

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT

Thông tin cổ phiếu	Ngày 29/08/2014
Mã chứng khoán	AAA
Ngành	Bao bì & Đóng gói
Sàn giao dịch	HNX
Thị giá ngày 29/08/2014 (đồng)	16.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	332,64
KLCP đang lưu hành	39.600.000
P/E trailing (thị trường)	6,10
P/B (thị trường)	1,23

- AAA là một trong những doanh nghiệp sản xuất nhựa bao bì hàng đầu Việt Nam với quy mô sản xuất lớn và hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại. 95% sản phẩm của AAA được dành cho xuất khẩu sang các thị trường Châu Âu, Mỹ, Nhật Bản,...
- KQKD giai đoạn 2010-2012 chứng kiến sự tăng trưởng mạnh về DTT (+48,7%) nhưng LNTT lại sụt giảm đáng kể (-33,2%) do AAA phải giảm giá bán sản phẩm để giữ vững thị phần trong giai đoạn thị trường xuất khẩu chính (các nước EU) gặp khó khăn bởi tác động của cuộc khủng hoảng nợ công. Năm 2013, đà tăng trưởng DT vẫn được giữ vững (+14,6% yoy), LN đã được cải thiện (+6,8% yoy) khi nền kinh tế của các quốc gia trên bắt đầu hồi phục. 6T2014, DTT của công ty tăng tốt (+36% yoy) nhưng LNST của cổ đông công ty mẹ ở mức tương đương so với cùng kỳ năm ngoái (~30 tỷ đồng).
- Sản phẩm của AAA đã tạo dựng được chỗ đứng trên thị trường xuất khẩu. Bao bì nhựa tự hủy còn là xu hướng trong tương lai nên công ty có lợi thế ở yếu tố đầu ra. Do vậy, tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của AAA rất khả quan. Công ty có tình hình tài chính ổn định với hệ số nợ ở mức an toàn so với các doanh nghiệp trong ngành. Tăng trưởng lợi nhuận của công ty sẽ được ghi nhận trong những năm sắp tới do giai đoạn hiện tại, AAA đang tập trung nguồn lực để đẩy mạnh mở rộng sản xuất với việc đầu tư vào nhà máy số 5 và dự án nhà máy tại CHDCND Lào. Hiện nay, cổ phiếu AAA đang có mức giá thấp hơn kỳ vọng (18.730 đồng); hơn thế nữa, tính thanh khoản cũng tương đối cao. Do đó, chúng tôi khuyến nghị *MUA* đối với cổ phiếu AAA cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	1H2014
DTT (tỷ đồng)	679,3	910,6	1.010	1.157,5	707
+/- yoy (%)	77,6	33,4	10,9	14,6	36
LNST (tỷ đồng)	90,2	65,5	55,1	54,9	30
+/- yoy (%)	141	(27,4)	(15,9)	(0,36)	1,3
TTS (tỷ đồng)	645	816,6	900,5	1.150,6	1.103,6
+/- yoy (%)	47,6	26,6	10,3	27,8	15,9
VCSH (tỷ đồng)	322,5	350,4	518,6	543,4	565,5
+/- yoy (%)	165,2	8,7	48	4,8	9,3
Nợ/TTS (%)	49,8	56,9	41,5	52	47,9
TS LN gộp (%)	27,5	21,7	18,5	15,4	13,1
TS LN ròng (%)	13,3	7,2	5,5	4,8	4,2
BV (đồng)	31.605	33.055	25.054	25.734	27.751
EPS - TTM (đồng)	9.113	6.613	2.784	2.774	2.755
ROA (TTM) (%)	14	8	6,1	4,8	5,1
ROE (TTM) (%)	28	18,7	10,6	10,1	9,9

NỘI DUNG:

- Vài nét về công ty – Trang 2
- Vị thế của AAA – Trang 5
- Phân tích KQKD và tài chính – Trang 6
- Triển vọng ngành – Trang 9
- Triển vọng doanh nghiệp – Trang 10
- Định giá – Trang 11
- Quan điểm đầu tư – Trang 12

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 5

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Phạm Anh Tuấn

+84 4 3936 6425 (ext. 124)

patuan_pt@vcbs.com.vn

29.08.2014

**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích
VCBS**

VÀI NÉT VỀ CÔNG TY

Lịch sử hình thành và phát triển

Tháng 09/2002, tiền thân của công ty cổ phần Nhựa và Môi trường xanh An Phát là công ty TNHH Anh Hai Duy được thành lập do hai thành viên góp vốn với số vốn điều lệ là 500 triệu đồng. Đặt nền móng cho sự phát triển của công ty trong giai đoạn đầu phát triển (2004-2005) là sự ra đời và đi vào sản xuất của nhà máy số 1 và số 2 tại khu Công nghiệp Nam Sách, thành phố Hải Dương. Tháng 03/2007, CTCP Nhựa và bao bì An Phát được thành lập với số vốn điều lệ 30 tỷ đồng. Trải qua một vài đợt tăng vốn để đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh, đến tháng 11/2012, An Phát đã hoàn tất đợt phát hành cổ phiếu nâng vốn điều lệ của công ty lên 198 tỷ đồng. Kỳ ĐHCĐ năm 2014 đã thống nhất phương án tiếp tục nâng vốn điều lệ của công ty lên gấp đôi (đạt 396 tỷ đồng) nhằm tăng cường nguồn lực đầu tư cho dự án mới của công ty tại CHDCND Lào.

Hiện nay, công ty có hai công ty con bao gồm: CTCP Nhựa và Khoáng sản An Phát –Yên Bái đang hoạt động với VDL 86 tỷ đồng, tỷ lệ sở hữu 91,86% và Công ty TNHH Nhựa Thakhek đang trong quá trình thành lập với VDL 210 tỷ đồng, tỷ lệ sở hữu 100%

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông lớn của AAA chủ yếu là các cá nhân (chiếm 78,87%). Sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài là 23,45%. Beira Limited là tổ chức nắm giữ lượng cổ phiếu lớn nhất, với 5.249.098 cổ phần, chiếm 13,26%, tăng 0,06% so với thời điểm ngày 17/03/2014.

