

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (HSX: AAA)
Tạ Việt Phương

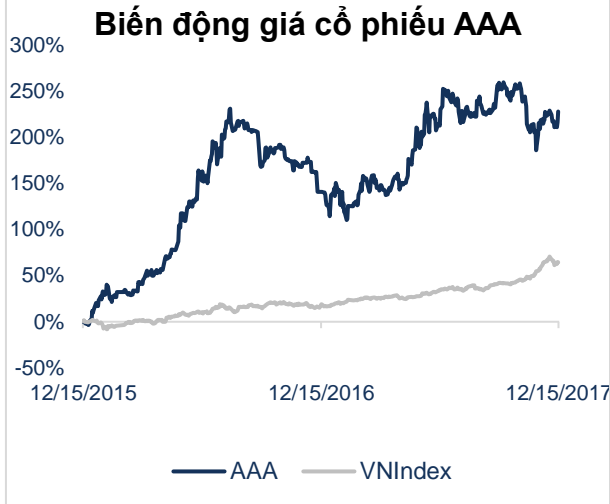
Chuyên viên phân tích

 Email: phuongtv@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84) 24 3773 7070 - Ext: 4304

 Giá hiện tại: **32,250**

 Giá mục tiêu: **39,400**

 Tăng/giảm: **22%**
Khuyến nghị
MUA

MỞ RỘNG THỊ TRƯỜNG, ĐÓN ĐẦU XU HƯỚNG.

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu AAA của Công ty cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và phương pháp so sánh P/E, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu AAA là **39,400 đồng/cp**, cao hơn 22% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu ngắn hạn. Rủi ro đầu tư đối với doanh nghiệp là những vấn đề liên quan đến biến động giá nguyên vật liệu đầu vào và tình hình tài chính của doanh nghiệp.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- **AAA là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong các doanh nghiệp nhựa bao bì tại Việt Nam và là một trong những nhà sản xuất bao bì màng mỏng lớn nhất trong khu vực.**

Với công suất khoảng 48,000 tấn sản phẩm/năm vào năm 2013, sau 4 năm đầu tư xây dựng nhà xưởng và dây chuyền máy móc hiện tại công suất thiết kế cuối năm 2017 của AAA đã tăng gấp đôi lên 96,000 tấn sản phẩm/năm.

Công suất thiết kế lên đến 96,000 tấn sản phẩm/năm trong năm 2017 đã đưa An Phát vượt qua đối thủ cạnh tranh chính của mình là Thai Plastic Bag Industries (64,000 tấn sản phẩm/năm) trở thành một trong những nhà cung cấp bao bì màng mỏng lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

- **Tiềm năng tăng trưởng mạnh đến từ nhà máy mới và thị trường mới.**

Trong năm 2017, hai nhà máy mới của An Phát là nhà máy số 6 và nhà máy số 7 đã chính thức đi vào hoạt động giúp An Phát tăng sản lượng tiêu thụ của mình tại hai thị trường mới đầy tiềm năng là Mỹ và Nhật Bản.

Bên cạnh lợi thế về chi phí sản xuất, chất lượng sản phẩm tốt đáp ứng đầy đủ các tiêu chuẩn kỹ thuật khắt khe của các thị trường phát triển cũng là một yếu tố giúp An Phát thâm nhập thành công thị trường Nhật Bản và Mỹ.

Thông tin giao dịch

Giá hiện tại	32,250
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	35,350
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	21,800
Số lượng CP niêm yết (Cổ phiếu)	83,599,988
Số lượng CP lưu hành (Cổ phiếu)	83,599,988
KLGD BQ 30 ngày	1,508,247
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	16.35%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	835.99
Vốn hóa (tỷ VND)	2708.64



Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty CP Nhựa và Môi trường xanh An Phát
Địa chỉ	Lô CN11 – CN12, Cụm CN An Đồng, TT Nam Sách, Huyện Nam Sách, Tỉnh Hải Dương.
Doanh thu chính	Bao bì nhựa, túi ni lông, thương mại hạt nhựa.
Chi phí chính	Hạt nhựa nguyên sinh Polyethylene.
Lợi thế cạnh tranh	Sản phẩm chất lượng cao, hệ thống khách hàng, nhà phân phối truyền thống.
Rủi ro chính	Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào.
Cơ cấu cổ đông	(%)
CTCP An Phát Holdings	31.88
KALLANG Limited	7.82
Công ty TNHH Dương Phạm Investment	3.47
Công ty TNHH Đầu tư Trung và Hòa	3.47
Công ty TNHH Đầu tư Việt và Dương	3.47
Khác	49.89

- **Sản phẩm chiến lược mới đón đầu xu hướng sử dụng các sản phẩm thân thiện với môi trường tại các thị trường phát triển.**

Sau thời gian hợp tác nghiên cứu với các chuyên gia Nhật Bản, năm 2016, AAA đã cho ra thị trường sản phẩm túi tự hủy – sản phẩm túi thân thiện với môi trường.

Đây là sản phẩm chiến lược của An Phát trong dài hạn khi các thị trường như EU, Mỹ đang có xu hướng chuyển đổi từ túi ni lông truyền thống sang túi tự hủy nhằm bảo vệ môi trường sinh thái.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào**

Nguyên liệu đầu vào của AAA là hạt nhựa nguyên sinh PolyEthylene (PE) chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu tiêu thụ nguyên liệu cũng như cơ cấu chi phí sản xuất. Vì vậy hoạt động kinh doanh của AAA chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá hạt nhựa trên thị trường thế giới.

- **Rủi ro vay nợ**

Cơ cấu nguồn vốn của AAA hiện tại đang sử dụng tỉ lệ đòn bẩy lớn với nợ vay chiếm đến 58% tổng tài sản. Nguồn vốn của AAA phụ thuộc nhiều vào nợ vay do công ty liên tục đầu tư xây dựng nhà máy mới để mở rộng thị trường xuất khẩu. Việc mở rộng thị trường mới với nguồn vốn vay lớn tiềm ẩn nhiều rủi ro.

- **Rủi ro tỉ giá**

Hiện tại nguồn hạt nhựa nguyên sinh – nguyên liệu chính để sản xuất túi của AAA phải nhập khẩu 100% từ nước ngoài do Việt Nam hiện tại chưa sản xuất được sản phẩm PE. Tuy nhiên doanh thu chính của AAA cũng đến từ các thị trường xuất khẩu nên nguồn ngoại tệ của công ty cũng sẽ giúp trung hòa một phần rủi ro tỉ giá.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát là công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất bao bì màng mỏng, túi ni lông. Tiền thân của AAA là Công ty TNHH Anh Hai Duy thành lập năm 2002. Năm 2008, nhà máy số hai với công suất là 9,600 tấn sản phẩm/ năm chính thức đi vào hoạt động. Năm 2017, với việc 2 nhà máy mới của công ty đã chính thức đi vào hoạt động, công suất thiết kế của An Phát đã tăng gấp 10 lần lên 96,000 tấn sản phẩm/năm.

Ngành nhựa bao bì tại Việt Nam có mức độ phân tán rất lớn với khoảng 750 doanh nghiệp đang hoạt động, chủ yếu là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đầu ra ngành nhựa bao bì Việt Nam hiện nay chủ yếu tập trung phục vụ cho các doanh nghiệp sản xuất và chế biến trong nước. Với 10 năm hoạt động trong ngành và định hướng ngay từ đầu là sản xuất các sản phẩm túi phục vụ thị trường xuất khẩu, An Phát hiện nay là doanh nghiệp màng mỏng niêm yết có quy mô lớn nhất và là một trong số những nhà sản xuất túi ni lông lớn nhất khu vực Đông Nam Á.

CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA AN PHÁT

NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

- **Nguyên liệu chính:** Các loại hạt nhựa nguyên sinh Polyethylene chủ yếu là HDPE, LDPE và LLDPE; hạt nhựa tự hủy.

- **Các loại phụ gia:** Hạt nhựa Calbest và hạt màu Masterbatches

- **Hạt nhựa nguyên liệu nhập khẩu hoàn toàn:** Nguyên liệu đầu vào là hạt nhựa Polyethylene (PE) hiện tại đang phụ thuộc 100% vào nguồn cung từ nước ngoài do Việt Nam chưa sản xuất được nguyên liệu nhựa PE.

QUY TRÌNH SẢN XUẤT

- **Bước 1:** Các loại hạt nhựa nguyên liệu, các loại hạt phụ gia và các loại hạt màu sẽ được đưa vào máy trộn và nung chảy tạo thành hỗn hợp.

- **Bước 2:** Hỗn hợp sẽ được đưa qua máy thổi và được thổi thành màng mỏng.

- **Bước 3:** Màng mỏng sau khi được làm nguội đồng thời trong quá trình thổi sẽ được đưa đến máy cắt, dập thành túi và đáy túi.

- **Bước 4:** Túi sau khi được dập thành và đáy sẽ được đưa đến máy dập quai và đóng gói thành phẩm.

ĐẦU RA

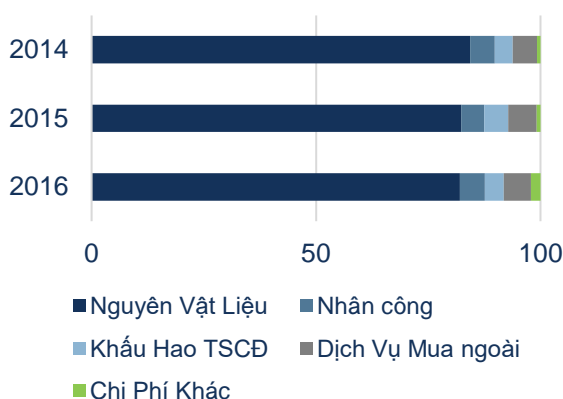
- **Sản phẩm đầu ra:** Sản phẩm đầu ra của An Phát chủ yếu là các loại túi rác, túi cuộn, túi siêu thị, túi thực phẩm.

- **Thị trường tiêu thụ:** Hiện tại toàn bộ 100% sản lượng của An Phát được xuất khẩu ra nước ngoài. Sản phẩm của An Phát xuất hiện tại rất nhiều thị trường trên thế giới trong đó EU, Nhật Bản và Mỹ là 3 thị trường quan trọng nhất của An Phát.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Nguyên vật liệu và các yếu tố đầu vào

Cơ cấu chi phí kinh doanh theo nhân tố



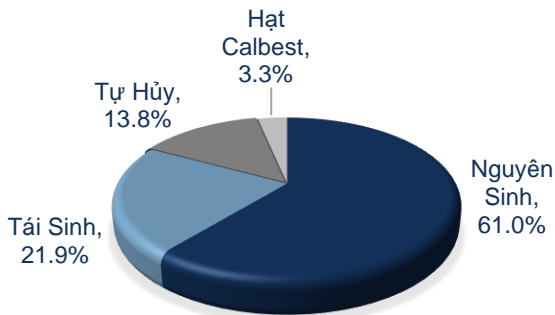
Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỉ trọng lớn và ổn định trong chi phí sản xuất kinh doanh.

