

**Khuyến nghị THEO DÕI**

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

[hanhntk@bsc.com.vn](mailto:hanhntk@bsc.com.vn)

|              |        |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 15,000 |
| Giá đóng cửa | 12,600 |
| Upside       | 19.0%  |

Nguyễn Tiến Đức (PTKT)

[ducnt@bsc.com.vn](mailto:ducnt@bsc.com.vn)

|              |        |
|--------------|--------|
| Giá mục tiêu | 15,000 |
| Giá cắt lỗ   | 12,500 |

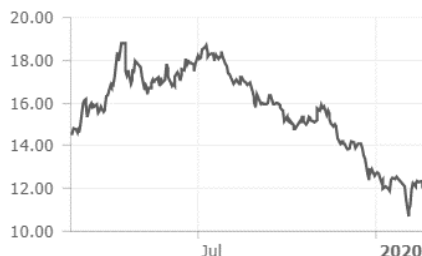
**Dữ liệu thị trường**

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Số lượng CP (nghìn CP)  | 171,200 |
| Vốn hóa (tỷ đồng)       | 2,089   |
| Giá cao nhất 52 tuần    | 19,500  |
| KLGD TB 10ng (nghìn CP) | 1,875   |
| Sở hữu NĐTNN            | 2.55%   |

**Cổ đông lớn (%)**

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| An Phát Holdings      | 48.08% |
| Pyn Elite Fund        | 4.98%  |
| KALLANG Limited       | 4.87%  |
| CTTNHHDT Trung & Hòa  | 3.39%  |
| CTTNHHDT Dương Phụng  | 3.39%  |
| CTTNHHDT Việt & Dương | 3.39%  |

**Diễn biến giá (1 năm) - AAA**



**Tổng quan doanh nghiệp**

Chúng tôi đánh giá cao vị thế của AAA trong mảng sản xuất nhựa bao bì cũng như những hỗ trợ từ chuỗi giá trị ngành do công ty mẹ An Phát Holdings đang xây dựng. Động lực tăng trưởng mạnh trong thời gian tới của AAA sẽ phụ thuộc vào việc dịch chuyển từ bao bì nhựa truyền thống sang bao bì tự hủy.

Các báo khác [Link](#)

**TĂNG TRƯỞNG ẨM TƯỢNG**

**Quan điểm đầu tư và định giá**

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu AAA với **giá mục tiêu 15,000 đồng/CP (Upside +19%)** dựa trên phương pháp định giá so sánh P/E với P/E mục tiêu cho mảng bao bì nhựa là 10 lần và cho hoạt động chuyển nhượng đất KCN là 1 lần.

**Dự báo kết quả kinh doanh (Chi tiết trang 4)**

**BSC dự báo doanh thu thuần năm 2020 của AAA đạt 9,838 tỷ (+6.5% YoY)** với giả định sản lượng bao bì tiêu thụ 100,516 tấn (+5.6% YoY), tỷ lệ khai thác KCN đạt 100%. **LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 509 tỷ (+8.7% YoY), tương đương EPS = 2,676 đồng/CP (giả định trích quỹ KTPL 10%), P/E fw = 4.8 lần** (nếu loại trừ LN ước tính từ BĐS thì P/E với mảng nhựa là 8.5 lần).

**Cập nhật doanh nghiệp (Chi tiết trang 2)**

**(1) Kết quả kinh doanh 2019 tăng trưởng mạnh trong nửa đầu năm, tốc độ tăng giảm dần về cuối năm.**

Tổng doanh thu 9,239.8 tỷ (+15.3% YoY), LNST 501.7 tỷ (gấp 2.4 lần cùng kỳ). Kết quả này tương ứng hoàn thành lần lượt 92.4% và 98.4% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2019. Như vậy, ước tính của BSC trong báo cáo cập nhật gần nhất khá sát với lợi nhuận 2019 của AAA (99%) nhưng chỉ tiêu doanh thu lại cao hơn khoảng 5.7% so với số thực hiện do giả định về tăng trưởng mảng sản xuất bao bì và thương mại của chúng tôi cao hơn lần lượt khoảng 4.5% và 8% với số thực tế.

