

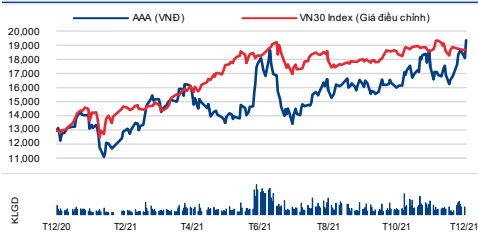
Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

Giá mục tiêu: VNĐ16,200 (từ VNĐ16,273)
 Tiềm năng tăng/giảm: -16.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/12/2021)	19,350
Mã Bloomberg	AAA VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	11,091-19,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,683
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,317
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	275
Slg CP lưu hành (tr.đv)	326
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	326
Slg CP NN được mua (tr.đv)	320
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.00%
Tỷ lệ freefloat	49.2%
Cổ đông lớn	oàn An Phát Holding (50.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	10.6	20.6	49.4
So với chỉ số	9.74	15.4	3.74
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2021F	800	1,405	(43.0)
2022F	916	1,461	(37.3)
2023F	1,025	1,487	(31.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Doanh nghiệp đầu ngành về sản xuất bao bì màng mỏng tại Đông Nam Á. Hoạt động kinh doanh chính gồm sản xuất bao bì nhựa, cho thuê khu công nghiệp và thương mại hạt nhựa.

Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang
 Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp
 trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
 han.vtn@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 314

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng và điều chỉnh giảm bình quân 27% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023 nhằm phản ánh (1) việc thoái 49% cổ phần (giá 20 triệu USD) tại dự án Khu công nghiệp An Phát 1 (AP1) của AAA trong Q3/2021 và (2) tác động của chi phí vận chuyển tăng cao.
- HSC gần như giữ nguyên giá mục tiêu là 16.200đ (thấp hơn 16,3% so với thị giá) sau khi chúng tôi đưa giao dịch thoái vốn vào mô hình dự báo.
- Giá cổ phiếu gần đây đã tăng quá mức. Từ đó, AAA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,6 lần, cao hơn so với mức bình quân là 15,9 lần (tính từ tháng 1/2019).

Sự kiện: Cập nhật động thái thoái vốn khỏi An Phát 1 gần đây

Trong Q3/2021, AAA đã bán 49% cổ phần tại AP1 (trên tổng 95,95% cổ phần do Công ty sở hữu) cho Actis, một quỹ đầu tư toàn cầu về phát triển cơ sở hạ tầng, thu về 20 triệu USD. Sau giao dịch, AAA nắm giữ 46,95% lợi ích kinh tế tại AP1 nhưng có 51% quyền biểu quyết. Theo đó, AP1 vẫn sẽ được hợp nhất vào AAA dưới hình thức công ty con. Giao dịch này mang lại dòng tiền như sẽ dẫn đến lợi nhuận thấp hơn cho AAA trong các năm tới.

Đối với mảng hoạt động cốt lõi, chi phí vận chuyển tăng do giá container toàn cầu tăng cao trong Q3/2021 đã tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh các sản phẩm tự sản xuất và hạt nhựa của AAA. Giá bán tăng không đủ để bù đắp chi phí bán hàng gia tăng; theo đó, lợi nhuận cốt lõi của Công ty trong 9 tháng đầu năm 2021 đã giảm 5,7% so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo của chúng tôi.

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận

HSC hạ bình quân 27% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023 nhằm phản ánh đóng góp thấp hơn từ AP1 và chi phí vận chuyển tăng. Theo dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần năm 2021, 2022 và 2023 tăng trưởng lần lượt 7,2%, 29,6% và 11,2%; doanh thu mảng KCN được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính. EPS dự phóng của HSC trong giai đoạn 2021-2023 thấp hơn 31-43% so với dự báo của thị trường.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 403 tỷ đồng (đi ngang). Theo đó, CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2021-2024 đạt 12,8%.

