

# BÁO CÁO NGẮN- CTCP NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (AAA-HSX)

## Báo cáo chi tiết 10/04/2018

Khuyến nghị	<b>Mua</b>
Giá mục tiêu (VND)	26.300
Tiềm năng tăng giá	19,54%
Cổ tức (VND)	2.000
Lợi suất cổ tức	9,09%

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 10/04/2018

Giá hiện tại (VND)	22.000
Số lượng CP lưu hành	167.199.988
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1671,99
Vốn hóa TT(tỷ VND)	3.561
Khoảng giá 52 tuần (VND)	17.700-26.100
% sở hữu nước ngoài	17,29%
% giới hạn sở hữu NN	49%

## Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2015	2016	2017
EPS (vnd)	808	2.493	2.672
BVPS (vnd)	16.355	16.570	16.470
Cổ tức (vnd)	700	2.000	2.000
ROE (%)	5,01	16,01	17,32
ROA (%)	2,37	5,64	5,84

## Hoạt động chính

Công ty cổ phần Nhựa và môi trường xanh An Phát (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. Trong hoạt động kinh doanh, AAA sẽ tập trung mở rộng tại thị trường Nhật Bản và Mỹ, hiện tại Công ty đã nhận được nhiều đơn hàng cho nhà máy 6 (Nhật Bản) và nhà máy 7 (Mỹ), đẩy mạnh sản lượng túi tự hủy, đảm bảo chiếm 10% cơ cấu sản lượng, triển khai các dòng sản phẩm mới có biên lợi nhuận cao như túi drawstring, túi zipper, túi fashion, túi thực phẩm....

Nguồn: MBS tổng hợp

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu AAA của Công ty Cổ phần Nhựa và môi trường xanh An Phát với mức định giá 26.300 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá ~19,54% so với giá 22.000 đồng/cp ngày 10/04/2018 trên cơ sở:

- ❖ An Phát là DN sản xuất bao bì mỏng hàng đầu Việt Nam với nhiều năm kinh nghiệm.
- ❖ AAA đang là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất thành công bao bì tự hủy sinh học
- ❖ Kết quả kinh doanh cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây
- ❖ Triển vọng kinh doanh tăng trưởng mạnh đến từ nhà máy mới và thị trường mới.
- ❖ Tỷ lệ chia cổ tức hấp dẫn với dự kiến 15-20% bằng tiền trong năm 2018.

## Định giá và khuyến nghị.

AAA đặt kế hoạch kinh doanh năm 2018 với doanh thu đạt 6.000 tỷ đồng (+47,4%/yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 330 tỷ đồng (+25,5%/yoy), tương đương biên lợi nhuận đạt 5,5%. Cổ tức dự kiến chia cho năm 2018 là 20%/năm bằng tiền mặt.

Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng trong năm 2018 của AAA là rất khả quan. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ được ghi nhận khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, trong khi các nhà máy cũ đã gần hết khấu hao. Chúng tôi dự phóng AAA sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra với doanh thu thuần đạt 5.500 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 333 tỷ đồng, tương đương EPS năm 2018 đạt 2.290 đồng/cp (Tính trên phần vốn bình quân gia quyền).

Hiện tại, cổ phiếu AAA đang giao dịch với mức P/E là 8,90 lần thấp hơn P/E các doanh nghiệp cùng ngành (11,49 lần) và P/E sàn HSX (hơn 21 lần). Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu AAA với P/E forward năm 2018 là 11,5 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu AAA là 26.300 đồng/cp. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu AAA tại vùng giá hiện tại.**

Chỉ tiêu tài chính	2015	2016	2017	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	1.615	2.144	4.070	5.495
<b>% tăng trưởng</b>	3,5%	32,8%	89,8%	35%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	40,01	142	223,34	333
<b>% tăng trưởng</b>	-14,8%	254,9%	57,3%	49,0%
<b>Biên LNG</b>	11,8%	14,3%	13,5%	13,92%
<b>Biên LNR</b>	2,5%	6,6%	5,5%	6,06%
<b>EPS</b>	808	2.493	2.672	2.290
<b>Vốn điều lệ</b>	494,99	569,65	835,99	1671,99

Nguồn: MBS tổng hợp

## Rủi ro pha loãng cổ phiếu

Vừa qua, AAA đã tăng vốn điều lệ lên gấp đôi bằng việc phát hành 83,6 triệu cp cho cổ đông hiện hữu với giá chào bán 14.000 đồng/cp theo tỷ lệ 1:1. Ước tính tổng số tiền thu về từ đợt phát hành khoảng 1.170 tỷ đồng, công ty sẽ đầu tư 810 tỷ đồng đầu tư nâng vốn sở hữu tại CTCP Khu Công nghiệp kỹ thuật cao An Phát và đầu tư 360,4 tỷ đồng xây dựng Nhà máy sản xuất số 8 với các dòng sản phẩm bao bì tự hủy sinh học, hạt compounds, nhựa ép, bao bì công nghiệp. Việc tăng vốn làm rủi ro pha loãng EPS năm 2018.