**(2) Kế hoạch kinh doanh 2020:**

Sản lượng bao bì tiêu thụ 100,000 tấn (+5% YoY), tỷ lệ khai thác KCN 100%. Doanh thu 10,000 tỷ (+8% YoY), LNST 550 tỷ (+9.6% YoY).

**(3) Công ty đánh giá tác động của Corona là không đáng kể, thậm chí có thể tích cực trong ngắn hạn đến đầu ra của AAA.**

**(4) Cập nhật khác:**

- EVFTA có tác động tích cực nhờ giúp AAA duy trì được sản lượng tại EU trong bối cảnh khối này có xu hướng giảm tiêu thụ túi ni lông sử dụng 1 lần.

- Chủ trương của tập đoàn APH là sẽ **nâng sở hữu tại AAA lên trên 51% trong thời gian tới.**

- Tập đoàn An Phát Holdings (APH) dự kiến sẽ tiến hành IPO và **niêm yết trong năm 2020**. Về dự án sản xuất hạt nhựa tự hủy sinh học (công suất 20,000 tấn; tổng mức đầu tư 70 triệu USD trong đó vốn chủ là 30 triệu USD), APH dự kiến sẽ triển khai trong Q2/2020 và hoàn thành cuối 2021.

**Rủi ro đầu tư**

**(1) Rủi ro biến động giá hạt nhựa** tác động nhiều hơn đến mảng thương mại so với mảng sản xuất.

**(2) Rủi ro pha loãng cổ phiếu** từ 4,000 chứng quyền là 40 triệu (~23.4% lượng CP đang lưu hành).

**(3) Rủi ro từ việc hạn chế sử dụng bao bì nhựa một lần:** có nhưng chúng tôi đánh giá hiện không đáng kể.

## **Cập nhật doanh nghiệp**

### **1) Năm 2019 tăng trưởng trong nửa đầu năm, tốc độ tăng giảm dần về cuối năm**

Tổng doanh thu 9,239.8 tỷ (+15.3% YoY), LNST 501.7 tỷ (gấp 2.4 lần cùng kỳ). Kết quả này tương ứng hoàn thành lần lượt 92.4% và 98.4% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2019. Như vậy, ước tính của BSC trong báo cáo cập nhật gần nhất khá sát với lợi nhuận 2019 của AAA (99%) nhưng chỉ tiêu doanh thu lại cao hơn khoảng 5.7% so với số thực hiện do giả định về tăng trưởng mảng sản xuất bao bì và thương mại của chúng tôi cao hơn lần lượt khoảng 4.5% và 8% với số thực tế.

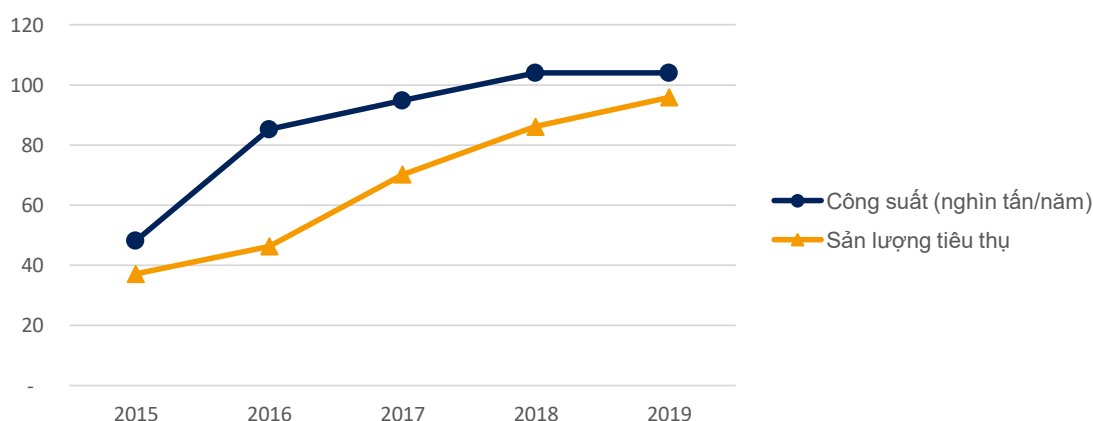
**Mảng cho thuê KCN và bán nhà xưởng** mang lại doanh thu 706 tỷ, đóng góp 57% tăng trưởng doanh thu. Biên LNG bình quân là 43.7%, vượt trội hơn mảng sản xuất bao bì nhựa truyền thống và đóng góp 81% tăng trưởng lợi nhuận 2019. Tỷ lệ lấp đầy tính đến cuối năm 2019 là 60%, tương đương với khoảng 3 blocks nhà xưởng cho thuê thêm trong năm.