Định giá và khuyến nghị

HSC duy trì giá mục tiêu là 16.200đ (thấp hơn 16,3% so với thị giá) sau khi phản ánh dự báo mới, khoản thu từ việc bán cổ phiếu AP1, và chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang cuối năm 2022. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ). Sau khi giá cổ phiếu gần đây tăng mạnh, AAA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,6 lần (P/E dự phóng 2022 là 21,1 lần), cao hơn nhiều so với mức bình quân trong quá khứ là 15,9 lần (tính từ đầu năm 2019).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/12/2021

Cuối năm: Tháng 12	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	937	641	654 ▼	956	1,009 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	460	262	254 ▼	335 ▼	375 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,070	1,058	800 ▼	916 ▼	1,025 ▼
DPS (đồng)	1,000	1,000	500 ▼	700 ▼	700 ▼
BVPS (đồng)	17,096	16,223	14,574	14,916	15,352
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.60	11.4	13.1	8.82	8.04
P/E ĐC (lần)	9.35	18.3	24.2	21.1	18.9
Lợi suất cổ tức (%)	5.17	5.17	2.58	3.62	3.62
P/B (lần)	1.13	1.19	1.33	1.30	1.26
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	143	(48.9)	(24.4)	14.4	12.0
ROAE (%)	16.7	8.04	6.09	6.97	7.59

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bán cổ phần AP1 khiến lợi nhuận bị pha loãng; HSC hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với AAA xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu thấp hơn 16,3% so với thị giá. AP1 vẫn là một trong những động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của Công ty, nhưng khoản thu từ việc AAA bán 49% cổ phần trong Q3/2021 vẫn chưa đủ để bù đắp cho phần lợi nhuận mất đi tại AP1 và chi phí vận chuyển tăng cao. Trên thực tế, HSC đã điều chỉnh giảm bình quân 27% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023. Giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây được đánh giá là quá mức, do cổ phiếu của AAA hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn nhiều so với bình quân trong quá khứ.

Phân tích động thái thoái vốn tại AP1

Lưu ý, AP1 là dự án KCN lớn nhất của AAA, với tổng diện tích là 180ha, diện tích đất cho thuê là 130ha. Chi phí đầu tư cơ bản ước tính là 1.273 tỷ đồng. Giá cho thuê sẽ dao động trong khoảng 75-82 USD/m².

Trong Q3/2021, AAA đã ký hợp đồng bán 49% cổ phần tại KCN AP1 cho Actis, một quỹ đầu tư toàn cầu về phát triển cơ sở hạ tầng. Giá trị thương vụ cho 49% cổ phần tại AP1 là 20 triệu USD (460 tỷ đồng). Hậu giao dịch, AAA sở hữu 46,95% cổ phần thực tế và nắm giữ 51% quyền biểu quyết tại AP1. Theo đó, lợi nhuận của AP1 vẫn sẽ được hợp nhất vào AAA dưới hình thức công ty con.

Tác động lên bảng CĐKT và báo cáo KQKD của AAA

Theo 'Thông tư 200/2014/TT-BTC', AAA sẽ hạch toán lợi nhuận từ giao dịch này vào bảng CĐKT (vốn CSH sẽ tăng thông qua lợi nhuận giữ lại và lợi ích của cổ đông thiểu số tăng, trong khi tài sản tăng nhờ khoản tiền chuyển nhượng thu về). Mặt khác, AAA không thể ghi nhận lợi nhuận từ bán cổ phần vào báo cáo KQKD của mình do AP1 vẫn là công ty con của AAA.

Với báo cáo KQKD: Trong tương lai, động thái thoái vốn này sẽ làm giảm lợi nhuận AP1 đóng góp vào lợi nhuận ròng của AAA (trong khi lợi ích cổ đông thiểu số tăng). Do trong quá khứ AP1 từng là một trong những dự án chủ chốt của AAA, HSC hạ đáng kể dự báo lợi nhuận nhằm phản ánh tác động của việc thoái vốn.

Với bảng CĐKT và dòng tiền: Mặt khác, khoản tiền thu về từ động thái thoái vốn này sẽ cải thiện dòng tiền của AAA và giảm nợ dài hạn cần để phát triển dự án. Trong 9 tháng đầu năm 2021, AAA đã thu về 350 tỷ đồng (tương đương 15 triệu USD) từ giao dịch này và sẽ nhận 5 triệu USD còn lại trong năm 2022.

Tác động lên định giá: Với giá trị giao dịch là 20 triệu USD (460 tỷ đồng) từ việc bán 49% cổ phần tại AP1, định giá của 100% cổ phần tại AP1 đạt 938 tỷ đồng, thấp hơn 9% so với 1.030 tỷ đồng định giá theo Phương pháp NPV đối với dự án AP1 của HSC.