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% vốn cổ phần của công ty gồm có:

Tên cổ đông	Số cổ phiếu	Tỷ lệ %	Tính đến ngày
Beira Limited	5.249.098	13,26	26/08/2014
Nguyễn Minh Hoa	1.960.000	4,95	26/08/2014

Nguồn: Báo cáo bạch AAA.

Hoạt động kinh doanh chính

1. Sản xuất kinh doanh bao bì nhựa: chiếm ~90% doanh thu

An Phát chủ yếu sản xuất túi đựng cho siêu thị. Đáng chú ý, hiện nay công ty đang chú trọng phát triển sản phẩm túi tự hủy với định hướng đây sẽ là sản phẩm chiến lược mang lại vị thế cũng như danh tiếng cho An Phát trước các đối thủ cạnh tranh. Ngoài ra, công ty còn sản xuất các loại màng nhựa che cây phục vụ cho ngành Nông nghiệp.

2. Sản xuất kinh doanh hạt nhựa: chiếm ~10% doanh thu

Bên cạnh việc nhập khẩu hạt nhựa cho hoạt động sản xuất của mình, An Phát cũng chú trọng tới hoạt động kinh doanh thương mại hạt nhựa cho các nhà máy tại Việt Nam. Hiện nay các sản phẩm hạt nhựa của công ty gồm có: hạt LLD PE, HDPE, PP, hạt Callbest.

Một số đặc điểm hoạt động

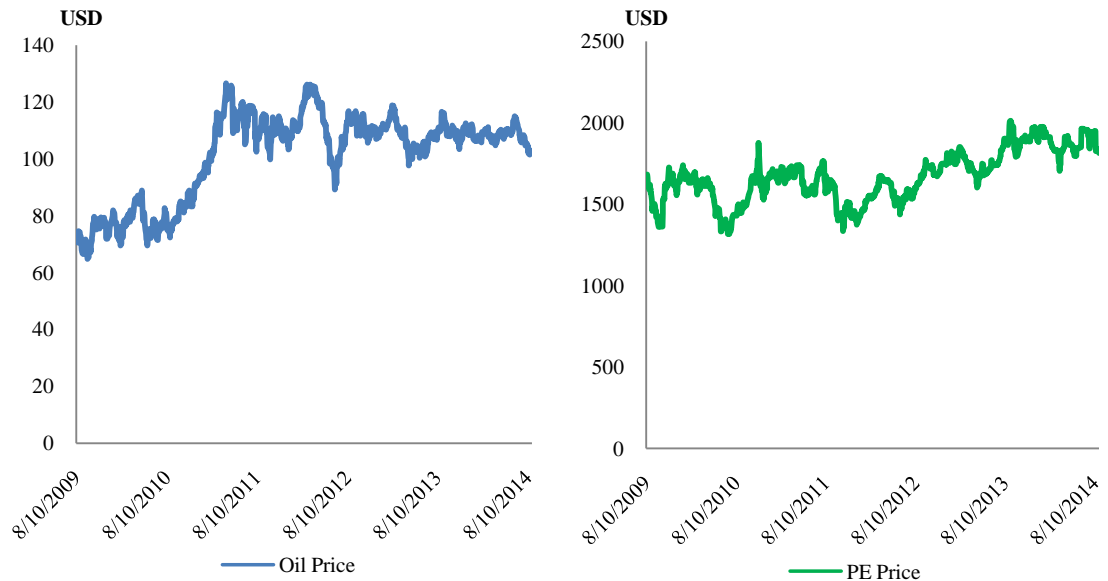
1. Nguyên liệu

Nguyên vật liệu đầu vào của An Phát chủ yếu là các loại **hạt nhựa nguyên sinh** (được nhập khẩu từ Singapore, Thailand, Hàn Quốc,... để sản xuất bao bì cao cấp, chất lượng cao như túi thực phẩm, y tế, siêu thị,...), **hạt nhựa tái sinh** (gồm các hạt nhựa ABS, PP, HDPE, LLDPE, LDPE được cung cấp bởi các nhà máy tái chế tại Hàn Quốc với giá thành khoảng 2/3 giá nhựa nguyên sinh) và **các loại màng HDPE, LDPE**,

LLDPE tái chế (phần lớn được thu gom tại các cơ sở thu mua phế liệu trong nước).

Ngoài ra, trong quá trình sản xuất An Phát còn nhập thêm **các chất phụ gia** (mực in, dung môi, hạt màu...) từ các nhà sản xuất trong nước.

Diễn biến giá dầu thô thế giới và giá hạt nhựa PE.



Nguồn: VCBS tổng hợp.

Các loại hạt nhựa HDPE, LDPE, LLD PE và hạt nhựa nguyên sinh, tái sinh là các sản phẩm dẫn xuất trực tiếp từ dầu mỏ nên có mối liên hệ tương đối chặt chẽ với giá dầu thô thế giới.

Mặc dù An Phát đã có phương án tiến hành chốt giá nguyên liệu trước khi ký kết hợp đồng nhằm tránh rủi ro biến động giá hạt nhựa có thể xảy ra nhưng nếu giá nguyên liệu tăng mạnh công ty sẽ phải giảm giá bán sản phẩm để chia sẻ rủi ro với khách hàng.

Nguyên liệu nhập khẩu và hàng hóa xuất khẩu của công ty được thanh toán chủ yếu bằng đồng Đô la (USD) và đồng Euro (€) nên lợi nhuận và hoạt động kinh doanh của An Phát chịu ảnh hưởng rất lớn từ chính sách điều hành tỷ giá của Việt Nam và chính sách tiền tệ của các quốc gia trên. Tỷ giá USD/VND và EUR/VND tăng sẽ có lợi cho các doanh nghiệp xuất khẩu như AAA. Tuy nhiên, để hạn chế những rủi ro về tỷ giá, bên cạnh việc đánh giá, dự báo về thị trường để đưa ra những quyết định kịp thời, công ty còn áp dụng chính sách mua nguyên liệu qua tổ chức thương mại. Trên thực tế, lãi chênh lệch tỷ giá của AAA đã giảm hơn 10 lần từ 10,34 tỷ đồng của năm 2010 xuống còn 892,4 triệu đồng năm 2012 do tỷ giá EUR/VND giảm khi khủng hoảng nợ công Châu Âu diễn ra rộng khắp.