**Mảng bao bì nhựa** đóng góp 42.9% doanh thu hợp nhất (3,969 tỷ, +4.6% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 11.2% và giá bán bình quân không giảm quá sâu như giá hạt nhựa PE (-20% YoY) nhờ tăng tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Nhật Bản.

- **Sản lượng tiêu thụ 95,817 tấn (+11.2% YoY)** trong đó tăng trưởng mạnh nhất tại thị trường Mỹ và Nhật Bản (trên 20%) trong khi EU vẫn duy trì được sản lượng.

- **Biên LNG tăng từ 14.2% lên 15.6%** do đóng góp của thị trường Mỹ và Nhật Bản tăng từ 37.2% lên 43.5% và tăng tỷ trọng bao bì tự hủy (4-5% sản lượng, 10% doanh thu). Việc này nhất quán với định hướng của công ty là tăng tỷ trọng Mỹ và Nhật Bản để giảm sự phụ thuộc vào thị trường EU cũng như phấn đấu tăng tỷ trọng bao bì tự hủy lên 40-50% trong 5 năm tới.

**Công suất và sản lượng tiêu thụ bao bì nhựa**  
(Đơn vị: nghìn tấn/năm)



Nguồn: AAA, BSC Research

**Mảng thương mại 4,492 tỷ doanh thu (48.5% tổng doanh thu, +8.1% YoY).** Trước xu hướng giá hạt nhựa giảm gây khó khăn cho hoạt động thương mại, công ty đã không đạt được biên LNG mục tiêu là 3-5%. Tuy nhiên trong năm công ty đã thay đổi hoạt động quản trị, chú trọng hơn vào hiệu quả và kiểm soát công nợ.

## **Cập nhật doanh nghiệp**

### **(1) Kết quả kinh doanh 2019**

Trong năm 2019, Tập đoàn An Phát Holdings đã nâng sở hữu tại AAA lên 48.08%, đồng thời cũng tiến hành mua lại toàn bộ 4,000 chứng quyền mua CP đã phát hành trong năm 2018. Trong đợt thực hiện đầu tiên (T10/2019) đã không có chứng quyền nào được thực hiện. Lần thực hiện chứng quyền tiếp theo sẽ vào T5/2020, quy mô toàn bộ chứng quyền nếu thực hiện sẽ là 40 triệu CP (tương đương 23.4% số CP đang lưu hành) tại giá 14,000 đồng/CP (cao hơn khoảng 13% so với giá hiện tại). Nếu toàn bộ chứng quyền được thực hiện trong năm 2020, thì EPS tính toán dựa trên kế hoạch lợi nhuận của AAA sẽ là 2,625 đồng/CP.

Tình hình tài chính được duy trì ổn định với các chỉ tiêu về khả năng thanh toán được cải thiện so với 2018, nợ vay biến động không nhiều so với thời điểm đầu năm, tỷ lệ nợ vay/tổng TS giảm từ 51% về 47%. Chi phí lãi vay trong kỳ tăng 74.1% do dư nợ vay dài hạn bình quân 2019 cao hơn 43% so với cùng kỳ. Lợi ích của cổ đông không bị pha loãng do công ty đã hủy đợt phát hành ESOP trong năm 2019 đồng thời chủ sở hữu của chứng quyền cũng không thực hiện quyền trong năm.