Chi phí vận chuyển tăng ảnh hưởng nặng nề đến KQKD

Chi phí vận chuyển tăng cao khiến chi phí bán hàng tăng mạnh và tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh, ảnh hưởng nặng nề đến KQKD 9 tháng đầu năm 2021 của AAA. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, lợi nhuận thuần đã tăng nhẹ 9,3% so với cùng kỳ lên 221 tỷ đồng dù doanh thu thuần tăng mạnh 69% so với cùng kỳ lên 8.955 tỷ đồng.

Lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2021 chỉ hoàn thành 45,3% kế hoạch lợi nhuận của Công ty trong năm nay và 53,9% dự báo lợi nhuận năm 2021 của chúng tôi. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận thuần thấp hơn dự báo là do cước phí vận tải container tăng cao và doanh thu mảng KCN sụt giảm:

- **Cước phí vận tải container cao.** Dịch bệnh đã dẫn đến tình trạng thiếu hụt nhân công, tắc nghẽn nghiêm trọng tại các cửa khẩu trên thế giới và cước phí vận tải container tăng mạnh. Khách hàng chính cho sản phẩm túi nhựa của AAA đã đề nghị thay đổi cơ chế vận chuyển từ FOB sang CIF.

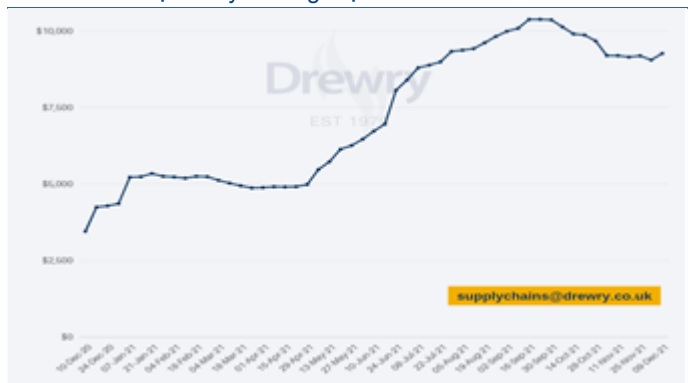
Theo đó, AAA phải chịu chi phí vận chuyển tăng cao, kéo theo chi phí bán hàng tăng mạnh lần lượt 256% và 179% so với cùng kỳ trong Q3/2021 và 9 tháng đầu năm 2021. Do tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu liên tục tăng, từ 4,5% trong Q1/2021 lên 5,8% trong Q3/2021, tỷ suất lợi nhuận thuần giảm từ 3,3% xuống

1,8% (Bảng 2). Tuy AAA tăng giá bán, Công ty đã không thể chuyển phần gia tăng chi phí vận chuyển sang cho khách hàng.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2021, HSC ước tính lợi nhuận cốt lõi của AAA (không bao gồm lợi nhuận từ mảng KCN) đã giảm 6% so với cùng kỳ do chi phí bán hàng tăng cao.

Biểu đồ 1: Cước vận chuyển trên thế giới, container 40 ft

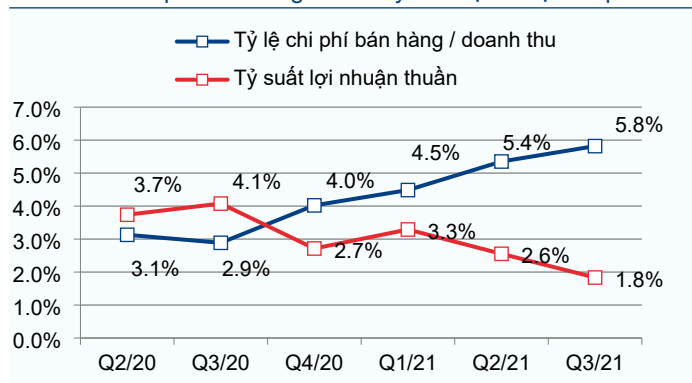
Chỉ số cước vận chuyển tăng mạnh...