2. Năng lực sản xuất

AAA có tất cả 6 nhà máy; trong đó có 5 nhà máy đang hoạt sản xuất túi nhựa ở Hải Dương với tổng công suất dự kiến khi nhà máy tại CHDCND Lào hoàn thành vào khoảng 64.800 - 67.200 tấn/năm và một nhà máy sản xuất CaCO₃ ở Yên Bái. Hiện nay hầu hết các máy móc đang hoạt động khoảng 70% công suất. Sản lượng bình quân (chưa bao gồm nhà máy số 5) khoảng 2.500 - 2.700 tấn/tháng (~30.000 - 32.400 tấn/năm). Thông tin chi tiết về các nhà máy được tổng hợp ở bảng sau:

Nhà máy	Diện tích (m ²)	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Sản phẩm	Tình trạng
Nhà máy số 1	10.000	12.000	Túi bao gói sản phẩm, túi rác, màng nilon, hạt nhựa.	Đang hoạt động
Nhà máy số 2	20.000	18.000	Bao bì nhựa tự phân hủy	Đang hoạt động
Nhà máy số 3	20.000	9.600	Túi cuộn phục vụ ngành thực phẩm, y tế	Đang hoạt động
Nhà máy số 5	N/A	7200-9.600	Bao bì nhựa tự phân hủy	Đang hoạt động
Nhà máy sản xuất nhựa tại CHDCND Lào	N/A	18.000	Bao bì nhựa tự hủy, hạt nhựa tự hủy	Đang xây dựng
Nhà máy An Phát-Yên Bái	50.000	10.000	CaCO ₃	Đang hoạt động

Nguồn: VCBS tổng hợp.

3. Sản phẩm

Các sản phẩm bao bì nhựa của An Phát gồm có: **túi siêu thị cao cấp in màu, túi đựng rác** với nhiều kích cỡ khác nhau, làm bằng chất liệu HDPE, LDPE dùng cho văn phòng, nhà hàng, khách sạn và đặc biệt là sản phẩm chiến lược chủ đạo của công ty – **túi phân hủy**. Đây là loại túi có tất cả đặc tính của túi nilon thông thường nhưng thời gian tự hủy được rút ngắn lại thành 3 tháng đến 2 năm, không gây ô nhiễm môi trường, không ảnh hưởng tới sức khỏe người tiêu dùng. Ngoài ra, An Phát còn cung cấp ra thị trường **các loại hạt nhựa** CaCO₃, hạt Callbest, PP, LDPE, HDPE.

4. Kênh phân phối

Hiện nay, An Phát xuất khẩu 95% tổng sản lượng ra nước ngoài với các thị trường chủ yếu: Nhật, Đức, Anh, Pháp, Mỹ, Hà Lan,...An Phát đang xuất khẩu sản phẩm cho các nhà cung cấp lớn trên thế giới như Papier Mettler (Đức), Publi Embal (Pháp), Euro Enterprise (Czech). Ở thị trường trong nước, các khách hàng của công ty là các Ngân hàng như Vietcombank, BIDV (sản xuất túi quà tặng) và các Công ty sản xuất cám như Proconco, Cám Vina, Cám Hà Lan (bao lót).

5. Các dự án đầu tư

Hiện nay, An Phát đang tiến hành hai dự án đó là hoàn thiện đưa vào sản xuất nhà máy số 5 tại Hải Dương và tiếp tục triển khai xây dựng nhà máy sản xuất nhựa tại CHDCND Lào dựa trên nguồn vốn mới bổ sung (198 tỷ đồng) từ đợt phát hành tăng vốn điều lệ mới đây. Thông tin về các dự án đầu tư của công ty như sau:

- **Nhà máy số 5 (NM5)** là phần mở rộng của dự án nhà máy số 1, vốn đầu tư 109,5 tỷ đồng trong đó xây dựng nhà xưởng 3 tỷ đồng, máy móc 106,5 tỷ đồng. NM5 có công suất khoảng 7.200 - 9.600 tấn/năm; sau khi nhà máy hoàn thành sẽ nâng tổng công suất sản xuất (chưa bao gồm nhà máy Nhựa tại Lào) lên 46.800 tấn/năm - 49.200 tấn/năm. Sản phẩm chính của NM5 là túi bao bì tự phân hủy với 100% thành phẩm được xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản. Trong Q2.2014, NM5 đã bắt đầu đi vào hoạt động.
- **Dự án Nhà máy nhựa tại Lào** (thành lập Công ty TNHH Nhựa Thakhek) có VĐT 210 tỷ đồng

(AAA đóng góp 99%) sẽ được triển khai qua 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 dự kiến thời gian hoàn tất trong vòng 2 năm. Nguồn vốn tài trợ được huy động từ nguồn tiền tích lũy từ các năm trước và được bổ sung thêm 150,6 tỷ (chiếm 76% vốn cho toàn bộ dự án) từ đợt tăng vốn của công ty trong năm 2014 (tăng gấp đôi VDL từ 198 tỷ đồng lên 396 tỷ đồng). Dự án trên đã được quy hoạch đất xây dựng tại Lào; tuy nhiên, An Phát vẫn phải chờ giấy phép đầu tư từ phía Việt Nam. Dự kiến khi hoàn thành nhà máy sẽ có công suất 1.500 tấn/tháng (~18.000 tấn/năm) với sản phẩm chủ yếu được xuất sang thị trường Mỹ.

VỊ THẾ CỦA CÔNG TY

Vị thế trên thị trường

An Phát hiện là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành với tổng công suất hiện hành đã bao gồm nhà máy số 5 mới xây dựng khoảng 46.800 tấn/năm - 49.200 tấn/năm. So với các doanh nghiệp trong cùng ngành như CTCP Nhựa Hưng Yên (công suất khoảng 12.000 tấn/năm), CTCP Nhựa Tú Phuong (công suất khoảng 9.600 tấn/năm) và một số doanh nghiệp liên doanh ở phía Nam (công suất dao động từ 6.000 – 8.400 tấn/năm), quy mô và năng lực sản xuất của công ty có sự vượt trội hoàn toàn. Bên cạnh đó, An Phát cũng là nhà sản xuất bao bì nhựa xuất khẩu lớn nhất Việt Nam, chiếm 11% thị phần xuất khẩu với sản phẩm được đưa sang thị trường các nước như Nhật, Mỹ, Campuchia, Singapore và các nước EU (Anh, Pháp, Đức, Hà Lan, ...)