### **(2) Kế hoạch kinh doanh 2020**

- **Sản lượng bao bì tiêu thụ 100,000 tấn (+5% YoY), tỷ lệ khai thác KCN 100%** (tương đương diện tích chuyển nhượng và cho thuê khoảng 10ha). Như vậy KCN An Phát Complex dự kiến sẽ được chuyển nhượng và cho thuê hết trong năm 2020, doanh thu từ mảng KCN của AAA kể từ 2021 trở đi sẽ phụ thuộc vào tiến độ triển khai KCN mới do phần lớn doanh thu mảng này được hạch toán 1 lần.

- **Doanh thu 10,000 tỷ (+8% YoY), LNST 550 tỷ (+9.6% YoY)**, trong đó hoạt động sản xuất 4,700 tỷ (+18% YoY), thương mại và bất động sản duy trì như 2019. Tăng trưởng mạnh của mảng bao bì trong KH2020 đến từ (1) tăng sản lượng và cơ cấu lại thị trường tiêu thụ nhằm tăng giá bình quân; (2) tăng tỷ trọng bao bì tự hủy; (3) tăng trưởng của HII (+25%-30%).

### **(3) Đánh giá tác động của Corona: Tác động không đáng kể, chiều hướng tích cực.**

- **Về đầu vào:** AAA nhập nguyên liệu chủ yếu từ Trung Đông do đó sẽ không bị gián đoạn sản xuất do ảnh hưởng của Trung Quốc. Tuy nhiên do Trung Quốc là một quốc gia nhập khẩu nhiều PE nên nhu cầu sản xuất của Trung Quốc chậm lại có thể giúp giá nguyên liệu giảm.

- **Về đầu ra:** Một số quốc gia hạn chế hoạt động thương mại với Trung Quốc trong giai đoạn dịch có thể giúp AAA dễ dàng hơn trong việc tìm kiếm đơn hàng đợt này. Công ty cho biết đến thời điểm hiện tại, công ty đã nhận được đơn hàng để sản xuất đến T4/2020.

### **(4) Cập nhật khác:**

- **EVFTA có tác động tích cực nhờ giúp AAA duy trì được sản lượng tại EU trong bối cảnh khối này có xu hướng giảm tiêu thụ túi ni lông sử dụng 1 lần.** Thuế nhập khẩu sản phẩm bao bì nhựa Việt Nam của EU sẽ giảm từ 3% về 0% ngay khi hiệp định có hiệu lực (so với mức thuế hiện tại của Trung Quốc là 6.2%) sẽ tăng tính cạnh tranh của sản phẩm bao bì nhựa của Việt Nam.

- **Chủ trương của tập đoàn là sẽ nâng sở hữu tại AAA lên trên 51%** (hiện tại là 48.08% và sở hữu 4,000 chứng quyền ứng với quyền mua 40 triệu CP) và nâng sở hữu tại HII thông qua AAA. Tuy nhiên, việc nâng sở hữu sẽ cân đối với nhu cầu vốn đầu tư mở rộng, trước mắt là dự án nhà máy hạt nhựa tự hủy sinh học PBAT (tổng đầu tư 70 triệu USD, CS 20,000 tấn SP/năm).

## Dự báo kết quả kinh doanh và định giá

### Dự báo kết quả kinh doanh

**BSC dự báo doanh thu thuần năm 2020 của AAA đạt 9,838 tỷ (+6.5% YoY)** với giả định sản lượng bao bì tiêu thụ 100,516 tấn (+5.6% YoY), tỷ lệ khai thác KCN đạt 100%. **LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 509 tỷ (+8.7% YoY), tương đương EPS = 2,676 đồng/CP** (giả định trích quỹ KTPL 10%), P/E fw = 4.8 lần (nếu loại trừ LN ước tính từ BĐS thì P/E với mảng nhựa là 8.5 lần).