Đặc thù của các doanh nghiệp sản xuất bao bì màng mỏng là chi phí nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất kinh doanh. Chi phí nguyên vật liệu của AAA chiếm trên 80% chi phí sản xuất kinh doanh 2014 – 2016.

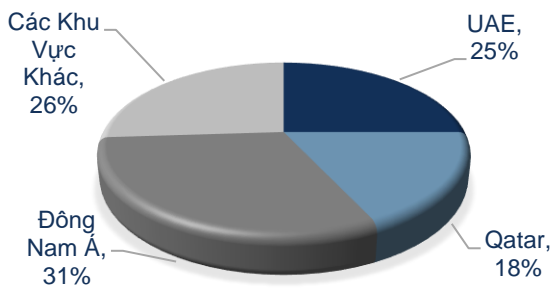
Nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất của AAA là hạt nhựa Polyethylene (PE) bao gồm 2 loại là PE nguyên sinh và PE tái chế (tái chế từ các sản phẩm nhựa đã qua sử dụng); hạt nhựa tự hủy và hạt phụ gia Calbest giúp gia tăng đặc tính lý hóa và khả năng in ấn cho sản phẩm.

Các chi phí khác như nhân công, khấu hao TSCĐ, dịch vụ mua ngoài chiếm tỉ trọng nhỏ (5 – 7%) và ổn định qua các năm.

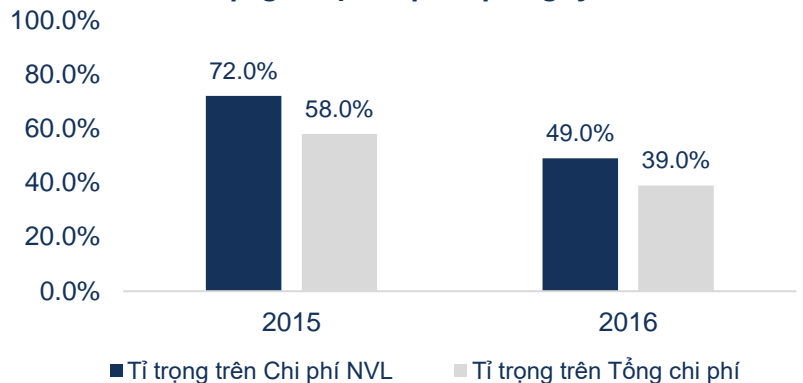
Nguồn: BCTC AAA

CƠ CẤU HẠT NHỰA NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO NĂM 2016


Nguồn: AAA

CƠ CẤU NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO THEO KHU VỰC


Nguồn: AAA

Hạt nhựa nguyên sinh PE chiếm tỷ trọng lớn trong cả cơ cấu hạt nhựa tiêu thụ và cơ cấu chi phí NVL
Tỉ trọng chi phí hạt nhựa nguyên sinh


Nguồn: AAA.

Biến động giá hạt nhựa PE sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của AAA do hạt nhựa nguyên sinh PE là nguyên liệu quan trọng nhất chiếm tỷ trọng lớn nhất (61% sản lượng hạt nhựa tiêu thụ; 49% chi phí NVL).

Hạt nhựa nguyên sinh mà An Phát sử dụng gồm 2 loại chính là HDPE và LDPE. Đây là hai sản phẩm được sản xuất chủ yếu từ 2 nguồn là dầu mỏ và khí thiên nhiên nên biến động giá HDPE và LDPE trên thị trường thế giới sẽ biến động cùng chiều với giá dầu Brent thô.

Nguồn nguyên liệu sản xuất chính của An Phát phải nhập khẩu 100% từ nước ngoài do đặc thù ngành nhựa Việt Nam chưa sản xuất được Polyethylene (PE). Việt Nam chỉ có 2 dự án lọc dầu đang hoạt động là Bà Rịa – Vũng Tàu và Dung Quất và 2 dự án sẽ đi vào hoạt động năm 2018 là dự án lọc dầu Nghi Sơn và Vũng Rô. Tuy nhiên đầu ra của các dự án này đều chủ yếu hướng đến phục vụ nhu cầu về nhiên liệu trong nước một phần nguyên liệu nhựa PP, PET và PVC chứ không sản xuất PE.

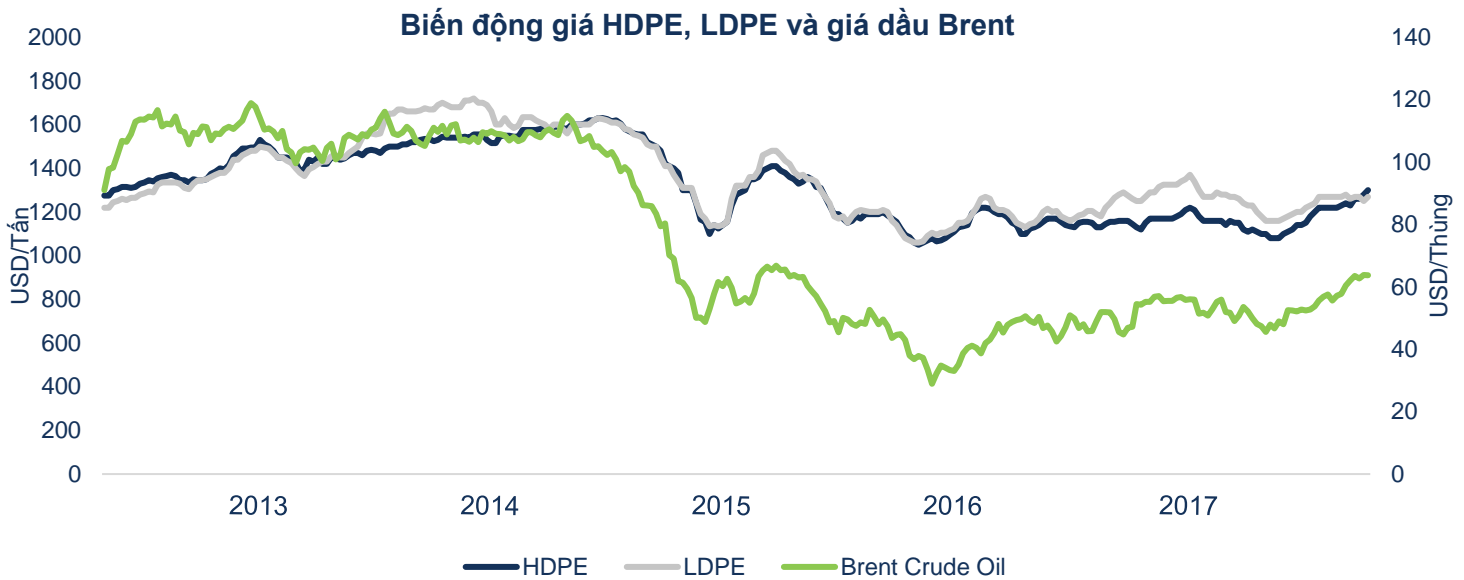
An Phát nhập khẩu hạt nhựa nguyên sinh từ nhiều đối tác khác đến từ nhiều quốc gia khác nhau nhằm tránh bị phụ thuộc vào nhà cung cấp. Hạt nhựa nguyên sinh của An Phát chủ yếu được nhập từ Qatar và UAE. Hạt nhựa tụ hủy phục vụ cho sản phẩm mới của AAA là túi tụ hủy được công ty nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước EU.

Nguồn nguyên liệu tái sinh giúp tiết giảm chi phí nguyên liệu. Hạt nhựa tái sinh có thể thay thế một phần hạt nhựa nguyên sinh trong quá trình sản xuất giúp giảm giá thành sản phẩm; chiếm 21.9% trong cơ cấu tiêu thụ hạt nhựa đầu vào của AAA. Hạt nhựa tái sinh được công ty sản xuất một phần từ dây chuyền tái chế các sản phẩm nhựa đã qua sử dụng của mình, một phần được AAA nhập khẩu từ các nhà máy tái chế khác trong khu vực với giá bằng 2/3 giá hạt nhựa nguyên sinh.

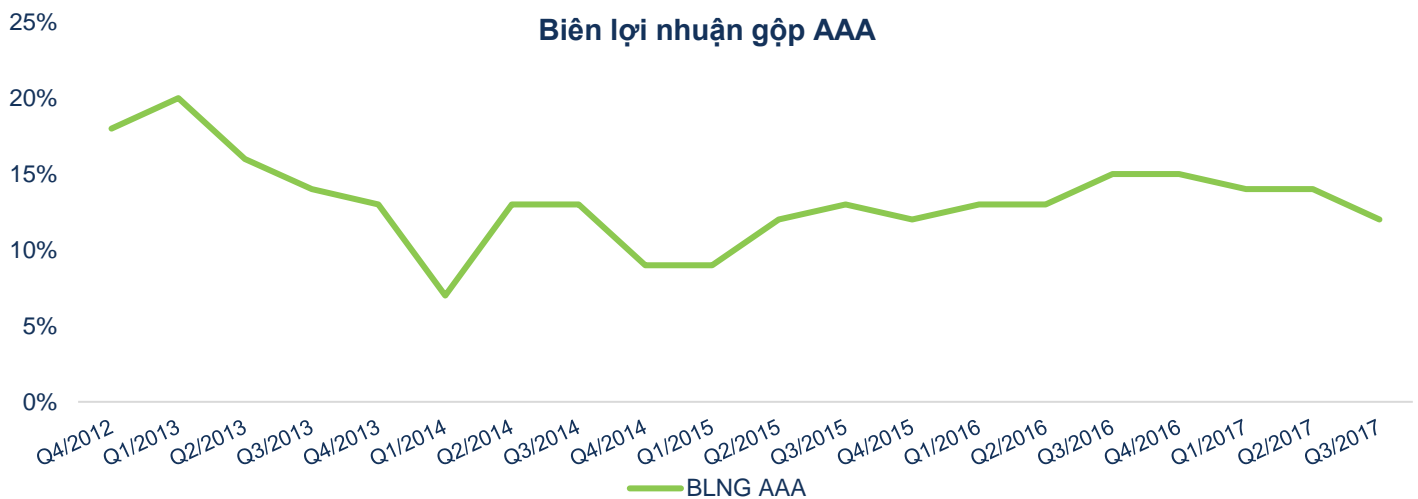
Một số nhà cung cấp hạt nhựa nguyên sinh

Nhà cung cấp	Quốc gia
Gulf Polymers Distribution Company FZCO	UAE
MITSUBISHI CORPORATION SINGAPORE BRANCH	Singapore
Qatar Chemical and Petrochemical Marketing and Distribution Company (Muntajat) Q.J.S.C	Qatar
DOW CHEMICAL PACIFIC (SINGAPORE Branch) PTE LTD.	Singapore
SABIC Asia Pacific Pte Ltd	Singapore
BOROUGE PTE LTD	Singapore

Nguồn: AAA

Chính sách bán hàng và nhập nguyên liệu mới giúp hạn chế ảnh hưởng từ biến động của giá NVL.