So sánh AAA với các công ty cùng ngành

Thông tin một số mã trong ngành nhựa bao bì & đóng gói tính đến hết Q2.2014

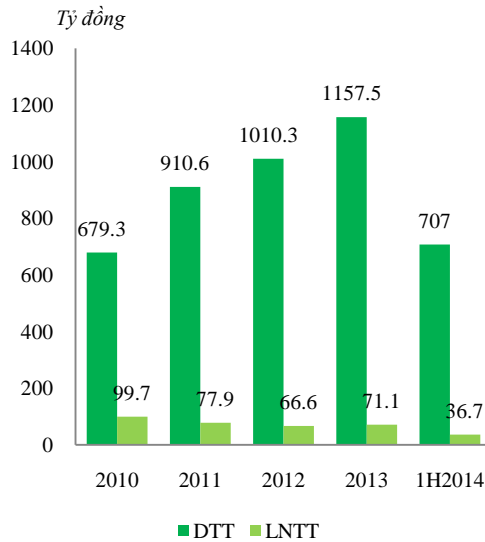
Mã	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Hệ số nợ	TSLN ròng	ROA (TTM)	ROE (TTM)	EPS (đồng)	BVPS (đồng)
RDP	666	223,2	66,49%	-1,16%	2,31%	6,91%	1.081	15.639
SPP	749,8	223,4	70,20%	0,79%	1,30%	4,36%	765	18.676
TPC	667	302,6	54,63%	1,54%	3,03%	6,68%	951	14.228
TTP	1.083	477,2	55,93%	1,11%	2,29%	5,19%	1.681	35.221
AAA	1.103,6	565,5	47,94%	3,99%	4,94%	9,64%	2.120	19.281
TB	853,9	358,4	59%	1,25%	2,77%	6,56%	1.320	20.609

Nguồn: VCBS tổng hợp.

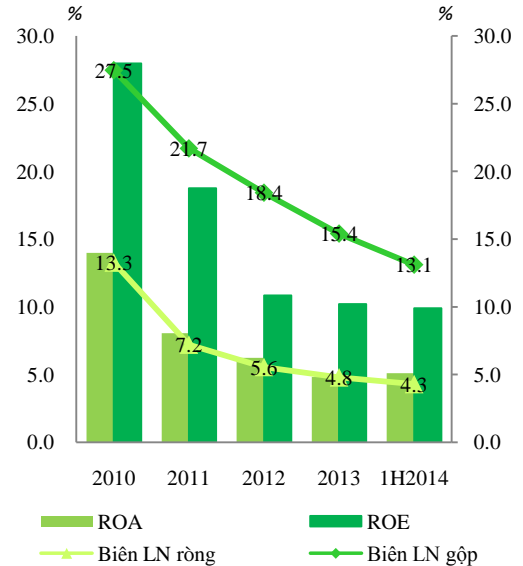
Các doanh nghiệp được dùng để so sánh với An Phát đều thuộc phân ngành cấp 4 ICB: Bao bì & đóng gói. Chúng tôi đã loại ra các doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm nghiêng về bao bì carton và bao bì xi măng do có nguyên liệu đầu vào và thị trường đầu ra khác biệt so với An Phát. So sánh với các doanh nghiệp trong ngành, AAA có quy mô vào loại lớn nhất với TTS đạt 1.103,6 tỷ đồng. Hệ số nợ ở mức thấp (47,94%) trong khi TSLN ròng gấp 3 lần trung bình ngành, đạt 3,99%. Công ty vẫn đang ở trong giai đoạn phát triển mở rộng sản xuất thông qua việc tăng cường xây dựng nhà xưởng, mua sắm máy móc thiết bị (đầu tư nhà máy số 5 và nhà máy tại CHDCND Lào); tuy nhiên, các mức tỷ suất LN trên TTS và VCSH vẫn giữ ở mức cao hơn mức trung bình, ROA, ROE và EPS lần lượt đạt 2,77%, 6,56% và 2.120 đồng/CP.

PHÂN TÍCH KQKD VÀ TÀI CHÍNH

Doanh thu và lợi nhuận



Doanh thu thuần và LNTT



Tỷ suất lợi nhuận

Nguồn: VCBS tổng hợp

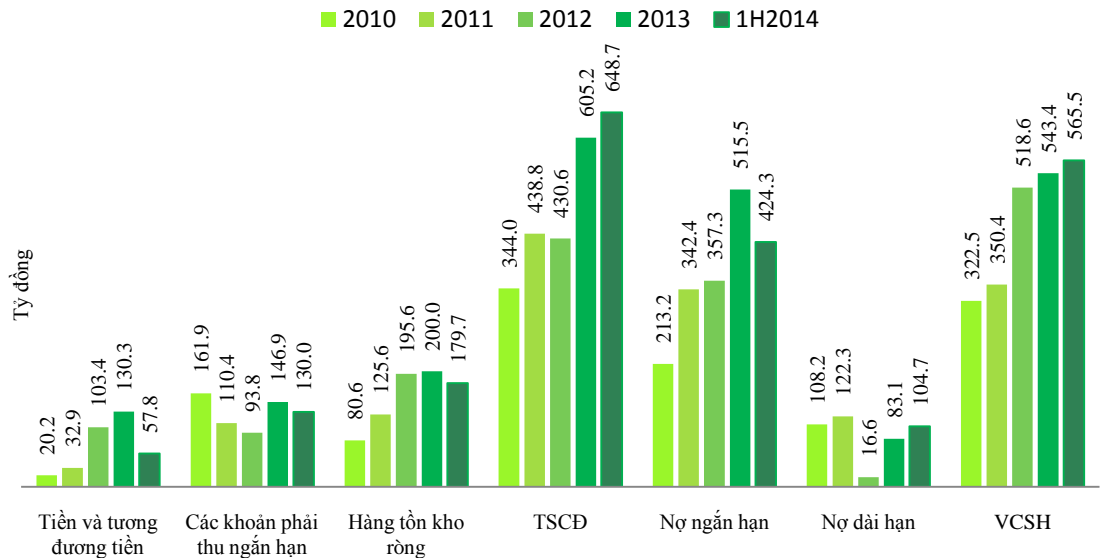
Giai đoạn 2010-2012, DTT tăng trưởng tốt từ mức 679,3 tỷ đồng lên 1010,3 tỷ đồng (+48,7%); tuy nhiên LNTT diễn biến trái chiều khi sụt giảm xuống còn 66,6 tỷ đồng (-33,2%). Nguyên nhân chủ yếu do giá vốn hàng bán tăng mạnh hơn tốc độ tăng doanh thu. Mặc dù AAA mua nguyên liệu sau khi đã ký kết hợp đồng với khách hàng nhưng khi giá nguyên liệu đầu vào tăng trong khi công ty vừa nâng cao năng lực sản xuất nên công ty giảm giá hàng bán để chia sẻ khó khăn với khách hàng, nâng cao hiệu suất máy móc và mở rộng thị trường tiêu thụ.