Nguồn: Drewry

Biểu đồ 2: Tỷ lệ chi phí bán hàng và tỷ suất lợi nhuận, AAA

...dẫn đến chi phí bán hàng cao và tỷ suất lợi nhuận thấp



Nguồn: AAA

Bảng 3: Tiến độ bán hàng và cho thuê mảng KCN, AAA

Tiến độ bán hàng mảng KCN chậm hơn dự kiến

Mét vuông	Tổng diện tích	9T/2021			Q4/2021F		
		Bán/cho thuê	Diện tích lấp đầy	Tỷ lệ lấp đầy	Bán/cho thuê	Diện tích lấp đầy	Tỷ lệ lấp đầy
APC							
Quý đất bán	281,000	140,000	235,000	84%	24,000	259,000	92%
Cho thuê kho bãi	120,000	8,000	91,000	76%	-	91,000	76%
AP1							
Quý đất bán	130,000	0	0	0%	0	0	0%

Nguồn: AAA

- Doanh thu mảng KCN tăng trưởng chậm hơn kỳ vọng của chúng tôi. Mục tiêu của AAA là (1) lấp đầy toàn bộ Khu công nghiệp An Phát Complex và (2) cho thuê 10% quỹ đất tại AP1 trong năm nay. Trong 9 tháng đầu năm 2021, tiến độ thực hiện đã chậm hơn dự kiến; lần lượt chỉ lấp đầy 75% và 84% diện tích nhà xưởng và quỹ đất của APC, trong khi AP1 sẽ chỉ mang lại thu nhập sớm nhất là trong Q1/2022.

Trong Q4/2021, Công ty có kế hoạch cho thuê tiếp 24.000m² đất tại APC, dự kiến hạch toán 20 tỷ đồng lợi nhuận từ dự án này. Tính đến cuối năm 2021, tỷ lệ lấp đầy diện tích đất và nhà kho của APC sẽ lần lượt là 92% và 76% (Bảng 3). HSC đánh giá mục tiêu này là hợp lý. AAA đã nhận đặt cọc đất trong tháng 11/2021 và Công ty đang hoàn thiện giấy tờ ghi nhận bán đất trong Q4/2021.

Về doanh thu, nhờ áp dụng phương thức bán hàng mới trong mảng thương mại, cụ thể là phương thức chuyển khẩu hàng hoá, doanh thu thuần 9 tháng đầu năm 2021 đã tăng mạnh 69% so với cùng kỳ. Theo cách thức bán hàng mới này, AAA mua hạt nhựa từ một quốc gia và bán sang một quốc gia khác mà không cần làm thủ tục xuất nhập khẩu ra/vào Việt Nam. Nhờ phương thức này, doanh thu 9 tháng đầu năm 2021 của AAA đạt 8.955 tỷ đồng, cao hơn dự báo của chúng tôi và gần như hoàn thành kế hoạch doanh thu thuần của công ty trong năm 2021 là 9.000 tỷ đồng.

Hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2023

HSC điều chỉnh giảm bình quân 27% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021-2023, nhằm phản ánh lợi nhuận từ AP1 giảm (do đã thoái 49% vốn) và chi phí bán hàng tăng. Tuy nhiên, chúng tôi nâng bình quân 27,6% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2021-2023 do áp dụng phương thức bán hàng mới trong hoạt động thương mại hạt nhựa. Các thay đổi trong dự báo của chúng tôi được tóm tắt trong bảng sau.

Chúng tôi tóm tắt dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần cũ và mới trong Bảng 4, đồng thời trình bày tác động của từng khoản mục điều chỉnh (chi phí vận chuyển, hoạt động thoái vốn, và khoản mục khác) đến lợi nhuận trong Bảng 5.

Bảng 4: Điều chỉnh các dự báo, AAA

Chúng tôi điều chỉnh hạ bình quân 27% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2023

(tỷ đồng)	Dự báo cũ	% y/y	Dự báo mới	Điều chỉnh	% y/y
2021					
Doanh thu thuần	9,681	30.3%	12,189	25.9%	64.1%
Lợi nhuận thuần	410	56.6%	281	-31.5%	7.3%
2022					
Doanh thu thuần	10,220	5.6%	13,241	29.6%	8.6%
Lợi nhuận thuần	477	16.3%	364	-23.6%	29.6%
2023					
Doanh thu thuần	10,801	5.7%	13,740	27.2%	3.8%
Lợi nhuận thuần	539	13.1%	405	-24.9%	11.2%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần, AAA