Nguồn: Bloomberg, FPTS Tổng hợp



Nguồn: BCTC AAA, FPTS Tổng hợp

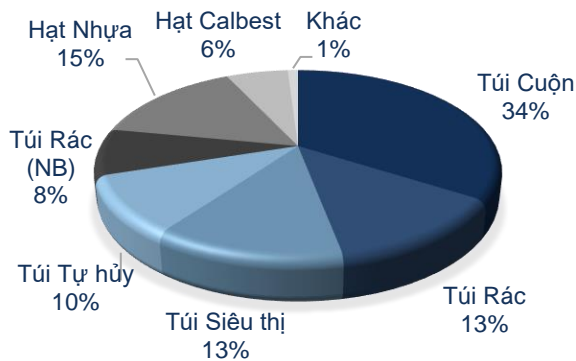
Biên lợi nhuận gộp của AAA biến động ngược chiều với giá HDPE và LDPE trên thị trường thế giới do đây là 2 nguyên liệu chính trong quá trình sản xuất túi của AAA. Giai đoạn 2013 – 2015 là giai đoạn mà giá dầu Brent biến động mạnh dẫn đến giá HDPE và LDPE trên thị trường thế giới cũng biến động và gây ảnh hưởng rõ rệt đến biên lợi nhuận gộp của AAA.

Từ cuối năm 2015, đầu năm 2016, AAA đã đàm phán thành công với các nhà cung cấp và khách hàng sẽ điều chỉnh đơn giá hợp đồng ($\pm 5\%$) mỗi khi giá hạt nhựa thay đổi $\pm 10\%$. Chính sách nhập nguyên liệu mới giúp BLNG của AAA trong năm 2016 và 2 quý đầu năm 2017 ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá NVL và ổn định ở mức 14 - 15%. BLNG của AAA giảm xuống mức 12% trong quý 3 năm 2017 do tỉ trọng doanh thu đến từ mảng thương mại hạt nhựa tăng. Đây là mảng cho biên lợi nhuận gộp thấp hơn khiến biên lợi nhuận của AAA sụt giảm so với 2 quý trước.

Biên lợi nhuận gộp của An Phát sẽ bớt chịu ảnh hưởng từ biến động giá hạt nhựa trên thị trường thế giới do chính sách nhập nguyên liệu và bán hàng mới. Bên cạnh đó, giá dầu Brent được dự báo sẽ biến động trong khoảng từ 60 – 65 USD/ thùng từ nay đến cuối năm 2018 cũng là một yếu tố giúp giá HDPE và LDPE được dự báo chỉ dao động trong khoảng từ 1100 – 1300 USD/tấn.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

CƠ CẤU DOANH THU THEO SẢN PHẨM NĂM 2016



Nguồn: AAA, FPTS Tổng hợp

Doanh thu chính đến từ mảng sản xuất bao bì màng mỏng, túi ni lông.

Màng sản xuất bao bì, túi ni lông xuất khẩu đóng góp 78% doanh thu thuần của An Phát năm 2016. Trong đó 3 dòng sản phẩm truyền thống là túi cuộn, túi rác và túi siêu thị đóng góp lần lượt 34%, 13% và 13%. Dòng sản phẩm mới của AAA túi tự hủy cũng đóng góp 10% trên tổng doanh thu thuần năm 2016.

Màng thương mại hạt nhựa nguyên sinh chiếm 15% trong cơ cấu doanh thu. Ngoài nhập nguyên liệu nhựa nguyên sinh phục vụ cho quá trình sản xuất của công ty AAA còn phân phối lại một phần cho các doanh nghiệp trong nước.

Màng hạt nhựa phụ gia Calbest đóng góp 6% trong cơ cấu doanh thu thuần năm 2016. Doanh thu từ màng hạt nhựa phụ gia này đến từ công ty con của AAA là công ty Nhựa và Khoáng sản An Phát – Yên Bái (AAA sở hữu 35.29%).

Màng túi ni lông



Hệ thống nhà xưởng và dây chuyền máy móc đạt tiêu chuẩn chất lượng cao đảm bảo chất lượng đầu ra của sản phẩm.

Hệ thống nhà xưởng và máy móc của An Phát đã được chứng nhận tiêu chuẩn BRC – tiêu chuẩn quốc tế đầu tiên về bao bì và đóng gói giúp AAA có thể tiếp cận các thị trường phát triển như EU, Mỹ, Nhật Bản.

Dây chuyền, máy móc sản xuất túi ni lông của An Phát phải nhập khẩu 100% từ nước ngoài. Hiện tại công ty đang sử dụng công nghệ sản xuất chủ yếu của Đài Loan và Nhật Bản.



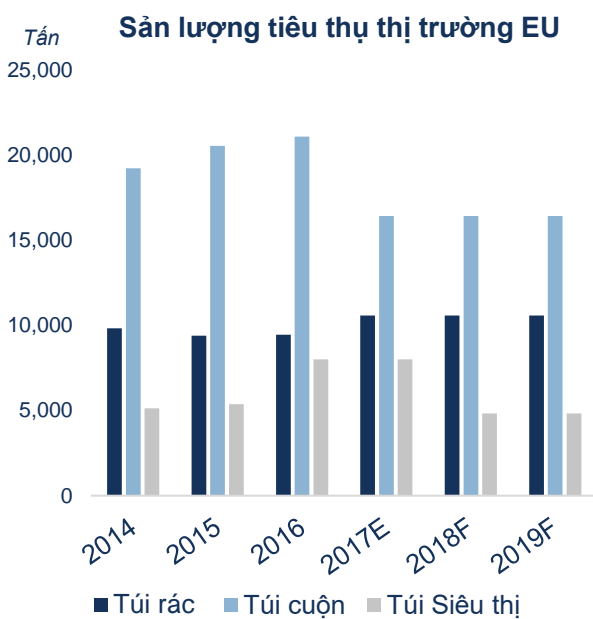
Nhà máy số 6 của An Phát đã được xây dựng cùng với sự hỗ trợ từ các đối tác Nhật Bản thể hiện mong muốn hợp tác lâu dài với AAA là nhà cung cấp chiến lược. Hệ thống máy móc, nhà xưởng và cả quy trình sản xuất đều được xây dựng đồng bộ nhằm phục vụ thị trường Nhật Bản.

Quy trình kiểm soát chất lượng mới giúp tiết giảm chi phí và hạn chế các rủi ro về chất lượng sản phẩm đầu ra. Quy trình kiểm soát chất lượng theo dòng chảy sản phẩm từ nguyên liệu đầu vào, quá trình sản xuất đến sản phẩm đầu ra đã được An Phát triển khai vào cuối năm 2016.

Công suất thiết kế các nhà máy của An Phát

Nhà máy	CSTK (Tấn/Năm)	Sản lượng (%CSTK)	Thời gian	CapEx (Tỉ VND)	Nhóm sản phẩm	Thị trường
1	12000	95%	2007	n/a	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị	EU
2	16800	95%	2008	n/a	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị	
3	10800	95%	2009	n/a	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị, túi tự hủy	
5	8400	97%	2014	n/a	Túi rác, túi siêu thị	Nhật Bản
6	38400	70%	2017	500	Túi rác, túi siêu thị, túi thực phẩm	
7	9600	70%	2017	280	Túi dây rút	Mỹ

Duy trì sản lượng tiêu thụ tại thị trường truyền thống Châu Âu



Nguồn: AAA, FPT S Tổng hợp

Thuận lợi

Công suất tiêu thụ hiện tại của nhóm nhà máy phục vụ thị trường Châu Âu đều đạt 95% công suất thiết kế. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm túi truyền thống của An Phát tại thị trường Châu Âu tương đối ổn định trong giai đoạn 2014 – 2016, khoảng 36,000 tấn/năm.

Sản phẩm túi truyền thống của An Phát có lợi thế cạnh tranh về thuế so với các nhà sản xuất khác trong khu vực tại thị trường Châu Âu. Các sản phẩm túi ni lông đến từ Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia nhập khẩu vào thị trường Châu Âu sẽ bị đánh thuế chống bán phá giá từ 4 – 30%.

Hệ thống khách hàng lâu năm là các nhà cung cấp, chuỗi siêu thị, bán lẻ lớn. Với lợi thế cạnh tranh về giá cũng như chất lượng sản phẩm tốt, An Phát đã xây dựng được một hệ thống khách hàng là các nhà phân phối qua đó đưa sản phẩm túi của mình đến các chuỗi bán lẻ, siêu thị lớn tại EU như: Metro Cash and Carry, Kaufland, LIDL, Carrefour.

Khó khăn

Thị trường Châu Âu là thị trường truyền thống của An Phát tuy nhiên dự địa phát triển không còn. Châu Âu tuy là khu vực có chỉ số tiêu thụ chất dẻo bình quân đầu người lớn thứ 2 thế giới nhưng đã ở mức bão hòa với mức tăng trưởng nhu cầu chỉ khoảng 1% (CAGR 2015 – 2020). Lượng bao bì PE nhập khẩu hàng năm chỉ chiếm từ 14 – 17% tổng lượng tiêu thụ.

Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm truyền thống tại thị trường Châu Âu có xu hướng giảm do xu hướng hạn chế sử dụng các sản phẩm túi ni lông truyền thống trong hệ thống các nhà bán lẻ, siêu thị nhằm bảo vệ môi trường sinh thái. Sản lượng tiêu thụ sản phẩm túi cuộn và túi siêu thị được dự báo sẽ giảm trung bình khoảng 10% (2016 – 2019).