Bước sang năm 2013, KQKD của AAA đã được cải thiện với DTT tiếp tục tăng trưởng khả quan (+14,6% yoy) trong khi LNTT phục hồi nhẹ (+6,8% yoy). Doanh thu tăng mạnh trong khi chi phí tài lãi vay giảm, công ty có thêm LN liên doanh liên kết từ CTCP Bao Bì Vinh (VBC) nhưng LNTT chỉ tăng nhẹ do biên LN gộp tiếp tục giảm xuống 15,4% từ mức 18,4% năm 2012. Thêm vào đó Nhà máy số 3 đã hết thời gian được hưởng ưu đãi thuế suất 50% đã làm gia tăng chi phí thuế TNDN; kết quả là biên LN ròng năm 2013 tiếp tục sụt giảm xuống còn 4,8%, LNST chỉ đạt 54,9 tỷ đồng, tương đương năm trước.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2014, DTT tăng tốt đạt 707 tỷ đồng (+36% yoy, hoàn thành 54,4% KH) tuy nhiên LNST của cổ đông công ty mẹ gần như tương đương với cùng kỳ năm ngoái khi chỉ đạt ~30 tỷ đồng (hoàn thành 48,4% KH). Sự gia tăng mạnh của DT là do sản lượng sản xuất của An Phát được đẩy mạnh nhờ Nhà máy số 1 và Nhà máy số 5 đã hoạt động vượt kế hoạch. Theo đó, ROA (TTM) và ROE (TTM) lần lượt đạt 5,1% và 9,9%.

Các chỉ số tài chính khác

Quy mô liên tục tăng nhưng khả năng sinh lời có xu hướng giảm sút. Tuy nhiên khả năng sinh lời vẫn cao hơn so với trung bình ngành và công ty vẫn duy trì cổ tức 10%.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Quy mô công ty tăng liên tục trong những năm gần đây, TTS, VCSH và doanh thu có tốc độ tăng bình quân 2010-2013 lần lượt là 22,8%, 26,1% và 23,2% do AAA liên tục đầu tư mở rộng năng lực sản xuất. Mặc dù doanh thu tăng trưởng liên tục nhưng LN có xu hướng sụt giảm do biên LN ngày càng thu hẹp khi AAA giảm giá hàng bán với các đơn đặt hàng lớn để mở rộng thị phần. Tính đến cuối Q2.2014, chiếm lớn nhất trong TTS vẫn là TSCĐ (~58,8%), tiếp đến là hàng tồn kho (16,3%), các khoản phải thu (11,8%). Hệ số nợ của AAA hiện nay không quá cao (~48%) nhưng chủ yếu là nợ ngắn hạn nên khả năng thanh toán tiền mặt khá thấp chỉ đạt 0,06 lần.

Do công ty đang trong giai đoạn đầu tư nên vòng quay tài sản cố định, vòng quay vốn chủ sở hữu đều có xu hướng giảm. Thêm vào đó, công ty duy trì chính sách giảm giá hàng bán nên biên LN ngày càng thu hẹp, ROA và ROE có xu hướng giảm dần. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của AAA vẫn cao hơn so với các DN cùng ngành đang niêm yết trên sàn, công ty vẫn duy trì việc chi trả cổ tức đều đặn ở mức 10% liên tục trong vòng 4 năm trở lại đây.

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - An Phát là DN sản xuất bao bì mỏng hàng đầu Việt Nam với nhiều năm kinh nghiệm. An Phát được đánh giá là DN thân thiện với môi trường với hệ thống nhà xưởng sạch đẹp. Điều này giúp DN có lợi thế trong việc tiếp xúc đàm phán với các đối tác khắt khe về tiêu chuẩn vệ sinh môi trường ở các thị trường khó tính như EU, Nhật, Mỹ. - Công ty có vị trí thuận lợi, nằm giữa tam giác kinh tế Hà Nội-Hải Phòng-Quảng Ninh. 	<ul style="list-style-type: none"> - Khả năng thanh toán bị suy giảm có thể gây khó khăn cho DN trong việc tiếp cận vốn ngân hàng.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của An Phát trên thị trường thế giới là các DN của Trung Quốc. Tuy nhiên, với việc Nhà nước Trung Quốc đã cấm sản xuất các sản phẩm bao bì nhựa siêu mỏng, các khách hàng cũ của các DN này đang dần chuyển hướng sang thị trường Việt Nam. - So sánh với các nước và mức trung bình trên thế giới, chỉ số chất dẻo trên đầu người ở Việt Nam vẫn còn khá thấp, nên cơ hội tăng trưởng của ngành vẫn rất lớn. - Chính sách của Nhà nước ưu tiên phát triển ngành nhựa, nhất là tái chế nhựa phế thải. 	<ul style="list-style-type: none"> - Hoạt động của ngành nhựa nói chung phụ thuộc vào nguyên liệu đầu vào khi chi phí nguyên vật liệu chiếm đến 70%-75% giá thành sản phẩm. Mặc dù AAA ký hợp đồng sau đó mới tiến hành mua nguyên liệu nhưng nếu giá nguyên liệu tăng mạnh AAA sẽ khó duy trì được biên LN.