**Bảng: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng**

|                                 | 2016 A       | 2017 A       | 2018 A       | 2019 UA      | 2020 F       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tổng doanh thu (tỷ đồng)</b> | <b>2,145</b> | <b>4,077</b> | <b>8,019</b> | <b>9,260</b> | <b>9,838</b> |
| % YoY                           |              | 90.0%        | 96.7%        | 15.5%        | 6.2%         |
| Bán sản phẩm                    | 1,818        | 3,001        | 3,795        | 3,970        | 4,404        |
| % YoY                           |              | 65.1%        | 26.4%        | 4.6%         | 10.9%        |
| % GPM                           | 15.9%        | 16.2%        | 14.2%        | 15.6%        | 15.5%        |
| Bán hàng hóa                    | 327          | 1,058        | 4,154        | 4,492        | 4,625        |
| % YoY                           |              | 224.2%       | 292.4%       | 8.1%         | 3.0%         |
| % GPM                           | 5.5%         | 6.3%         | 2.7%         | 2.6%         | 2.8%         |
| Bán nhà xưởng, cho thuê đất KCN | -            | -            | -            | 706          | 736          |
| % YoY                           |              |              |              |              | 4.1%         |
| % GPM                           |              |              |              | 43.7%        | 43.0%        |
| Khác                            | 1            | 17           | 70           | 92           | 74           |
| % YoY                           |              | 2175.5%      | 314.2%       | 30.7%        | -19.7%       |
| % GPM                           |              |              |              |              |              |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>309</b>   | <b>558</b>   | <b>680</b>   | <b>1,064</b> | <b>1,151</b> |
| % YoY                           |              | 80.6%        | 22.0%        | 56.4%        | 8.1%         |
| % GPM                           | 14.3%        | 13.5%        | 8.4%         | 11.3%        | 11.7%        |

Nguồn: BSC Research

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu AAA với **giá mục tiêu 15,000 đồng/CP** (Upside +19%) dựa trên **phương pháp định giá so sánh P/E với P/E mục tiêu cho mảng bao bì nhựa là 10 lần và cho hoạt động chuyển nhượng đất KCN là 1 lần**.

|                           | EPS 2020F<br>(đồng/CP) | P/E mục tiêu | Giá trị đóng góp<br>trong định giá |
|---------------------------|------------------------|--------------|------------------------------------|
| Mảng bán KCN và nhà xưởng | 1,310                  | 1            | 1,310                              |
| Mảng bao bì nhựa          | 1,366                  | 10           | 13,660                             |
| <b>Tổng hợp định giá</b>  |                        |              | <b>14,971</b>                      |