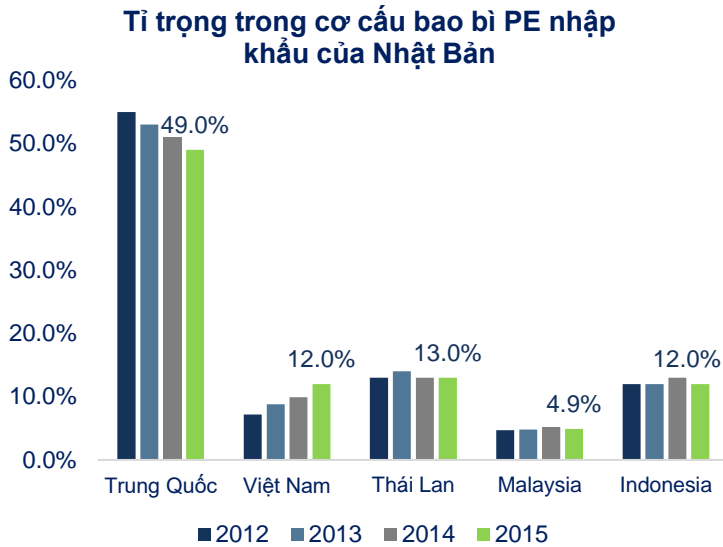
Một số nhà phân phối, khách hàng của AAA tại thị trường Châu Âu

Khách hàng	Quốc gia
COMCO PLAST	Đức
EVENPLAST S.A.S	Pháp
KOMPOL SP.Z O.O	Ba Lan
PUBLI EMBAL	Pháp

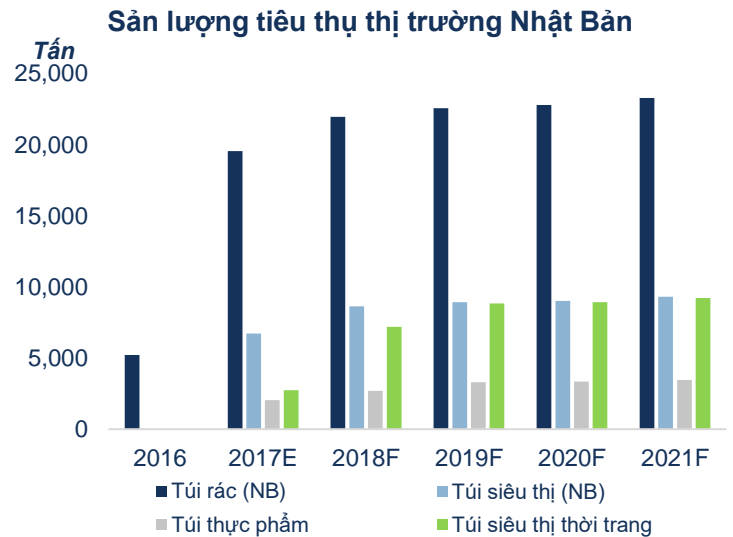
Nguồn: AAA, FPT S Tổng hợp

Tiềm năng tăng trưởng lớn từ hai thị trường mới là Nhật Bản và Mỹ

Thị trường Nhật Bản



Nguồn: The Observatory of Economic Complexity



Nguồn: AAA, FPTTS Tổng hợp

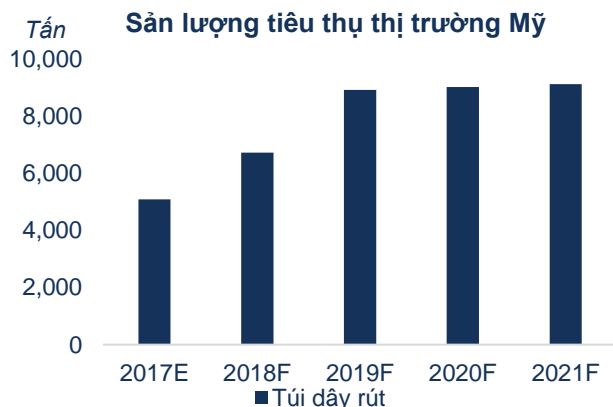
Nhật Bản là thị trường tiềm năng của các nhà sản xuất bao bì PE của Việt Nam nói chung và AAA nói riêng.

Trung Quốc vẫn là nước đứng đầu trong cơ cấu nhập khẩu bao bì PE của Nhật Bản, tuy nhiên tỉ trọng của Trung Quốc giảm dần qua các năm từ 55% năm 2012 xuống còn 49% năm 2015. Điều này cho thấy các khách hàng Nhật Bản đang có xu hướng chuyển đổi tác cung cấp bao bì PE của mình từ Trung Quốc sang các nước Đông Nam Á đặc biệt là Việt Nam. Tỉ trọng của Việt Nam trong cơ cấu bao bì PE nhập khẩu của Nhật Bản đã tăng gấp đôi từ 7.2% năm 2012 lên 12% năm 2015.

Dự án nhà máy số 6 giúp AAA khai thác thị trường tiềm năng Nhật Bản. Nhà máy số 6 là dự án có quy mô lớn nhất của An Phát, khi đi vào hoạt động tối đa sẽ giúp An Phát tăng khoảng 70% tổng công suất. Theo kế hoạch của doanh nghiệp, toàn bộ nhà máy số 6 sẽ được lắp đặt dây chuyền máy móc và hoạt động tối đa công suất thiết kế vào năm 2021.

Toàn bộ dự án nhà máy số 6 đi vào hoạt động năm 2017 là động lực chính giúp AAA tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận. Nhà máy số 6 hiện tại đang hoạt động khoảng 70% công suất thiết kế, giúp tổng sản lượng túi tiêu thụ của AAA tăng trưởng khoảng 59%. Năm 2016, giai đoạn 1 của nhà máy số 6 đi vào hoạt động khiến sản lượng túi rác tiêu thụ tại thị trường Nhật Bản tăng 180% và được kì vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 63% (2016 – 2019). Giai đoạn 2 của nhà máy số 6 đi vào hoạt động năm 2017 với 3 dòng sản phẩm là túi siêu thị, túi siêu thị thời trang và túi thực phẩm kì vọng sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ tại thị trường Nhật Bản tăng gấp 5 lần trong năm 2017.

Thị trường Mỹ

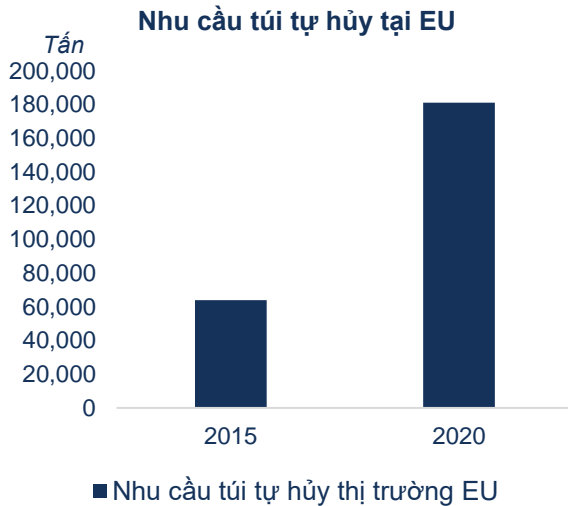


Nguồn: AAA, FPTTS Tổng hợp

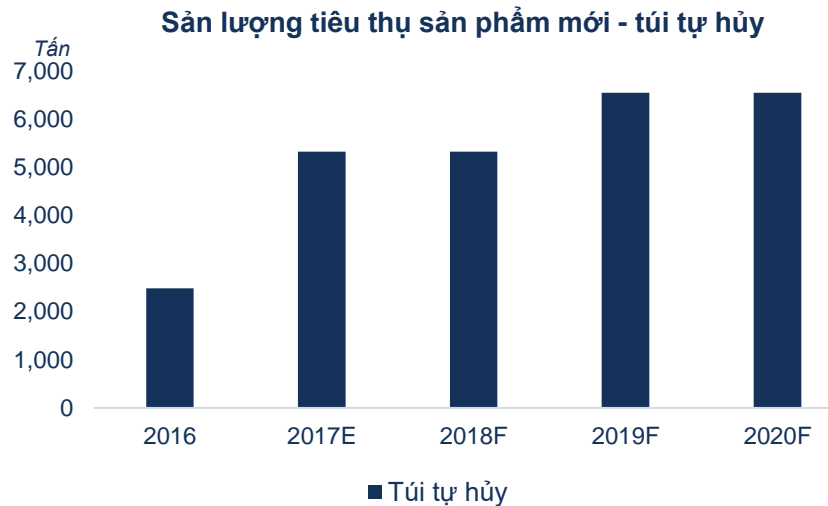
Dự án nhà máy số 7 với sản phẩm chính là túi dây rút giúp An Phát mở rộng thị trường xuất khẩu của mình sang thị trường Mỹ. Hiện tại sản phẩm túi dây rút của AAA không phải chịu mức thuế chống bán phá giá trung bình 64% như đối với các loại túi ni lông thông thường khác. Đây là yếu tố giúp sản phẩm của AAA có thể cạnh tranh với các sản phẩm đến từ Trung Quốc, Thái Lan tại phân khúc cao cấp.

Nhà máy số 7 hiện tại đang hoạt động khoảng 70% công suất thiết kế, dự kiến đạt tối đa công suất vào năm 2021 giúp sản lượng tiêu thụ tại thị trường Mỹ tăng trưởng CAGR = 15%.

Sản phẩm chiến lược mới – túi tự hủy đón đầu xu hướng tiêu dùng tại các thị trường phát triển



Nguồn: Nova – institut GmbH, FPTTS Tổng hợp



Nguồn: AAA, FPTTS Tổng hợp

Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm túi thân thiện với môi trường tại Châu Âu mở ra cơ hội cho AAA. Việc sử dụng và thải túi ni lông không tự hủy ra môi trường đã gây ảnh hưởng xấu đến môi trường đặc biệt là môi trường biển. Các thị trường phát triển trên thế giới mà điển hình là EU đã có những chính sách cụ thể để hạn chế tiêu dùng các sản phẩm túi ni lông truyền thống và khuyến khích tiêu dùng các sản phẩm tự hủy. Nhu cầu sử dụng các sản phẩm túi tự hủy tại Châu Âu được dự báo sẽ đạt khoảng 181,000 tấn vào năm 2020, tương đương với mức tăng trưởng CAGR = 23% (2015 – 2020).