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Nửa cuối năm 2014 ngành nhựa bao bì có thể tăng trưởng nhẹ khi thị trường trong nước vào mùa cao điểm tiêu dùng phục vụ nhu cầu cuối năm trong khi thị trường xuất khẩu nhận được các tín hiệu tích cực với sự hồi phục kinh tế của các nước Châu Âu, Nhật Bản và Mỹ.

Ngành nhựa bao bì & đóng gói được nhận định sẽ có sự tăng trưởng nhẹ trong nửa cuối năm 2014. Xét đến thị trường trong nước, phân khúc sản xuất bao bì thực phẩm và bao bì PET có tiềm năng phát triển khá tốt do ngành hàng thực phẩm, tiêu dùng tiếp tục duy trì sự ổn định và thường tăng trưởng vào những tháng cuối năm để phục vụ nhu cầu Tết. Ở khía cạnh xuất khẩu, mặc dù Q3 có thể có sự sụt giảm nhẹ nhưng Q4 được kỳ vọng sẽ có mức tăng trưởng khả quan do nền kinh tế của các thị trường xuất khẩu chính hồi phục (các thị trường Nhật Bản, Mỹ, Cambodia, Anh, Đức, Hà Lan là những đối tác chính của các doanh nghiệp Việt Nam).

Bước sang Q3, ngoài thị trường Mỹ có dấu hiệu khởi sắc hơn về kinh tế, đà tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản và các nước EU đều được nhận định có dấu hiệu chậm lại. Đặc biệt là tăng trưởng kinh tế của Nhật Bản trong Q3 (thị trường chiếm 25% tổng kim ngạch xuất khẩu nhựa của Việt Nam từ đầu năm đến nay, tăng 30,66% so với cùng kỳ) chưa có sự cải thiện do vẫn chịu tác động bởi quyết định tăng thuế tiêu dùng từ 5% lên mức 8% (bắt đầu có hiệu lực kể từ ngày 1/4/2014). Mặt khác, các sản phẩm nhựa xuất khẩu của Việt Nam luôn chịu sự cạnh tranh gay gắt từ phía Trung Quốc do Chính phủ Trung Quốc cho phép nhập khẩu phế liệu nhựa khiến giá nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp Trung Quốc luôn thấp hơn từ 15%-20% so với Việt Nam và giá bán sản phẩm nhựa của Việt Nam luôn cao hơn Trung Quốc khoảng 10-15%. Hơn

thể nữa, theo Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA), giá hạt nhựa PP và PE - nguyên liệu đầu vào chủ yếu của phân khúc sản xuất nhựa bao bì sẽ không giảm trong năm nay. Q3.2014, giá hạt nhựa PP đang có xu hướng nhích dần lên. Ngoài ra, ngành nhựa bao bì còn chịu sự tác động của tỷ giá và giá điện, xăng dầu trong nước. Đặc biệt, yếu tố tỷ giá có mức ảnh hưởng sâu sắc hơn, tác động tới cả đầu vào và đầu ra của các doanh nghiệp thuần xuất khẩu bao bì như AAA. Tuy nhiên, do biên độ thay đổi ở mức thấp và vẫn nằm trong kế hoạch đã được dự báo nên mức độ ảnh hưởng lên KQKD sẽ không đáng kể.

Do vậy, với việc thị trường tiêu thụ sẽ thu hẹp lại do sự co hẹp của mảng xuất khẩu trong khi giá nguyên liệu có thể sẽ nhích lên, chúng tôi nhận định rằng, **KQKD của các doanh nghiệp nhựa bao bì trong Q3 sẽ bị sụt giảm nhẹ**. Tuy nhiên, bước sang quý cuối cùng của năm, với dự đoán nền kinh tế Nhật Bản lấy lại đà tăng trưởng, kinh tế Mỹ tiếp tục duy trì ổn định và bất ổn tại châu Âu trở nên lắng dịu hơn không gây các tác động xấu khiến giá dầu thô tăng cao và giúp giữ giá hạt nhựa PP, PE đi ngang ở mức giá như hiện nay thì **kịch bản KQKD Q4.2014 khả quan hơn có thể bù đắp sự sụt giảm nhẹ của Q3.2014 là hoàn toàn khả thi**.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Triển vọng sản phẩm túi nhựa tự hủy

Túi nhựa tự hủy sẽ trở thành sản phẩm chủ lực của An Phát, phù hợp với xu hướng sử dụng trong tương lai của các thị trường xuất khẩu.

Xu hướng hiện nay của thế giới, đặc biệt ở các nước phát triển, là sử dụng các sản phẩm túi bao bì tự hủy, thân thiện với môi trường. Nắm bắt được xu hướng đó, bên cạnh các sản phẩm bao bì truyền thống, An Phát đã đầu tư phát triển mảng sản phẩm tự phân hủy. Công ty đã xác định hướng kinh doanh lâu dài sẽ tập trung vào mặt hàng này và coi đây là sản phẩm phát triển chiến lược. Bao bì tự hủy hiện đang chiếm khoảng 20% sản lượng và đang được đẩy mạnh sản xuất trong các nhà máy của An Phát. Giá bán túi tự hủy thường cao hơn sản phẩm thông thường từ 15%-20% nên mặc dù tạm thời chiếm tỷ trọng ít hơn trong cơ cấu sản phẩm nhưng biên lợi nhuận từ túi nhựa tự hủy ngang bằng với các sản phẩm không tự hủy khác. Tuy nhiên, do mức giá tương đối cao nên dòng sản phẩm này hiện chưa thực sự nhận được sự quan tâm của các khách hàng trong nước. Với hệ thống máy móc hiện đại được nhập khẩu từ Đài Loan, Nhật Bản và Đức, chất lượng sản phẩm của An Phát đã đáp ứng yêu cầu khắt khe của các thị trường khó tính như EU, Mỹ, và Nhật Bản... Theo đó, 95% sản phẩm sản xuất ra được dành cho xuất khẩu. Hơn thế nữa, trong những năm qua, công ty đã dần xây dựng được hình ảnh đối với các đối tác ở thị trường nước ngoài.