Hạ dự báo năm 2021 do giá vận tải tăng, trong khi hạ dự báo năm 2022-2023 liên quan nhiều hơn đến thoái vốn tại AP1

	Điều chỉnh do giá vận tải tăng	Điều chỉnh do thoái vốn tại AP1	Tổng
2021	-25.5%	-6.0%	-31.5%
2022	-7.0%	-16.6%	-23.6%
2023	-4.2%	-20.7%	-24.9%
Bình quân	-12.2%	-14.4%	-26.7%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Giả định chính, AAA

Mảng KCN là động lực chính của AAA

(tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tổng doanh thu	7,429	12,216	13,270	13,770	14,137
Thương mại	3,345	6,924	7,132	7,346	7,566
Sản phẩm tự sản xuất	3,906	4,562	4,921	5,107	5,301
KCN	72	455	935	1,026	970
- An Phát Complex	72	455	185	208	143
- An Phát 1	-	-	749	818	827
Khác	106	275	283	291	300
Lợi nhuận gộp	777	1,216	1,533	1,568	1,564
Thương mại	137	270	278	286	295
Sản phẩm tự sản xuất	556	777	762	742	774
KCN	44	135	459	504	459
- An Phát Complex	44	135	122	136	87
- An Phát 1	-	-	337	368	372
Khác	39.80	32.95	33.93	34.95	36.00
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.46%	9.95%	11.55%	11.38%	11.06%
Thương mại	4.10%	3.90%	3.90%	3.90%	3.90%
Sản phẩm tự sản xuất	14.23%	17.04%	15.48%	14.54%	14.59%
KCN	61.05%	29.69%	49.13%	49.11%	47.37%
Khác	37.69%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

Nguồn: HSC

HSC tóm tắt dự báo mới giai đoạn 2021-2023 trong Bảng 6. Chúng tôi hạ 31,5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2021 xuống 281 tỷ đồng (tăng trưởng 7,3%), do (1) tăng dự báo chi phí bán hàng và (2) giảm dự báo lợi nhuận mảng KCN do tốc độ cho thuê chậm hơn dự kiến. Theo dự báo mới của chúng tôi, lợi nhuận thuần Q4/2021 sẽ đạt 60 tỷ đồng (tăng 4,3% so với cùng kỳ). Chúng tôi giả định AP1 sẽ bắt đầu có lợi nhuận kể từ Q1/2022 thay vì Q4/2021 như trong dự báo trước.

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 và 2023 lần lượt 23,6% và 24,9%, xuống lần lượt 364 tỷ đồng (tăng trưởng 29,6%) và 405 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%) do lợi ích thiếu số tăng sau khi AAA giảm tỷ lệ sở hữu tại AP1. Giả định của chúng tôi như sau:

- Doanh thu thuần sẽ tăng lần lượt 8,6% và 3,8% năm 2022 và 2023 nhờ doanh thu mảng KCN tăng (Bảng 5). Chúng tôi cho rằng tỷ lệ lấp đầy của APC sẽ đạt 100% vào năm 2022 và AP1 sẽ cho thuê lần lượt 30% và 35% diện tích đất trong năm 2022 và 2023.
- Trong bối cảnh đại dịch COVID-19 kéo dài và biến chủng mới Omicron xuất hiện, HSC dự báo giá cước vận tải hàng hóa bằng container sẽ duy trì ở mức cao trong 6 tháng đầu năm 2022 và bắt đầu giảm từ 6 tháng cuối năm 2022. Theo đó, tỷ lệ chi phí bán hàng/ doanh thu của AAA sẽ giảm xuống lần lượt 5,0% và 4,7% trong năm 2022 và 2023 từ mức 5,4% năm 2021.
- HSC điều chỉnh tăng dự báo LNST năm 2022 và 2023 lên lần lượt 534 tỷ đồng (tăng trưởng 70,2%) và 591 tỷ đồng (tăng trưởng 10,6%) nhờ lợi nhuận mảng KCN tăng. Tuy nhiên, sau khi thoái vốn tại AP1, lợi nhuận cho thiếu số của AAA năm 2022 và 2023 sẽ tăng lên lần lượt 170 tỷ đồng (tăng trưởng 417%) và 186 tỷ đồng (tăng trưởng 9,3%). Theo đó, lợi nhuận thuần của AAA được dự báo sẽ đạt lần lượt 364 tỷ đồng (tăng trưởng 29,6%) và 405 tỷ đồng (tăng trưởng 11,2%) trong năm 2022 và 2023.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 403 tỷ đồng (đi ngang) và doanh thu thuần đạt 14.137 tỷ đồng (tăng trưởng 2,7%). Theo đó, CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2021-2024 được dự báo sẽ đạt 12,8%.