Nguồn: BSC Research

# AAA - CTCP Nhựa An Phát Xanh

## Phân tích tài chính

26/02/2020

# BSC

|                        | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>1,615</b> | <b>2,144</b> | <b>4,070</b> | <b>8,012</b> | <b>9,240</b> |
| <b>LN gộp</b>          | <b>190</b>   | <b>307</b>   | <b>550</b>   | <b>673</b>   | <b>1,042</b> |
| DT tài chính           | 22           | 30           | 56           | 62           | 180          |
| CP tài chính           | (50)         | (54)         | (95)         | (209)        | (266)        |
| Lãi vay                | (24)         | (27)         | (81)         | (126)        | (225)        |
| CP bán hàng            | (75)         | (57)         | (106)        | (157)        | (217)        |
| CP QLDN                | (42)         | (63)         | (79)         | (124)        | (149)        |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>     | <b>49</b>    | <b>166</b>   | <b>326</b>   | <b>246</b>   | <b>590</b>   |
| TN khác (ròng)         | 2            | 1            | 2            | 8            | 7            |
| <b>LN trước thuế</b>   | <b>51</b>    | <b>167</b>   | <b>328</b>   | <b>254</b>   | <b>597</b>   |
| <b>LN sau thuế</b>     | <b>41</b>    | <b>143</b>   | <b>263</b>   | <b>212</b>   | <b>502</b>   |
| LN CĐ thiếu số         | 1            | 1            | 40           | 32           | 33           |
| LN Cty mẹ              | 40           | 142          | 223          | 180          | 468          |
| <b>EPS</b>             |              |              |              |              |              |
| <b>TS ngắn hạn</b>     | <b>1,072</b> | <b>1,362</b> | <b>2,143</b> | <b>3,979</b> | <b>4,974</b> |
| Tiền và DT ngắn hạn    | 470          | 407          | 560          | 1,356        | 1,544        |
| Phải thu ngắn hạn      | 364          | 456          | 961          | 1,613        | 2,077        |
| Tồn kho                | 214          | 451          | 537          | 863          | 1,226        |
| TS ngắn hạn khác       | 24           | 49           | 85           | 147          | 128          |
| <b>TS dài hạn</b>      | <b>883</b>   | <b>1,716</b> | <b>2,433</b> | <b>3,550</b> | <b>3,016</b> |
| Phải thu dài hạn       | -            | -            | -            | 21           | 96           |
| TSCĐ                   | 637          | 1,434        | 2,299        | 2,199        | 2,081        |
| TS dở dang dài hạn     | 191          | 215          | 98           | 1,208        | 294          |
| TS dài hạn khác        | 13           | 22           | 36           | 63           | 198          |
| <b>Tổng TS</b>         | <b>1,955</b> | <b>3,078</b> | <b>4,576</b> | <b>7,529</b> | <b>7,990</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>     | <b>1,135</b> | <b>2,123</b> | <b>2,951</b> | <b>4,549</b> | <b>4,724</b> |
| Nợ ngắn hạn            | 667          | 1,140        | 1,991        | 3,206        | 3,226        |
| Vay ngắn hạn           | 439          | 801          | 1,418        | 2,492        | 2,397        |
| Nợ dài hạn             | 468          | 983          | 960          | 1,343        | 1,499        |
| Vay dài hạn            | 171          | 983          | 960          | 1,343        | 1,375        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>  | <b>819</b>   | <b>955</b>   | <b>1,625</b> | <b>2,980</b> | <b>3,266</b> |
| Vốn góp                | 495          | 570          | 836          | 1,712        | 1,712        |
| LN chưa phân phối      | 116          | 162          | 284          | 266          | 611          |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>  | <b>1,955</b> | <b>3,078</b> | <b>4,576</b> | <b>7,529</b> | <b>7,990</b> |
| % yoy DT               | 4%           | 33%          | 90%          | 97%          | 15%          |
| Biên LN gộp            | 11.8%        | 14.3%        | 13.5%        | 8.4%         | 11.3%        |
| Lãi vay/DTT            | 1.5%         | 1.3%         | 2.0%         | 1.6%         | 2.4%         |
| CP bán hàng/DTT        | 4.7%         | 2.7%         | 2.6%         | 2.0%         | 2.3%         |
| CP QLDN/DTT            | 2.6%         | 2.9%         | 1.9%         | 1.5%         | 1.6%         |
| Biên LN thuần          | 2.5%         | 6.7%         | 6.5%         | 2.6%         | 5.4%         |

- Doanh thu thuần 2019 đạt +15% với động lực chủ yếu đến từ mảng cho thuê đất và nhà xưởng KCN (706 tỷ, chưa phát sinh trong 2018), mảng thương mại hạt nhựa nguyên liệu +8.1% YoY, mảng bao bì +4.6% YoY.

- Tỷ lệ chi phí bán hàng 9T2019 tăng đáng kể từ 2% cùng kỳ lên 2.3%.

- LNST gấp 2.4 lần cùng kỳ nhờ đóng góp từ mảng khu công nghiệp có tỷ suất lợi nhuận cao và việc gia tăng tỷ trọng bao bì xuất sang Mỹ và Nhật cũng như bao bì tự hủy (chiếm khoảng 10% doanh thu) giúp cải thiện biên lợi nhuận mảng bao bì.

- Các khoản tiền và đầu tư ngắn hạn chiếm khoảng 19% tổng tài sản, tận dụng được chênh lệch giữa lãi tiền gửi VND và vay USD, mang lại lãi tiền gửi 119 tỷ.

- Phải thu ngắn hạn sau khi tăng mạnh trong 1H2019 theo phần doanh thu hạch toán từ bán và cho thuê KCN đã giảm dần kể từ Q3.