Triển vọng sản xuất kinh doanh

Kế hoạch lợi nhuận năm 2014 là hoàn toàn khả thi. Sự cạnh tranh từ đối thủ chính là Trung Quốc đã giảm bớt trong khi năng lực sản xuất kinh doanh của AAA đang ngày được tăng cường hứa hẹn một triển vọng phát triển tốt trong những năm tới đây.

Theo kế hoạch đã được ĐHCĐ năm 2014 thông qua, An Phát đặt mục tiêu sản lượng sản xuất đạt 33.000 tấn/năm, tổng doanh thu đạt 1.300 tỷ đồng, LNST đạt 62 tỷ đồng và dự kiến mức cổ tức chi trả cho cổ đông từ 10%-15%/cổ phần. Trải qua 6 tháng đầu năm 2014, nhìn chung An Phát đang trên đà thực hiện tốt các mục tiêu trên với DTT đạt 707 tỷ đồng (hoàn thành 54,4% KH) và LNST đạt ~30 tỷ đồng (hoàn thành 48,4% KH). Dựa trên các lợi thế như: (i) triển vọng ngành có xu hướng tốt lên trong nửa cuối năm đồng thời bao bì nhựa là sản phẩm đứng đầu kim ngạch xuất khẩu của ngành nhựa với trị giá 456 triệu USD và có tăng trưởng hàng năm khoảng 20%, (ii) AAA có vị thế là một trong những đơn vị dẫn đầu ngành nhựa bao bì, và (iii) NM5 bắt đầu đi vào hoạt động, được miễn 100% thuế TNDN, An Phát hoàn toàn có cơ sở để hoàn thành mục tiêu lợi nhuận năm nay.

Đánh giá về mức độ đóng góp của NM5 đối với KQKD của An Phát trong năm nay và các năm tới, chúng tôi nhận định rằng sau khi đã được đưa vào vận hành thử nghiệm đạt kết quả khả quan trong Q2 vừa qua, dự kiến trong khoảng thời gian còn lại của năm NM5 sẽ tăng cường đáng kể năng lực sản xuất của AAA. Tuy nhiên, do sản phẩm của NM5 chỉ dành để xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản trong khi thị trường Nhật được đánh giá chưa có sự phục hồi mạnh về cầu tiêu dùng trong nửa cuối năm bởi ảnh hưởng của Luật thuế tiêu dùng mới ban hành, doanh thu từ của NM5 sẽ khó có sự gia tăng đột biến. Vì vậy, với quá trình tiếp tục đầu tư mở rộng năng lực sản xuất kết hợp với sự gia tăng chi phí khấu hao của NM5 nên mặc dù An Phát sẽ

hoàn thành kế hoạch mục tiêu nhưng ít có khả năng tạo ra nhiều đột biến so với kế hoạch đã định của năm 2014.

Tuy nhiên bước sang năm 2015, khi NM5 hoạt động ổn định trong khi vẫn được miễn hoàn toàn thuế TNDN, nhà máy đầu tiên được khấu hao hết, tỷ suất lợi nhuận của An Phát sẽ tăng mạnh. Các năm tiếp theo, khi nhà máy tại Lào bắt đầu đi vào vận hành, AAA có thể thâm nhập sâu hơn vào thị trường Mỹ và sẽ có lợi thế hơn các doanh nghiệp khác trong ngành khi thuế suất chống bán phá giá tại Lào thấp hơn tại Việt Nam (hiện nay Mỹ đang đánh thuế chống bán phá giá ở mức 5,28% lên các doanh nghiệp nhựa bao bì Việt Nam trong khi Lào không bị đánh thuế này). Mặt khác, Các sản phẩm của Việt Nam có ưu thế cạnh tranh tốt so với nhiều quốc gia châu Á khác như Trung Quốc và Thái Lan do không bị áp thuế bán phá giá sang châu Âu. Hơn thế nữa, đối thủ cạnh tranh lớn nhất của An Phát trên thị trường thế giới là các doanh nghiệp của Trung Quốc nhưng nhà nước Trung Quốc đã cấm sản xuất các sản phẩm bao bì nhựa siêu mỏng do đó, các khách hàng của các doanh nghiệp này đang dần chuyển hướng sang thị trường Việt Nam. Đây là cơ hội cho các doanh nghiệp như An Phát nắm lấy thị phần đang bỏ trống của doanh nghiệp Trung Quốc để đẩy mạnh phát triển hơn nữa.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối (P/E & P/B)

Giá hợp lý là 18.746 đồng

Chúng tôi chọn 4 công ty trong ngành nhựa bao bì & đóng gói với các thông số giá trị tại ngày 28/08/2014 để định giá, kết quả như sau:

Mã	EPS (VND)	BVPS (VND)	P (VND)	P/E	P/B
RDP	1.081	15.639	14.700	11,6	0,94
SPP	765	18.676	7.000	9,15	0,37
TPC	951	14.228	9.000	9,46	0,63
TTP	1.681	35.221	19.400	11,54	0,55
Trung bình	1.120	20.874		10,44	0,62

Do An Phát có các lợi thế về trang thiết bị máy móc đồng bộ, hiện đại và được đánh giá cao hơn các DN khác trong ngành về năng lực sản xuất, tiềm năng tăng trưởng nên chúng tôi kỳ vọng AAA sẽ có chỉ số P/E và P/B của AAA cao hơn mức trung bình ngành 10% đạt lần lượt xấp xỉ là 11,5 lần và 0,68 lần.

EPS AAA	BVPS AAA	P/E Trung bình	P/B Trung bình	Giá	Tỷ trọng
2.120		11,5		24.380	50%
	19.281		0,68	13.111	50%
Giá hợp lý				18.746	

Dựa trên số liệu đã thu thập, chúng tôi tính giá hợp lý của cổ phiếu AAA theo trung bình của hai phương pháp và có giá trị là: **P = 18.746 đồng/CP**.

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức (DDM)

Giá hợp lý là 18.713 đồng

Các giả định của mô hình:

- (1) AAA đã tiến hành tăng vốn thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1. Số lượng cổ phiếu sau đợt phát hành thêm sẽ là 39.600.000 cổ phiếu.