Theo danh mục các dự án hiện tại, chúng tôi tin rằng AAA sẽ cần tìm thêm các dự án đầu tư khác nhằm tránh lợi nhuận giảm sau năm 2024. Do chúng tôi giả định tỷ lệ lấp đầy tại AP1 năm 2024 sẽ đạt 100%, lợi nhuận từ mảng KCN có thể sẽ giảm mạnh sau năm 2025 do doanh thu từ mảng KCN sau đó sẽ chỉ đến từ việc cho thuê nhà xưởng hàng năm.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 16.200đ (từ 16.273đ trước đó), thấp hơn 16,3% so với thị giá, do HSC (1) hạ dự báo lợi nhuận, (2) bao gồm khoản tiền nhận được sau khi thoái vốn tại AP1, và (3) chuyển giai đoạn cơ sở định giá sang cuối năm 2022.

Chúng tôi tóm tắt định giá và các giả định định giá trong Bảng 6-7 dưới đây và thực hiện phân tích độ nhạy với thay đổi lãi suất phi rủi ro và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn trong Bảng 8. Cụ thể, HSC giữ nguyên lãi suất phi rủi ro là 3,0%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,0% và beta của AAA là 1,1. Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu 10% đối với giá trị hợp lý nhằm phản ánh rủi ro quản trị doanh nghiệp của AAA.

Bảng 7: Định giá FCFF, AAA

(tỷ đồng)	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LNST	314.0	534.4	591.2	594.6	381.4	385.2	393.0	401.0
Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	121.9	115.2	117.7	113.9	110.8	110.6	113.4	116.3
Cộng: khấu hao	318.1	326.1	336.9	348.2	361.7	375.9	390.9	406.7
Trừ: đầu tư TSCĐ	(658.9)	(381.5)	(268.0)	(274.2)	(298.2)	(166.9)	(175.2)	(184.1)
Trừ: thay đổi vốn lưu động	(496.7)	(318.3)	(137.4)	(114.6)	34.0	(146.5)	(154.4)	(166.3)
FCFF	(401.6)	275.9	640.3	667.9	589.7	558.3	567.7	573.6

Nguồn: HSC

Bảng 8: Giá định giá và đầu vào, AAA

Đầu vào		Đơn vị		Giá trị
Tính toán WACC		DCF-dựa trên tính toán giá mục tiêu		
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	(triệu đồng)	4,892,179
Beta	105.0%	Giá trị hiện tại của dòng tiền	(triệu đồng)	2,980,094
Chi phí vốn CSH	10.4%	Tổng giá trị hiện tại	(triệu đồng)	7,872,273
Tỷ trọng vốn CSH	60.1%	Cộng: Tiền + Đầu tư ngắn hạn	(triệu đồng)	1,473,976
Tỷ trọng nợ	39.9%	Trừ: Tổng nợ	(triệu đồng)	-2,892,209
WACC	9.1%	Giá trị vốn CSH	(triệu đồng)	6,454,040
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	(triệu đồng)	326,434,496
		Giá trị vốn chủ sở hữu/cổ phiếu	Đồng/cp	17,843
		Tỷ lệ chiết khấu		10%
		Giá mục tiêu (đồng)		16,221