- HTK tại thời điểm cuối năm cũng giảm về mức ổn định sau khi giảm bớt phần đầu tư liên quan đến hạ tầng KCN để bán.

- Các khoản vay ngắn và dài hạn không có biến động nhiều so với đầu năm. Lưu ý: AAA có khoản 400 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền mua được phát hành T11/2018, tương ứng với 4000 quyền mua tối đa 40 triệu CP với giá 14,000 đồng/CP, đợt thực hiện quyền gần nhất sẽ là T5/2020.

- Biên LNG 2019 tăng mạnh nhờ (1) mảng bán và cho thuê đất và nhà xưởng KCN có biên 43.7%, vượt trội hơn mảng sản xuất bao bì nhựa truyền thống; (2) cải thiện biên LNG ở mảng bao bì từ 14.2% lên 15.6%

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

|                                      | 2015   | 2016   | 2017  | 2018   | 2019   |
|--------------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| <b>1. Khả năng thanh toán</b>        |        |        |       |        |        |
| Hsố TT ngắn hạn                      | 1.61   | 1.19   | 1.08  | 1.24   | 1.54   |
| Hsố TT nhanh                         | 1.25   | 0.76   | 0.76  | 0.93   | 1.12   |
| <b>2. Cơ cấu vốn</b>                 |        |        |       |        |        |
| TSNH/ TTS                            | 0.55   | 0.44   | 0.47  | 0.53   | 0.62   |
| TSDH/ TTS                            | 0.45   | 0.56   | 0.53  | 0.47   | 0.38   |
| Hsố Nợ/ TTS                          | 0.58   | 0.69   | 0.64  | 0.60   | 0.59   |
| Hsố Nợ/ VCSH                         | 1.39   | 2.22   | 1.82  | 1.53   | 1.45   |
| Nợ ngắn hạn / TTS                    | 0.34   | 0.37   | 0.44  | 0.43   | 0.40   |
| Nợ DH / TTS                          | 0.24   | 0.32   | 0.21  | 0.18   | 0.19   |
| <b>3. Năng lực hoạt động</b>         |        |        |       |        |        |
| Vquay hàng tồn kho                   | 8.1    | 5.5    | 7.1   | 10.5   | 7.8    |
| Vquay phải thu                       | 14.3   | 13.2   | 12.8  | 14.4   | 13.0   |
| Vquay phải trả                       | 8.3    | 8.2    | 8.8   | 13.4   | 13.3   |
| Số ngày HTK                          | 45.1   | 66.1   | 51.2  | 34.8   | 46.8   |
| Số ngày phải thu                     | 25.5   | 27.6   | 28.6  | 25.3   | 28.1   |
| Số ngày phải trả                     | 44.0   | 44.5   | 41.7  | 27.2   | 27.4   |
| CCC                                  | 26.6   | 49.1   | 38.1  | 32.9   | 47.5   |
| <b>4. Khả năng sinh lời</b>          |        |        |       |        |        |
| LNST/DTT (%)                         | 2.5%   | 6.7%   | 6.5%  | 2.6%   | 5.4%   |
| LNST/VCSH (%)                        | 5.1%   | 16.1%  | 20.4% | 9.2%   | 6.5%   |
| LNST/TTS                             | 2.4%   | 5.7%   | 6.9%  | 3.5%   | 16.1%  |
| LN từ HĐKD/DTT                       | 4.5%   | 8.8%   | 9.0%  | 4.9%   | 7.3%   |
| <b>5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)</b> |        |        |       |        |        |
| TTS/VCSH                             | 2.39   | 3.22   | 2.82  | 2.53   | 2.45   |
| DT/TTS                               | 0.96   | 0.85   | 1.06  | 1.32   | 1.19   |
| EBIT/DT                              | 0.05   | 0.09   | 0.09  | 0.05   | 0.07   |
| EBT/EBIT                             | 0.70   | 0.89   | 0.90  | 0.65   | 0.88   |
| lãi ròng/LNTT                        | 0.80   | 0.86   | 0.80  | 0.83   | 0.84   |
| <b>6. Định giá</b>                   |        |        |       |        |        |
| PE                                   | 22.6   | 7.3    | 7.4   | 17.6   | N/A    |
| PB                                   | 1.0    | 1.0    | 1.0   | 1.2    | N/A    |
| EPS                                  | 808    | 2,493  | 2,672 | 1,053  | N/A    |
| BVPS                                 | -      | -      | -     | 15,075 | N/A    |
| <b>7. Tăng trưởng (%)</b>            |        |        |       |        |        |
| TTS                                  | 37%    | 57%    | 49%   | 65%    | 6%     |
| Nợ                                   | 4.2%   | 16.5%  | 70.2% | 83.4%  | 3.9%   |
| DTT                                  | 3.5%   | 32.8%  | 89.8% | 96.9%  | 15.3%  |
| LN gộp                               | 3.9%   | 61.8%  | 79.3% | 22.3%  | 54.9%  |
| LNST                                 | -15.1% | 252.5% | 84.3% | -19.4% | 136.5% |
| EPS                                  |        |        |       |        |        |