Sản phẩm túi tự hủy đã được chứng nhận đạt tiêu chuẩn EU là sản phẩm chiến lược của AAA trong tương lai. Sản phẩm túi tự hủy là sản phẩm chất lượng cao mang đầy đủ đặc tính của túi ni lông thông thường tuy nhiên thời gian tự hủy giảm xuống chỉ còn từ 3 tháng đến 2 năm. Đây là sản phẩm thân thiện với môi trường phù hợp với định hướng tiêu dùng của thị trường EU trong tương lai.

Chi phí chuyển đổi sản phẩm thấp. Công nghệ sản xuất túi tự hủy và túi ni lông thông thường không có quá nhiều khác biệt. Công nghệ sản xuất túi tự hủy và túi ni lông thông thường khác nhau chính ở nguyên liệu đầu vào. Các sản phẩm túi tự hủy của AAA hiện tại được sản xuất tại nhà máy số 3, xuất khẩu chủ yếu sang EU. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo công ty sau khi các nhà máy 1,2 và 3 hết khấu hao AAA sẽ có kế hoạch chuyển đổi dây chuyền chuyên dùng để sản xuất sản phẩm tự hủy nhằm tối đa hiệu quả sản xuất.

Sản phẩm túi tự hủy là sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao giúp AAA cải thiện BLNG. Sản phẩm túi tự hủy là sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao hơn các sản phẩm túi truyền thống khoảng 4%, do sản phẩm cần thời gian khá dài để nghiên cứu và thử nghiệm để đạt được chứng nhận tự hủy. Sau một thời gian dài nghiên cứu và phát triển thì sản phẩm túi tự hủy đã được tổ chức Vincontte chứng nhận đạt tiêu chuẩn tự hủy OK - Compost năm 2016.

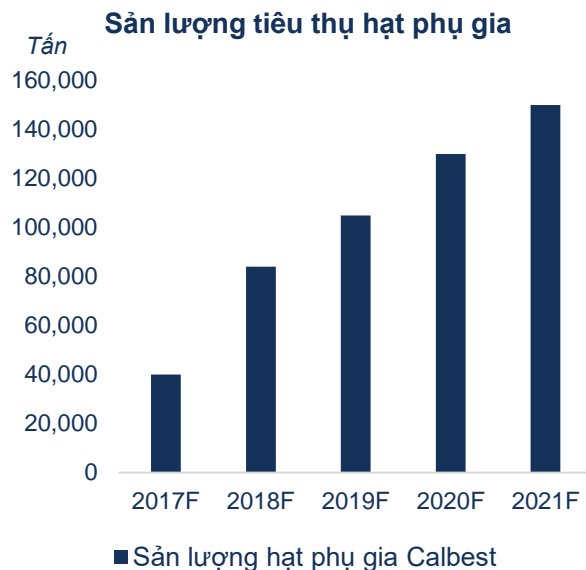
Dự án nhà máy số 8

Dự án nhà máy số 8 của An Phát đang trong quá trình nghiên cứu và giải phóng mặt bằng. Theo chia sẻ từ lãnh đạo của công ty dự án nhà máy số 8 của AAA sẽ chia làm hai giai đoạn và được thực hiện dựa trên cơ sở là liên doanh với các đối tác nước ngoài.

Giai đoạn 1 của dự án được định hướng sẽ sản xuất bao bì màng phức vụ thị trường trong nước. Hiện nay AAA đang trong quá trình đàm phán sâu hơn với hai đối tác đến từ Hàn Quốc và Nhật Bản.

Giai đoạn 2 của dự án được định hướng sẽ sản xuất hạt nhựa tự hủy giúp công ty chủ động được nguyên liệu tự hủy cho sản phẩm chiến lược của công ty. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, hiện nay trên thế giới chỉ có 4 – 5 nhà cung cấp có thể sản xuất được hạt nhựa tự hủy và AAA đang làm việc với 2 đối tác đến từ Đức và Mỹ về các phương án liên doanh và chuyển giao công nghệ sản xuất hạt nhựa tự hủy, phục vụ cho nhà máy số 8.

Mảng hạt phụ gia Calbest



Nguồn: HII, FPTS Tổng hợp

Nhà máy – Sản phẩm	Công suất thiết kế
Hạt nhựa phụ gia CACO3	150,000 tấn/năm
Bột đá siêu mịn CACO3	222,000 tấn/năm

Nguồn: HII, FPTS Tổng hợp

Mảng hạt phụ gia của An Phát được đóng góp từ công ty con là CTCP Nhựa và Khoáng sản An Phát – Yên Bái (HII) (AAA sở hữu 35% HII). Hạt Calbest là hạt phụ gia có thành phần chủ yếu là CACO3 (70 – 80%), đóng vai trò chất độn trong quá trình sản xuất các sản phẩm nhựa. Hạt phụ gia của HII 90% phục vụ thị trường xuất khẩu, trong đó thị trường Châu Á chiếm khoảng 60%.

Nhu cầu tiêu thụ hạt phụ gia được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mà dẫn đầu là khu vực Châu Á. Theo dự báo của MarketsandMarkets quy mô thị trường hạt phụ gia thế giới đạt 10.5 tỉ USD năm 2017 và tăng trưởng với CAGR = 5.4% (2017 – 2022). Trong đó thị trường Châu Á dẫn đầu cả về quy mô lẫn tốc độ tăng trưởng.

Sản phẩm hạt phụ gia Calbest của HII có lợi thế cạnh tranh về giá trên thị trường thế giới. Nguồn CACO3 hiện tại của HII được cung cấp từ các mỏ đá vôi lớn trong tỉnh Yên Bái là mỏ đá Mông Sơn và Lục Yên. Đây là hai mỏ đá được đánh giá là có trữ lượng lớn và chất lượng tốt nhất Việt Nam (Hàm lượng CACO3 lớn hơn 98.5% cũng như độ trắng, độ sáng cao và đồng nhất).

Nhà máy hạt phụ gia tăng công suất và nhà máy bột đá CACO3 đi vào hoạt động giúp tăng trưởng công suất và sản lượng tiêu thụ. Hai nhà máy của HII đều đã hoàn thành xây dựng cơ bản và trong quá trình lắp đặt dây chuyền máy móc. Nhà máy bột đá siêu mịn CACO3 giúp HII chủ động được nguồn nguyên liệu đầu vào chính. Nhà máy sản xuất hạt phụ gia giúp HII tăng sản lượng tiêu thụ lên gấp đôi, khoảng 40,000 tấn sản phẩm trong năm 2017.

Theo kế hoạch của doanh nghiệp nhà máy hạt phụ gia sẽ hoàn thành lắp đặt dây chuyền và tối đa công suất thiết kế vào năm 2021. Sản lượng tiêu thụ hạt phụ gia được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 39% (2017 – 2021).

Mảng vận tải

Mảng vận tải của An Phát do công ty con của HII là CTCP Liên vận An Tín triển khai. Ngoài phục vụ cho các công ty là đơn vị liên quan như HII và AAA, An Tín còn phục vụ nhu cầu vận chuyển hàng hóa từ các doanh nghiệp khác.

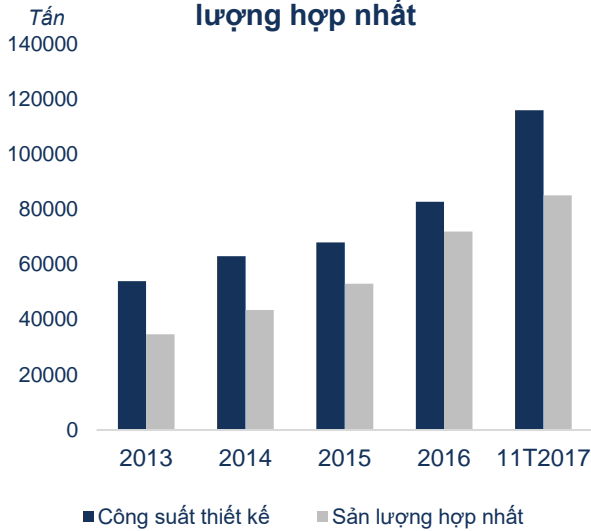
Doanh thu từ mảng vận tải đóng góp từ 3 – 4% trên tổng doanh thu của AAA. Hiện tại An Tín đang hoạt động với 87 đầu kéo trong năm 2017 và dự kiến sẽ tăng lên 116 đầu kéo vào năm 2021. Doanh thu (đã loại trừ doanh thu đến từ các đơn vị liên quan) của An Tín trong năm 2017 khoảng 105 tỉ VND và tăng lên 123 tỉ vào năm 2018.

Mảng thương mại hạt nhựa

Mảng thương mại hạt nhựa của AAA đang chuyển dần cho công ty con của HII là CTCP sản xuất tổng hợp An Thành triển khai. Đặc thù ngành nhựa bao bì là phân mảnh lớn với khoảng 750 doanh nghiệp (chủ yếu là vừa và nhỏ) đang hoạt động nên nhu cầu về nguyên liệu nhựa và tiềm năng phát triển của An Thành là lớn.

Doanh thu từ mảng thương mại hạt nhựa đóng góp trung bình 15% trong cơ cấu doanh thu của AAA. Tuy đóng góp nhiều trong doanh thu tuy nhiên với biên lợi nhuận gộp nhỏ chỉ khoảng 3% đóng góp từ mảng thương mại vào lợi nhuận của AAA chỉ khoảng 4% trong năm 2017 và 8% năm 2018.

Tổng công suất thiết kế và sản lượng hợp nhất



Nguồn: AAA, FTPS Tổng hợp

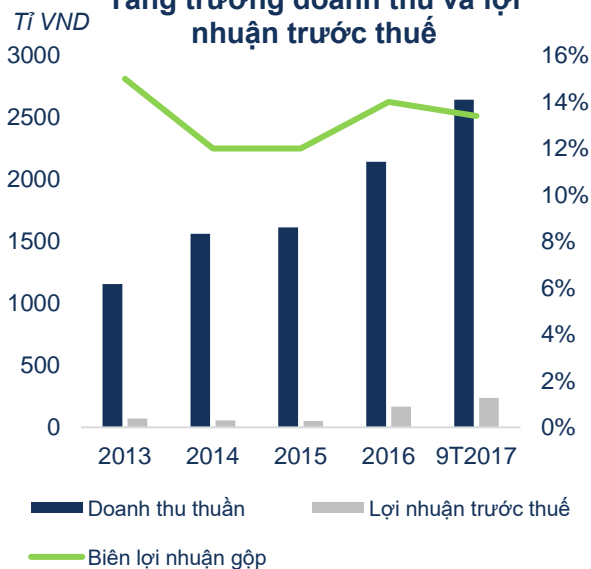
Tăng trưởng công suất thiết kế đi kèm với tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Các nhà máy của An Phát đều được xây dựng dựa trên nhu cầu đặt hàng của các nhà phân phối nước ngoài do đó đầu ra của các nhà máy luôn duy trì khoảng trung bình khoảng 70% công suất thiết kế.