Nguồn: HSC

Bảng 9: Phân tích độ nhạy, AAA

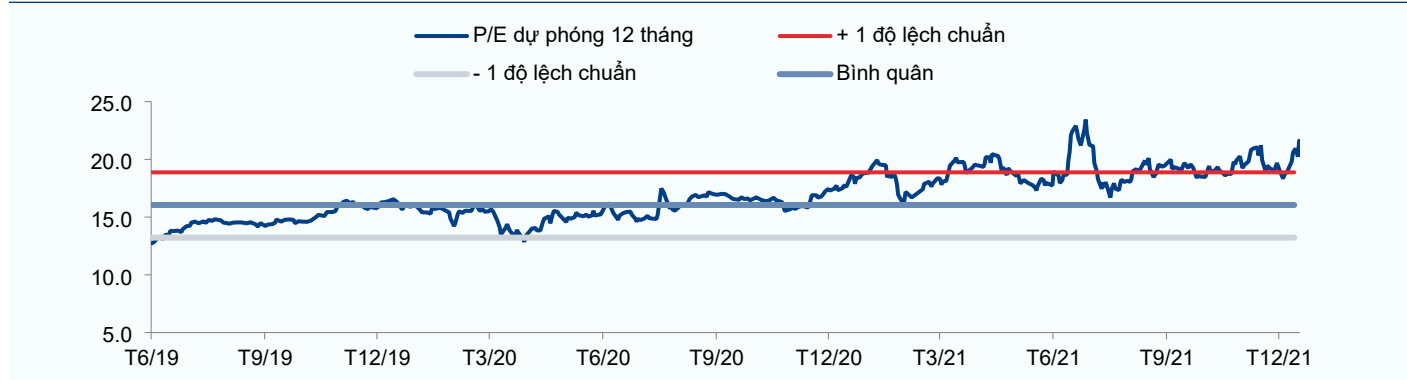
Kịch bản cơ sở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% và lãi suất phi rủi ro là 3%

Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
2.00%	15,932	16,946	18,117	19,482	21,097
2.50%	15,147	16,069	17,127	18,353	19,790
3.00%	14,420	15,261	16,221	17,326	18,612
3.50%	13,745	14,515	15,388	16,388	17,544
4.00%	13,117	13,822	14,620	15,528	16,572

Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, AAA

Cổ phiếu AAA hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,6 lần, cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân P/E



Nguồn: HSC

Giá cổ phiếu AAA đã tăng 20,6% trong vòng 3 tháng qua và tăng mạnh hơn 15,4% so với chỉ số. Những thông tin tích cực đã phản ánh hoàn toàn vào giá cổ phiếu và hiện cổ phiếu đang giao dịch với mức định giá đắt. AAA đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,6 lần (P/E dự phóng 2022 là 21,1 lần), cao hơn so với mức bình quân là 15,9 lần (tính từ đầu năm 2019). Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với AAA xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Doanh thu	9,258	7,429	12,189	13,241	13,740
Lợi nhuận gộp	1,042	777	1,189	1,504	1,538
Chi phí BH&QL	(364)	(423)	(853)	(874)	(866)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	678	354	336	630	672
Lãi vay thuần	(88.0)	(59.9)	21.7	(0.25)	25.8
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.06)	16.7	18.2	20.0	22.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	6.99	7.83	(9.75)	(10.6)	(11.0)
LNTT	597	319	366	639	709
Chi phí thuế TNDN	(106)	(35.6)	(78.5)	(134)	(148)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(30.6)	(20.9)	(32.9)	(170)	(186)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	460	262	254	335	375
Lợi nhuận thuần ĐC	437	224	226	299	335
EBITDA ĐC	937	641	654	956	1,009
EPS (đồng)	2,690	1,389	942	1,027	1,149
EPS ĐC (đồng)	2,070	1,058	800	916	1,025
DPS (đồng)	1,000	1,000	500	700	700
Slg CP bình quân (triệu đv)	171	189	270	326	326
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	171	222	326	326	326
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	211	222	326	326	326