- (2) Dự báo về tốc độ tăng trưởng LNST và công suất hoạt động của các nhà máy trong các năm tiếp theo được thể hiện qua bảng sau:

Năm	Giả định	Sản lượng (tấn/năm)	Tăng trưởng	LNST (tỷ đồng)	Tăng trưởng
2014	NM5 hoạt động 70% công suất kể từ Q3.2014, LN của NM5 được miễn thuế 100%.	34.200 - 34.800	10%	62	0%
2015	NM5 tiếp tục vận hành ổn định với 70-80% công suất và được miễn thuế TNDN 100%, nhà máy đầu tiên được khấu hao hết; nguồn kinh phí đầu tư cho nhà máy tại Lào được tài trợ bằng nguồn vốn huy động từ việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ không ảnh hưởng tới lợi nhuận của công ty.	36.200 - 38.000	7,5%	68,2	10%
2016	Các nhà máy số 1,2,3 và 5 đều hoạt động với 75%-80% công suất.	39.400	6,2%	73,7	8%
2017	Nhà máy tại Lào bắt đầu hoạt động với 50% công suất; mức tăng trưởng này kỳ vọng tiếp tục được giữ vững khi công suất các nhà máy của AAA được đẩy mạnh. Chi phí khấu hao tăng.	48.400	22,8%	84,7	15%
2018	Tất cả các Nhà máy của AAA đều hoạt động với tối thiểu 70% công suất (bao gồm cả nhà máy tại Lào).	52.000	7,5%	94,9	12%
2019	Sản lượng sản xuất tiếp tục được duy trì.	52.000	0%	102,5	8%

- (3) Tỷ lệ chia cổ tức trong giai đoạn 2014-2019 là 36% lợi nhuận và tỷ lệ tái đầu tư trung bình trong giai đoạn trên là 58,43% lợi nhuận ($b = 58,43\%$). Giả định này dựa trên tỷ lệ trả cổ tức của AAA trong năm 2012 và 2013.

Xác định tỷ lệ chiết khấu:

$K = R_f + \text{Beta} * R_p = 6,5\% + 0,46 * 7,97\% = 10,17\%$. Trong đó:

R_f : lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm gần nhất là 6,5%

R_p : phần bù rủi ro thị trường là 7,97%. (Nguồn: Country Default Spreads and Risk Premiums, New York University, last updated 3/2014)

Beta (đã điều chỉnh theo ngành) = 0,46

Khi đó:

- ROE bình quân 6 năm (2014-2019) sẽ là: $\text{ROE}_{bq} = 11,12\%$
- Tốc độ tăng trưởng cổ tức từ năm 2019 trở đi là: $g = b * \text{ROE}_{bq} = 58,43\% * 11,12\% = 6,55\%$

Theo đó:

Mức giá cổ phiếu AAA sẽ là: **$P = 18.713$ đồng/CP.**

(Bảng tính toán chi tiết ở phụ lục I)

Kết quả định giá

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức sử dụng nhiều giả định về khả năng tăng trưởng của công ty trong giai đoạn 2014-2019. Do đó, bất cứ sự thay đổi nhỏ nào trong tốc độ tăng trưởng đều sẽ tạo ra sự tác động làm thay đổi đáng kể giá trị cổ phiếu AAA do đó chúng tôi lấy tỷ trọng là 50%. Phương pháp so sánh tương quan P/E, P/B sát với diễn biến thị trường hơn do đó chúng tôi lấy tỷ trọng 50%. Kết quả định giá như sau:

Phương pháp	So sánh tương đối	DDM
Giá hợp lý theo phương pháp (VNĐ)	18.746	18.713
Tỷ trọng (%)	50	50
Giá trị cổ phiếu AAA (VNĐ)	18.730	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ:
MUA với mục tiêu đầu tư dài hạn.

AAA là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành nhựa bao bì & đóng gói. Với hệ thống nhà xưởng, máy móc hiện đại đồng bộ, sản phẩm của công ty đã tạo dựng được chỗ đứng trên thị trường xuất khẩu. Hơn thế nữa, bao bì nhựa tự hủy còn là xu hướng trong tương lai nên công ty có lợi thế ở yếu tố đầu ra. Do vậy, tiềm năng tăng trưởng trong tương lai của An Phát là khả quan. Công ty có tình hình tài chính ổn định với hệ số nợ ở mức an toàn so với các doanh nghiệp trong ngành. Tăng trưởng lợi nhuận sẽ được ghi nhận trong những năm sắp tới do giai đoạn hiện tại, công ty đang tập trung nguồn lực để đẩy mạnh mở rộng sản xuất với việc đầu tư vào nhà máy số 5 và dự án nhà máy tại CHDCND Lào. Hiện nay, cổ phiếu AAA đang có mức giá thấp hơn kỳ vọng (18.730 đồng); hơn thế nữa, tính thanh khoản cũng tương đối cao. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

Phụ lục

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận và cổ tức, ROE giai đoạn 2014-2019

Năm/Đơn vị (VNĐ)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tăng trưởng LNST (%)		10	8	15	12	8
LNST	62.000.000.000	68.200.000.000	73.656.000.000	84.704.400.000	94.868.928.000	102.458.442.240
Cổ tức	22.320.000.000	24.552.000.000	26.516.160.000	30.493.584.000	34.152.814.080	36.885.039.206
Bổ sung VCSH	36.226.600.000	39.849.260.000	43.037.200.800	49.492.780.920	55.431.914.630	59.866.467.801
VCSH	601.748.068.477	641.597.328.477	684.634.529.277	734.127.310.197	789.559.224.827	849.425.692.628
ROE (%)	10,30	10,63	10,76	11,54	12,02	12,06
ROE trung bình 2014-2018 (%)	11,22					
g-sau kể từ năm 2018 (%)	6,55					

Bảng 2: Dự báo giá cổ phiếu theo phương pháp DDM

Năm/Đơn vị (VNĐ)	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Cổ tức	22.320.000.000	24.552.000.000	26.516.160.000	30.493.584.000	34.152.814.080	36.885.039.206
Giá VCSH 2018						1.123.973.257.081
Chiết khấu về 2014	22.320.000.000	22.285.558.682	21.846.603.773	22.804.388.072	23.183.184.751	628.602.178.097
	741.041.913.376					
KLCP	39.600.000					
Giá cổ phiếu (VNĐ)	18.713					

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Tòa nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812