Trong giai đoạn 2013 đến 2016, tổng công suất thiết kế của An Phát tăng trưởng với CAGR = 15% và sản lượng tiêu thụ hợp nhất cũng tăng trưởng với CAGR = 27%. Đây là giai đoạn AAA tập trung tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của mình tại các thị trường truyền thống.

Nhà máy 6 và nhà máy 7 đi vào hoạt động trong năm 2017 giúp AAA mở rộng thị trường. Tổng công suất thiết kế của An Phát tính đến 11 tháng đầu năm 2017 ước đạt 116 nghìn tấn sản phẩm/năm, tăng 40% so với năm 2016. Sản lượng tiêu thụ đạt 85 nghìn tấn sản phẩm tăng 52.38% so với cùng kì.

Động lực tăng trưởng của AAA đến từ việc hai nhà máy 6 và 7 hoạt động tối đa công suất vào năm 2021. Hiện tại hai nhà máy 6 và 7 mới chỉ hoạt động ở mức khoảng 70% công suất thiết kế nên tiềm năng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của AAA trong tương lai sẽ đến từ việc 2 nhà máy này tối đa công suất.

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trước thuế



Nguồn: BCTC AAA

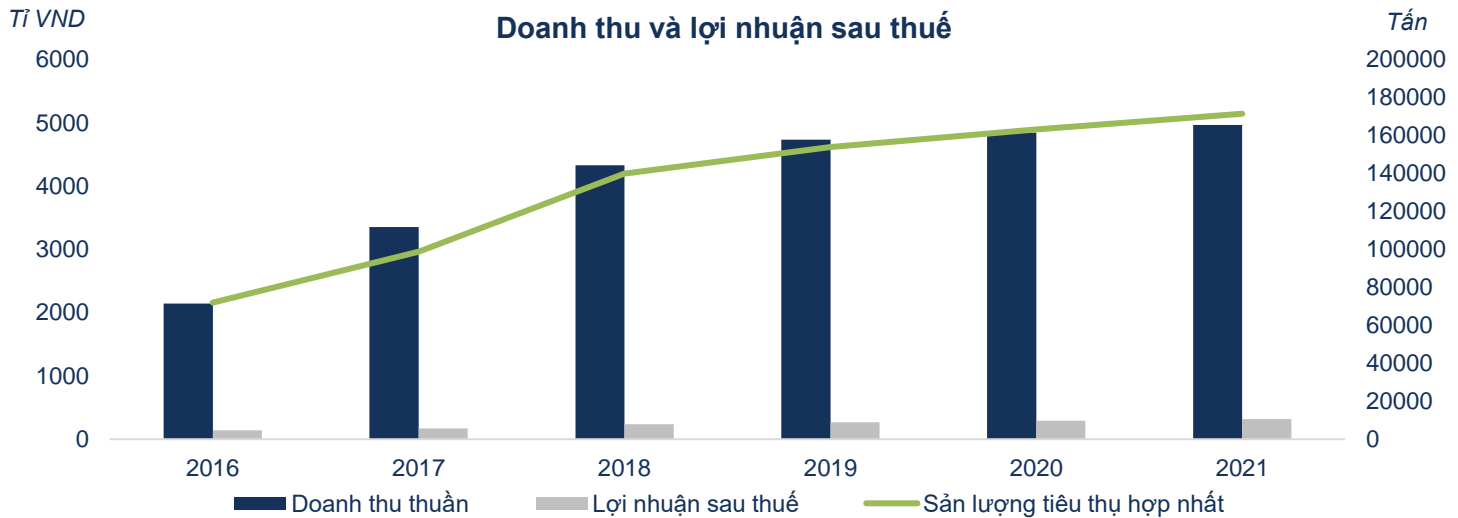
Doanh thu và lợi nhuận trước thuế tăng trưởng mạnh nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Cùng với tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ hợp nhất (CAGR = 27%), doanh thu thuần của An Phát cũng tăng trưởng với CAGR = 23%; lợi nhuận trước thuế tăng trưởng với CAGR = 33% giai đoạn 2013 – 2016.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2017 của AAA cũng thể hiện mức tăng trưởng ấn tượng khi doanh thu thuần tăng trưởng 23% so với cả năm 2016, đạt 70% kế hoạch cả năm 2017. Lợi nhuận trước thuế 9 tháng đầu năm 2017 cũng tăng trưởng 43% so với cả năm 2016.

Biên lợi nhuận gộp của AAA 9 tháng đầu năm 2017 giảm khoảng 1% so với năm 2016. Chúng tôi đánh giá đây chỉ là tác động ngắn hạn do nguyên nhân chính của sự sụt giảm biên lợi nhuận gộp là trong quý 3, tỉ trọng doanh thu đến từ mảng thương mại hạt nhựa – mảng kinh doanh cho biên lợi nhuận gộp thấp của AAA tăng.

Triển vọng kinh doanh giai đoạn 2016 - 2021

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng tăng trưởng trung bình lần lượt 18% và 17% giai đoạn 2016 – 2021.

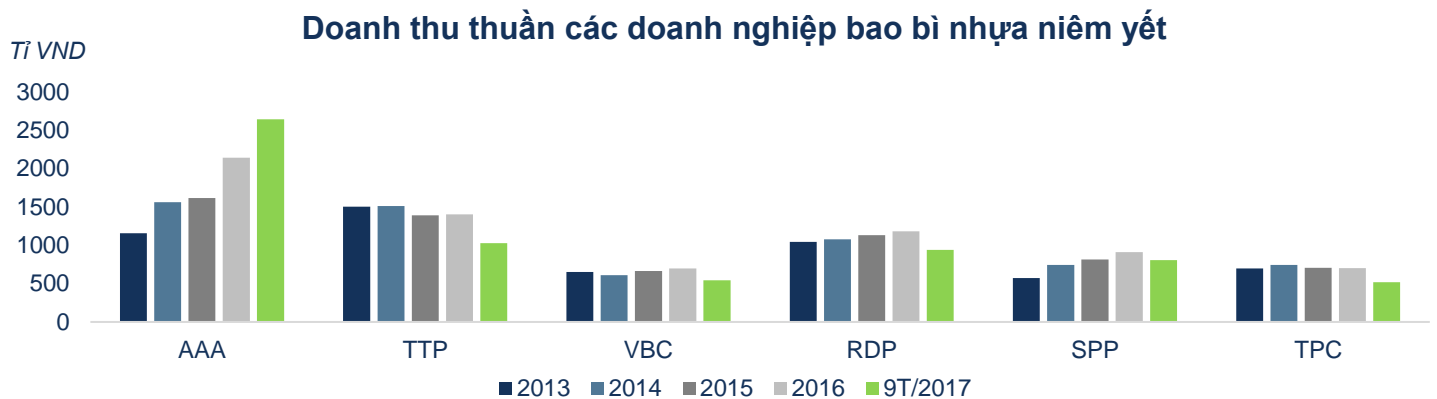


Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của AAA giai đoạn 5 năm tới dựa trên những lý do sau:

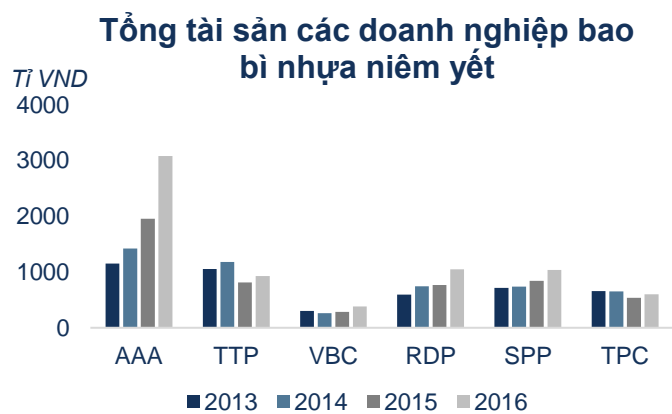
- **Hai nhà máy số 6 và số 7 hoạt động tối đa công suất vào năm 2021.** Công suất hiện tại của hai nhà máy này mới chỉ đạt 70% công suất thiết kế. Theo kế hoạch của doanh nghiệp đến năm 2021 cả hai nhà máy sẽ được trang bị đầy đủ dây chuyền máy móc và hoạt động tối đa công suất giúp công ty khai thác triệt để hai thị trường Nhật Bản và Mỹ. Chúng tôi đánh giá đây sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh thu của AAA trong giai đoạn tới.
- **Chuyển đổi từ sản phẩm truyền thống sang sản phẩm túi tự hủy.** Trước xu hướng tiêu dùng các sản phẩm thân thiện với môi trường tại các thị trường phát triển trên thế giới mà đặc biệt là thị trường Châu Âu. Nhu cầu tiêu thụ túi tự hủy tại Châu Âu được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR = 23%. Đây sẽ là động lực giúp AAA tiếp tục phát triển dòng sản phẩm túi tự hủy trong giai đoạn tới. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo công ty sẽ có kế hoạch chuyển đổi các dây chuyền cũ hết khấu hao của mình sang các dây chuyền chuyên sản xuất sản phẩm tự hủy nhằm nâng cao hiệu quả sản xuất.
- **Các dòng sản phẩm cao cấp cùng với chính sách bán hàng và nhập nguyên liệu linh hoạt giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của AAA.** Chính sách bán hàng và nhập nguyên liệu mới từ năm 2016 sẽ giúp AAA giảm thiểu tác động từ biến động của giá nguyên vật liệu đầu vào. Gia tăng sản lượng tiêu thụ của một số dòng sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao hơn như túi tự hủy, túi dây rút cũng sẽ góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp cho AAA trong giai đoạn tới.
- **Tăng trưởng doanh thu và sản lượng tiêu thụ từ mảng hạt phụ gia Calbest** cũng là đóng góp vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của AAA trong tương lai. Sản lượng tiêu thụ hạt phụ gia Calbest được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 39% giai đoạn 2017 – 2021. Doanh thu từ mảng hạt phụ gia dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR khoảng 35% (2017 – 2021) và đóng góp khoảng 10% trên tổng cơ cấu doanh thu của AAA năm 2021.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Quy mô doanh thu và tổng tài sản