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Tiền & tương đương tiền	292	964	1,252	1,408	1,882
Đầu tư ngắn hạn	1,252	759	60.9	66.2	68.7
Phải thu khách hàng	2,079	1,669	2,362	2,566	2,663
Hàng tồn kho	1,222	947	1,096	1,191	1,236
Các tài sản ngắn hạn khác	127	158	213	339	385
Tổng tài sản ngắn hạn	4,971	4,496	4,985	5,570	6,235
TSCĐ hữu hình	1,999	2,245	2,004	1,780	1,591
TSCĐ vô hình	82.0	79.7	76.7	73.6	70.5
Bất động sản đầu tư	223	448	513	519	524
Đầu tư dài hạn	402	448	1,033	844	692
Đầu tư vào Cty LD,LK	15.2	401	401	401	401
Tài sản dài hạn khác	295	451	532	577	598
Tổng tài sản dài hạn	3,016	4,073	4,560	4,194	3,877
Tổng cộng tài sản	7,987	8,569	9,545	9,764	10,112
Nợ ngắn hạn	2,400	2,943	1,828	1,986	2,061
Phả trả người bán	26.9	20.4	34.5	37.5	38.9
Nợ ngắn hạn khác	684	682	1,010	1,097	1,138
Tổng nợ ngắn hạn	3,237	3,773	3,059	3,323	3,448
Nợ dài hạn	1,372	617	1,236	906	799
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	22.4	22.2	32.9	35.8	37.1
Nợ dài hạn khác	102	133	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	1,496	773	1,269	942	836
Tổng nợ phải trả	4,732	4,545	4,328	4,265	4,285
Vốn chủ sở hữu	2,927	3,598	4,757	4,869	5,011
Lợi ích cổ đông thiểu số	328	426	459	630	816
Tổng vốn chủ sở hữu	3,255	4,024	5,217	5,499	5,827
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,987	8,569	9,545	9,764	10,112
BVPS (đ)	17,096	16,223	14,574	14,916	15,352
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,480	2,597	1,812	1,484	978

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
EBIT	678	354	336	630	672
Khấu hao	(259)	(287)	(318)	(326)	(337)
Lãi vay thuần	(88.0)	(59.9)	21.7	(0.25)	25.8
Thuế TNDN đã nộp	(69.8)	(49.6)	(76.7)	(132)	(146)
Thay đổi vốn lưu động	(349)	25.9	(705)	(373)	(256)
Khác	(218)	(169)	88.6	48.9	104
LCT thuần từ HKKD	489	611	515	914	979
Đầu tư TS dài hạn	(504)	(271)	(659)	(381)	(268)
Góp vốn & đầu tư	(1,997)	(2,474)	23.5	23.5	23.5
Thanh lý	97.3	117	0	0	0
Khác	1,544	2,684	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(860)	55.7	(635)	(358)	(244)
Cổ tức trả cho CSH	(97.3)	(109)	(163)	(229)	(229)
Thu từ phát hành CP	0	550	1,068	0	0
Tăng/giảm nợ	115	(436)	(496)	(172)	(31.8)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	17.3	5.58	408	(401)	(260)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	645	292	964	1,252	1,408
LCT thuần trong kỳ	(353)	673	288	156	474
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.60)	(0.79)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	292	964	1,252	1,408	1,882
Dòng tiền tự do	(14.6)	340	(144)	533	711

Các chỉ số tài chính	12-19A	12-20A	12-21F	12-22F	12-23F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	11.3	10.5	9.75	11.4	11.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.1	8.63	5.36	7.22	7.34
Tỷ suất LNT (%)	4.97	3.53	2.09	2.53	2.73
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.8	11.2	21.5	20.9	20.8
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.6	(19.8)	64.1	8.63	3.77
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	47.0	(31.6)	1.97	46.2	5.54
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	168	(48.7)	0.84	32.1	12.0
Tăng trưởng EPS (%)	126	(48.3)	(32.2)	9.07	11.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	143	(48.9)	(24.4)	14.4	12.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	0	(50.0)	40.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	37.2	72.0	53.1	68.1	60.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.7	8.04	6.09	6.97	7.59
ROACE (%)	15.0	7.42	5.95	9.75	10.3
Vòng quay tài sản (lần)	1.19	0.90	1.35	1.37	1.38
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.72	1.73	1.54	1.45	1.46
Số ngày tồn kho	54.3	52.0	36.4	37.0	37.0
Số ngày phải thu	92.4	91.6	78.4	79.8	79.7
Số ngày phải trả	1.20	1.12	1.14	1.17	1.16
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	122	75.1	41.3	33.9	22.9
Nợ/tài sản (%)	48.5	42.8	33.7	31.3	30.0
EBIT/lãi vay (lần)	7.71	5.91	N/a	2.542	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	4.13	5.72	4.92	3.20	3.00
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.54	1.19	1.63	1.68	1.81
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.77	0.98	0.70	0.64	0.59
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.60	11.4	13.1	8.82	8.04
P/E (lần)	7.19	13.9	20.5	18.8	16.8
P/E ĐC (lần)	9.35	18.3	24.2	21.1	18.9
P/B (lần)	1.13	1.19	1.33	1.30	1.26
Lợi suất cổ tức (%)	5.17	5.17	2.58	3.62	3.62

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn