6,7%	7,6%	7,2%	+ LN chưa phân phối	721.688	863.399	1.076.432	1.314.682
LNST/LNTT	82,0%	62,8%	61,4%	67,0%	Vốn chủ sở hữu	5.519.887	5.600.580	5.727.057	5.925.690
LNTT / EBIT	51,7%	77,7%	82,3%	86,7%	<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>651.298</b>	<b>758.192</b>	<b>900.346</b>	<b>999.477</b>
Vòng quay tổng tài sản	147,0%	110,4%	114,5%	113,0%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>10.795.833</b>	<b>10.803.757</b>	<b>10.623.489</b>	<b>10.912.991</b>
Đòn bẩy tài chính	179,0%	172,4%	165,0%	158,9%	<b>LCTT (triệu VNĐ)</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	Tiền đầu năm	1.988.171	1.642.978	2.384.015	2.503.746
Số ngày phải thu	25,7	27,9	24,1	24,8	Lợi nhuận sau thuế	186.066	496.545	612.694	609.967
Số ngày tồn kho	35,8	50,6	37,5	36,1	+ Khấu hao	311.001	319.958	325.969	328.826
Số ngày phải trả	16,3	23,8	24,0	24,6	+ Điều chỉnh	-309.104	48.543	-57.753	-70.483
Thời gian luân chuyển tiền	45,3	54,7	37,6	36,2	+ Thay đổi vốn lưu động	-164.804	441.084	97.763	-19.035
COGS / Hàng tồn kho	7,9	9,1	10,2	10,1	Tiền từ hoạt động KD	97.095	1.116.835	978.674	849.275
<b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	+ Thanh lý tài sản cố định	5.988	-	-	-
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,8	1,8	1,9	+ Chi mua sắm TSCĐ	-168.326	-133.798	-87.269	-78.139
CS thanh toán nhanh	1,2	1,4	1,5	1,6	+ Tăng (giảm) đầu tư	-1.014.725	-	-	-
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,9	0,9	1,0	+ Các hđ đầu tư khác	83.304	-	-	-
Nợ / Tài sản	0,3	0,3	0,2	0,2	Tiền từ hđ đầu tư	-1.093.759	-133.798	-87.269	-78.139
Nợ / Vốn CSH	0,6	0,6	0,4	0,4	+ Cổ tức đã trả	-152	-191.137	-191.137	-191.137
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,3	0,4	0,3	0,3	+ Tăng (giảm) vốn	854.221	-	-	-
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,2	0,2	0,1	0,1	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	82.150	25.153	27.302
Khả năng TT lãi vay	2,1	4,5	5,7	7,5	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-120.277	-605.052	-164.543
					Tiền từ hoạt động TC	630.942	-229.263	-771.036	-328.379
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	-365.721	753.773	120.368	442.757
					Tiền cuối năm	1.642.978	2.653.468	2.504.383	2.946.504

## VII. PHỤ LỤC

### 1. Một số chứng chỉ sản phẩm AnEco đang sở hữu [\(Quay lại\)](#)

- **OK Compost Home**, do Tổ chức TUV Austria của Áo cấp, chứng nhận phân hủy ít nhất 90% trong vòng 1 năm ở nhiệt độ dưới 30 độ C thành CO<sub>2</sub>, nước và mùn hữu cơ trong điều kiện thông thường.
- **OK Compost Industrial**, do Tổ chức TUV Austria của Áo cấp, chứng nhận phân hủy ít nhất 90% thành CO<sub>2</sub>, nước và mùn hữu cơ trong điều kiện ủ công nghiệp.
- **DIN Certco Compostable** của Đức, chứng nhận sản phẩm có khả năng phân hủy sinh học và phân hủy sinh học hoàn toàn theo tiêu chuẩn của châu Âu.
- **BPI Compostable** của Hoa Kỳ, đảm bảo sản phẩm sẽ được xử lý tốt trong các cơ sở thương mại và cơ sở xử lý rác thải đô thị.

### 2. Dự báo tình trạng cung - cầu PE và PP thế giới năm 2023 [\(Quay lại\)](#)



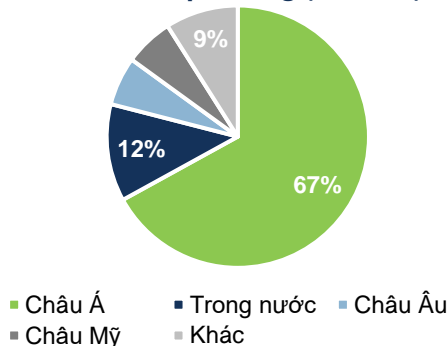
Nguồn: ICIS, FPTS tổng hợp

**PE:** Năm 2023, dự kiến có khoảng 7 triệu tấn công suất PE được bổ sung toàn cầu, với 3,4 triệu tấn (tương đương 48%) đến từ Trung Quốc. Qua đó, tình trạng dư cung được dự báo ở mức cao, với tỷ lệ cung/cầu giảm từ 83,3% năm 2022 xuống 81,6% năm 2023F.

**PP:** Tương tự PE, năm 2023 trên toàn cầu dự kiến bổ sung khoảng 10 triệu tấn PP, trong đó 80% tới từ Trung Quốc. Tình trạng dư cung PP được dự báo tiếp tục trở nên trầm trọng hơn với tỷ lệ cung/cầu hạ thấp, đạt ~80,9% năm 2023F.

### 3. Cơ cấu doanh thu mảng phụ gia và bột đá [\(Quay lại\)](#)

**Cơ cấu doanh thu hạt phụ gia và bột đá theo thị trường (1Q2023)**



Nguồn: AAA, FPTS tổng hợp

Sản phẩm bột đá và phụ gia của AAA được tiêu thụ 12% nội địa và 88% xuất khẩu, trong đó Châu Á là thị trường xuất khẩu lớn nhất.



## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu AAA, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ 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 cổ 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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

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,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888