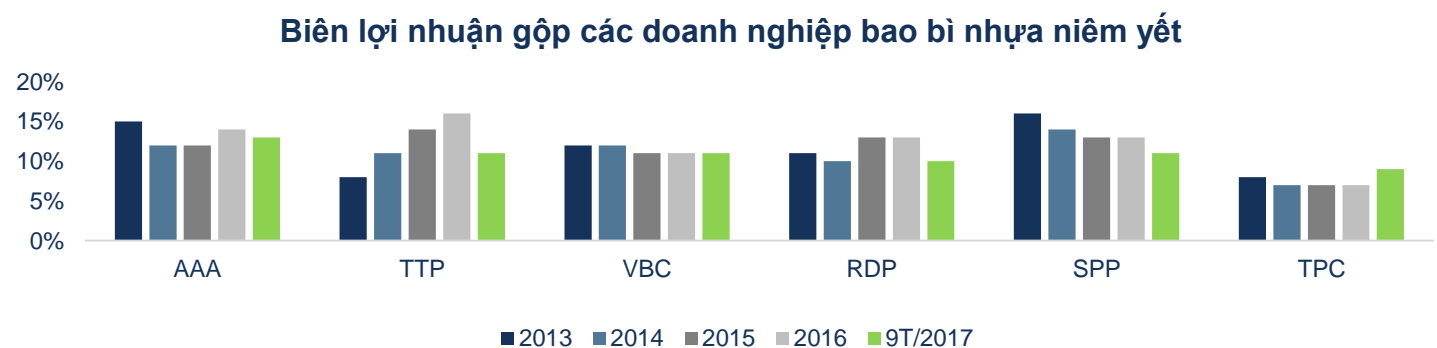
Nguồn: FPTS Tổng hợp



Nguồn: FPTS Tổng hợp

Quy mô doanh thu và tổng tài sản của AAA luôn đứng đầu so với các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết như Bao bì nhựa Tân Tiến (TTP), Nhựa bao bì Vinh (VBC), Nhựa Rạng Đông (RDP), Bao bì nhựa Sài Gòn (SPP) và Nhựa Tân Đại Hưng (TPC) giai đoạn 2014 - 2016. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của AAA trong giai đoạn 2013 – 2016 khoảng 23% trung bình vượt trội hơn hẳn so với các doanh nghiệp bao bì nhựa còn lại như VBC (2%); RDP (4%), SPP (17%). Tổng tài sản của AAA, cũng lớn hơn hẳn các doanh nghiệp bao bì nhựa còn lại. Trong giai đoạn 2014 – 2016, tổng tài sản của AAA có xu hướng tăng mạnh do An Phát tiến hành xây dựng mở rộng nhà máy để phục vụ các thị trường xuất khẩu mới.

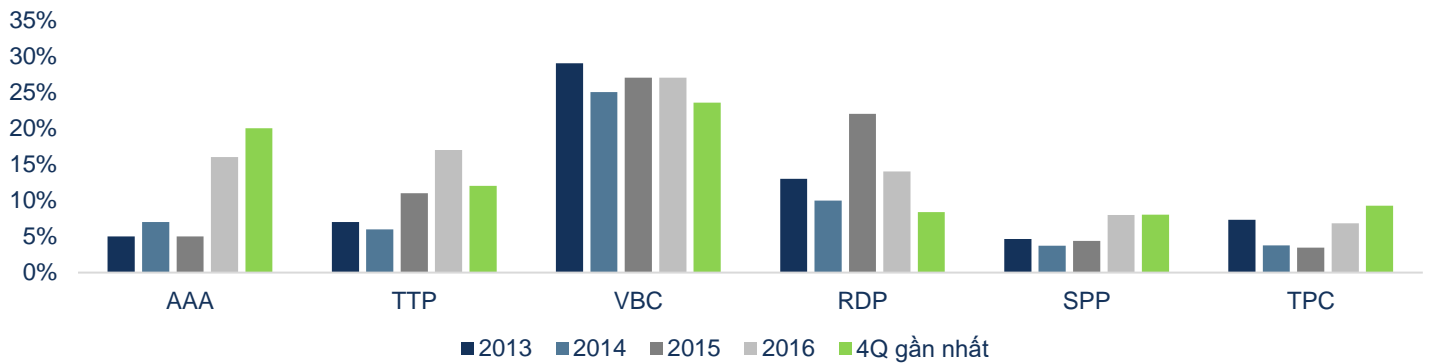
Hiệu quả hoạt động kinh doanh



Nguồn: FPTS Tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của AAA ở mức cao so với các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết khác. Năm 2016, biên lợi nhuận gộp của AAA ở mức 14% chỉ xếp sau Bao bì Nhựa Tân Tiến (16%). Trong 9 tháng đầu năm 2017, biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp màng mỏng như TTP, RDP, SPP đều sụt giảm đáng kể trung bình khoảng 3.3% so với năm 2016 do tác động của giá nguyên vật liệu. Biên lợi nhuận gộp của AAA chỉ giảm nhẹ khoảng 1% nhờ có chính sách nhập nguyên liệu linh hoạt. Riêng VBC và TPC không chịu ảnh hưởng vì đây là 2 doanh nghiệp sản xuất bao bì dệt với nguyên liệu chủ yếu là PolyPropylene (PP) chứ không phải PolyEthylene (PE).

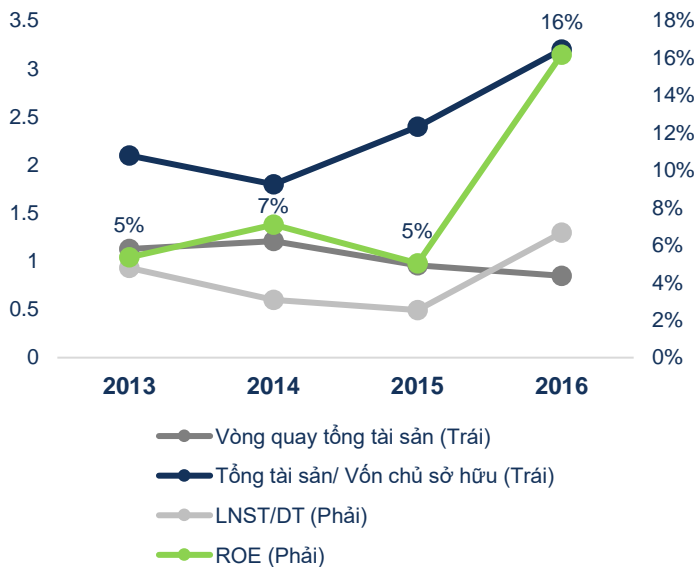
ROE các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết



(4 quý gần nhất, cập nhật đến quý 3 2017)

Nguồn: FPTS Tổng hợp

Phân tích Dupont



ROE của AAA ở mức trung bình so với các doanh nghiệp nhựa bao bì. ROE của AAA năm 2016 đạt 16%, đứng thứ 3 trong các doanh nghiệp bao bì nhựa sau TTP và VBC.

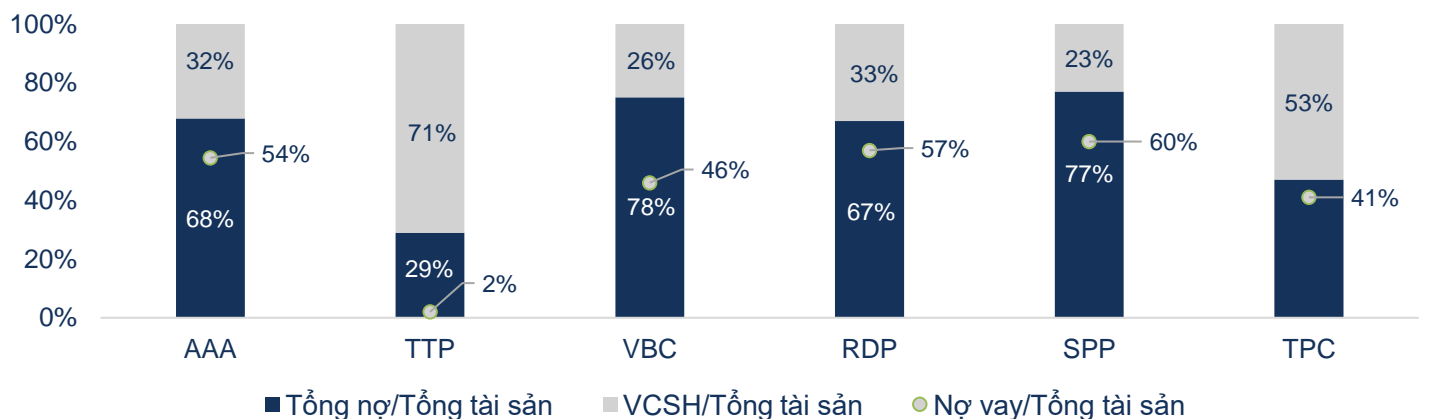
ROE của An Phát được cải thiện rõ rệt từ 5% lên 16% trong năm 2016. Nguyên nhân là do giai đoạn 1 nhà máy số 6 đi vào hoạt động và dòng sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao là túi tự hủy được đưa ra thị trường.

ROE 4 quý gần nhất cập nhật đến quý 3/2017 tiếp tục tăng trưởng đạt mức 20%, ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành khác. Nguyên nhân chính là do giai đoạn 2 của nhà máy số 6 và nhà máy số 7 với sản phẩm túi dây rút – một dòng sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao đi vào hoạt động trong quý 2.