- Khả năng thanh toán luôn được duy trì ở mức an toàn

- Cơ cấu tài sản chủ yếu là tài sản ngắn hạn với tỷ trọng trên 65%.  
 - Cơ cấu nguồn vốn ổn định.

- Số ngày hàng tồn kho trong năm tăng nhẹ do tồn kho ở mảng KCN.  
 - Số ngày phải thu trong năm tăng mạnh do khoản phải thu đối với các khách thuê KCN tăng trong 9T đầu năm.

- Khả năng sinh lời được cải thiện mạnh trong Q1 và Q2/2019 nhờ công ty hạch toán doanh thu từ bán và cho thuê đất, nhà xưởng KCN (biên LNG bình quân 43%, vượt trội so với hoạt động sản xuất bao bì nhựa thông thường)



**Điểm nhấn kỹ thuật**

- Xu hướng hiện tại: Hồi phục.
- Chỉ báo xu hướng MACD: xuất hiện Golden Cross.
- Chỉ báo RSI: tăng dần nhưng chưa vượt qua giá trị 50.
- Đường MA: EMA12 ở dưới EMA26.

**Nhận định**

AAA đang trong trạng thái hồi phục trở lại sau khi đã giảm giá trung hạn trong nửa cuối năm ngoái từ vùng giá 18-19 về ngưỡng 11. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây đang có dấu hiệu cải thiện dần. Các chỉ báo kỹ thuật hiện đang chưa có sự đồng nhất về trạng thái. Điều tích cực là chỉ báo MACD đã xuất hiện Golden Cross, đánh dấu sự trở lại tươi sáng hơn của cổ phiếu. Tuy vậy, chỉ báo động lượng RSI dù đang tăng dần nhưng chưa vượt qua giá trị 50, đồng thời đường EMA12 vẫn đang ở dưới EMA26 nên dự địa tăng của cổ phiếu có thể sẽ không nhiều. Nhìn chung, AAA vẫn có tiềm năng tiếp cận trở lại các ngưỡng kháng cự cao hơn trong thời gian tới nhưng viễn cảnh về một đà tăng bền vững vẫn chưa thực sự rõ ràng.

**Khuyến nghị**

Nhà đầu tư có thể mua khi cổ phiếu dao động trong khu vực 13-13.5 với mục tiêu chốt lãi tại xung quanh ngưỡng 15, cân nhắc cắt lỗ nếu mốc 12.5 bị xuyên thủng.

**Đồ thị kỹ thuật**



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84 4 3935 2722  
Fax: +84 4 2220 0669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84 8 3821 8885  
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

### Thuyết minh khuyến nghị:

**Mua Mạnh:** Lợi nhuận kỳ vọng cao hơn 20%  
(đã bao gồm cổ tức).

**Mua:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức 10% đến 20%  
(đã bao gồm cổ tức).

**Theo dõi:** Lợi nhuận kỳ vọng từ mức -15% đến 10% (đã bao gồm cổ tức)

**N/A:** Cổ phiếu chưa có định giá, đang trong quá trình theo dõi đánh giá.