Nguồn: FPTS Tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn *



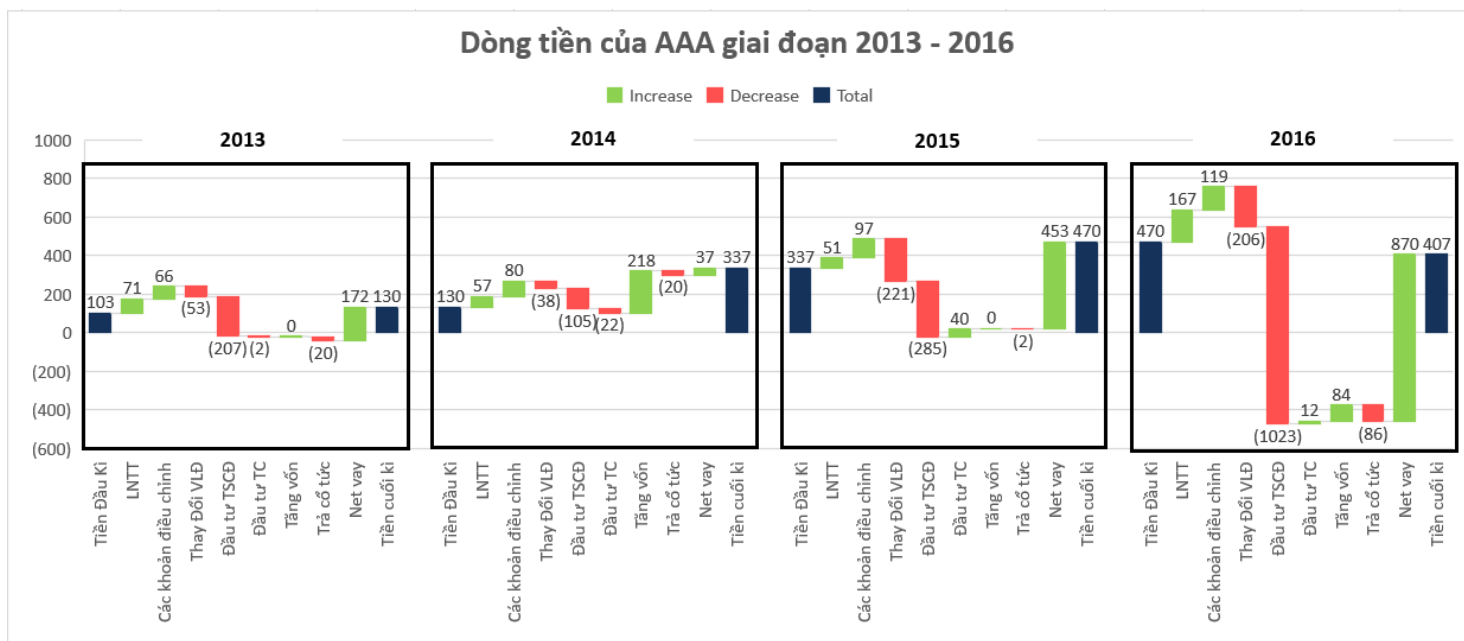
(*Cơ cấu nguồn vốn cập nhật đến quý 3/2017)

Nguồn: FPTS Tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn của AAA thể hiện mức độ rủi ro lớn với tỉ lệ đòn bẩy D/E xấp xỉ 7/3 tính đến quý 3/2017; nhưng chỉ ở mức trung bình so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỉ lệ nợ vay trên tổng tài sản của An Phát tính đến quý 3/2017 là 54% trong đó nợ ngắn hạn chiếm 48%, nợ dài hạn chiếm 52%. Nợ ngắn hạn của AAA phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động (nhập hạt nhựa từ các nhà cung cấp nước ngoài) còn nợ dài hạn để tài trợ chủ yếu cho các dự án nhà máy số 6 và 7. Nợ vay chiếm tỉ lệ lớn trong cơ cấu tài sản nên chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của AAA ở mức trung bình, với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 1.03 và chỉ số chi trả lãi vay (EBIT/Lãi vay) ở mức khoảng 5 lần.

Dòng tiền

Dòng tiền đầu tư tài sản cố định của AAA được tài trợ chủ yếu bằng dòng nợ vay. Dòng tiền đầu tư tài sản cố định của AAA, tăng mạnh trong năm 2015 và 2016 do 2 dự án nhà máy 6 và 7 bước vào giai đoạn hoàn thiện. CFO của AAA cũng được cải thiện rõ rệt từ mức âm 73 tỉ trong năm 2015 lên 80 tỉ trong năm 2016 do giai đoạn 1 nhà máy 6 đi vào hoạt động giúp cải thiện doanh thu và lợi nhuận.



Nguồn: BCTC AAA, FPTS Tổng hợp

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá AAA sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E với trọng số 80:20. Giá trị cổ phiếu AAA theo 2 phương pháp có mức bình quân là **39,400 VNĐ/cp**, cao hơn 22.2% so với mức giá đóng cửa ngày 15/12/2017. Do đó chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu ngắn hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	35,656	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	42,223	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	41,360	
Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		39,424	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2017	11.20%	Phần bù rủi ro	8.89%
Chi phí sử dụng nợ	6.47%	Hệ số Beta	0.8
Chi phí sử dụng VCSH	20.13%	CAGR LNST 2017 – 2021	17%
Lãi suất phi rủi ro kì hạn 5 năm	4.65%	Tăng trưởng dài hạn	2%
		Thời gian dự phóng	10 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	11.20%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	5,156,427
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	381,307
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	2,007,928
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	3,529,807
Số cổ phiếu lưu hành tối đa sau pha loãng	83,600,000
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	42,223
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2,980,873
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	35,656

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	39,424
---------------------	---------------	---------------

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh.

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất bao bì màng mỏng niêm yết.

Doanh nghiệp	Thị trường	Vốn hóa (LTM) (Tỉ VND)	Doanh thu (LTM) (Tỉ VND)	LNST (LTM) (Tỉ VND)	P/E*
TPBI (Thai Plastic Bag Industries)	Thái Lan	3219.9	3277.5	169.7	20.84
THIP (Thantawan Industries PCL)	Thái Lan	1912.7	1842.8	186.2	11.28
SLPR (SLP Resources BHD)	Malaysia	3113.4	930.9	124.3	28.93
Trung bình					20.35
AAA (An Phat Plastic)	Việt Nam	2696.1	3311.7	229.5	

Giá mục tiêu	VNĐ/cp	41,360
--------------	--------	--------

(P/E* là chỉ số P/E đã điều chỉnh về thị trường Việt Nam)

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG
Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2016	2017F	2018F	2019F	CĐKT	2016	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	2,143,769	3,353,374	4,330,522	4,733,728	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	1,836,734	2,825,341	3,656,324	3,985,852	+ Tiền và tương đương tiền	406,677	381,307	304,797	500,072
Lợi nhuận gộp	307,035	528,032	674,199	747,876	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	56,882	90,541	116,924	127,811	+ Các khoản phải thu	455,567	459,315	560,471	605,456
- Chi phí quản lí DN	62,622	100,601	129,916	142,012	+ Hàng tồn kho	450,591	511,295	661,675	721,309
Lợi nhuận thuần HĐKD	187,531	336,890	427,359	478,054	+ Tài sản ngắn hạn khác	48,811	64,348	76,899	82,078
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(23,729)	(118,206)	(125,942)	(132,786)	Tổng tài sản ngắn hạn	1,361,646	1,416,265	1,603,842	1,908,915
- Lợi nhuận khác	1,043	4,508	4,755	4,259	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1,703,370	2,164,439	2,507,508	2,599,760
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	164,845	223,192	306,171	349,527	+ Khấu hao lũy kế	(364,892)	(488,150)	(636,170)	(792,840)
- Chi phí lãi vay	27,284	122,608	128,810	143,949	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1,338,478	1,676,289	1,871,338	1,806,919
Lợi nhuận trước thuế	166,596	214,177	296,662	341,009	+ Đầu tư tài chính dài hạn	44,339	44,339	44,339	44,339
- Thuế TNDN	23,692	42,835	59,332	68,202	+ Tài sản dài hạn khác	22,353	22,353	22,353	22,353
LNST	142,925	171,341	237,330	272,807	Tổng tài sản dài hạn	1,715,970	2,425,784	2,497,051	2,236,214
EPS (đ)	2,492	2,983	4,136	4,754	Tổng tài sản	3,077,616	3,842,048	4,100,893	4,145,129
					Nợ & Vốn chủ sở hữu				
					+ Phải trả người bán	304,264	404,768	522,714	571,383
					+ Vay và nợ ngắn hạn	800,795	963,029	1,206,587	1,315,331
					+ Quỹ khen thưởng	29	12,178	26,742	46,915
					Nợ ngắn hạn	1,140,286	1,430,423	1,819,076	2,001,993
					+ Vay và nợ dài hạn	982,579	1,044,899	763,005	452,933
					Nợ dài hạn	982,579	1,044,899	763,005	452,933
					Tổng nợ	2,122,865	2,475,322	2,582,081	2,454,925
					+ Thặng dư	160,721	198,123	198,123	198,123
					+ Vốn điều lệ	569,650	836,000	836,000	836,000
					+ LN chưa phân phối	161,862	252,929	382,852	526,737
					Vốn chủ sở hữu	943,890	1,354,422	1,504,778	1,674,170
					Tổng cộng nguồn vốn	3,077,616	3,842,048	4,100,893	4,145,129

Chỉ số khả năng sinh lợi	2016	2017F	2018F	2019F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.3%	15.7%	15.6%	15.8%
Tỷ suất LNST	6.7%	5.1%	5.5%	3.2%
ROE DuPont	16.0%	14.6%	16.3%	16.9%
ROA DuPont	5.6%	4.9%	5.9%	6.6%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7.7%	6.7%	7.1%	7.4%
LNST/LNTT	85.2%	79.3%	79.4%	79.4%
LNTT / EBIT	101.1%	96.0%	96.9%	97.6%
Vòng quay tổng tài sản	85.2%	96.9%	109.0%	114.8%
Đòn bẩy tài chính	283.6%	298.1%	275.3%	257.0%

Chỉ số TK/đơn bảng TC	2016	2017F	2018F	2019F
CS thanh toán hiện hành	1.19	0.99	0.88	0.95
CS thanh toán nhANH	0.80	0.63	0.52	0.59
CS thanh toán tiền mặt	0.36	0.27	0.17	0.25
Nợ / Tài sản	0.58	0.52	0.48	0.43
Nợ / Vốn CSH	1.89	1.48	1.31	1.06
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.85	0.71	0.80	0.79
Nợ dài hạn / Vốn CSH	1.04	0.77	0.51	0.27
Khả năng TT lãi vay	6.04	1.82	2.38	2.43

Chỉ số hiệu quả vận hành	2016	2017F	2018F	2019F
Số ngày phải thu	27.63	26.53	25.01	24.82
Số ngày tồn kho	66.05	66.05	66.05	66.05
Số ngày phải trả	44.06	44.06	44.06	44.06
Thời gian luân chuyển tiền	49.63	48.52	47.01	46.81
COGS / Hàng tồn kho	4.08	5.53	5.53	5.53

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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 23 cổ phiếu AAA và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu AAA nào.

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 <http://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, TP. Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 37737070 / 62717171

Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 62908686

Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

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

ĐT: (84.236) 3553666

Fax: (84.236) 3553888