Việc thực hiện chứng quyền làm tăng rủi ro pha loãng cổ phiếu đối với AAA trong giai đoạn từ năm 2017-2018. Rủi ro này khá thấp trong năm 2017, tuy nhiên lại tăng cao trong năm 2018. Do đó, khả năng thu nhập trên cổ phần của AAA có thể bị sụt giảm nhẹ trong năm 2018.

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CÓ DƯ ĐỊA PHÁT TRIỂN TRONG DÀI HẠN**

- **An Phát là Doanh nghiệp sản xuất bao bì mỏng hàng đầu Việt Nam với nhiều năm kinh nghiệm.**

An Phát là một trong những doanh nghiệp có quy mô lớn trong ngành nhựa với 7 nhà máy sản xuất bao bì và một công ty con (HII) chuyên sản xuất phụ gia CaCO<sub>3</sub> - bột đá siêu mịn CaCO<sub>3</sub> cho ngành nhựa. Tổng công suất hiện tại của công ty đạt 8.000 tấn/tháng. An Phát Plastic còn là nhà xuất khẩu bao bì nhựa lớn nhất Việt Nam, chiếm 11% thị trường xuất khẩu.

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.

Với 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.

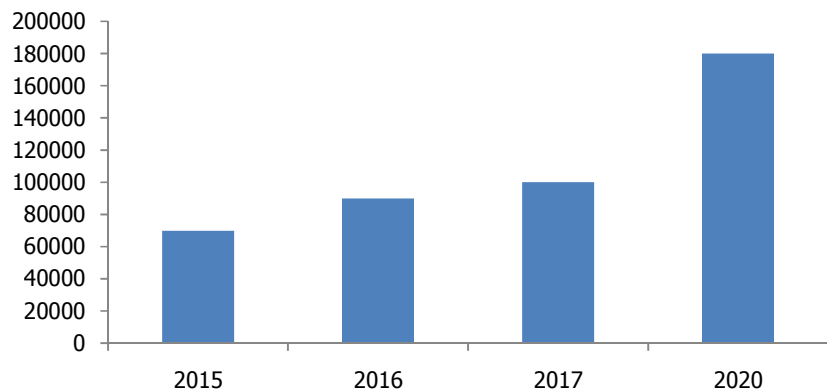
- **AAA đang là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam sản xuất thành công bao bì tự hủy sinh học**

Để phù hợp với xu hướng tiêu dùng sản phẩm xanh của thế giới, AAA đang tập trung nguồn lực để đẩy mạnh dòng sản phẩm túi tự hủy thân thiện với môi trường. Hiện AAA là một trong những doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam sản xuất thành công bao bì tự hủy sinh học (có nguồn gốc từ bột ngô, hoàn toàn không làm ô nhiễm môi trường). Đây cũng là mặt hàng chiến lược của công ty để ngày càng mở rộng tầm ảnh hưởng của mình trên toàn thế giới.

Hiện các sản phẩm tự hủy của An Phát đã được cấp chứng chỉ OK HOME COMPOST và SEEDING LOGO, chứng nhận "Túi nilon thân thiện với môi trường" của Tổng cục Môi trường. Các sản phẩm này đang được tiêu thụ mạnh tại các nước tiên tiến như châu Âu, Nhật Bản, Hoa Kỳ... Định hướng trong 3 năm tới, đây sẽ là dòng sản phẩm chủ lực của An Phát Plastic.

**Xu hướng tiêu dùng các sản phẩm túi nilon thân thiện với môi trường tại châu Âu mở ra cơ hội cho An Phát.**

**Nhu cầu túi tự hủy tại Châu Âu**



*Nguồn: Nova – institut GmbH, MBS tổng hợp*

Sản phẩm túi tự hủy là sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao giúp AAA cải thiện biên lợi nhuận gộp. 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 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.

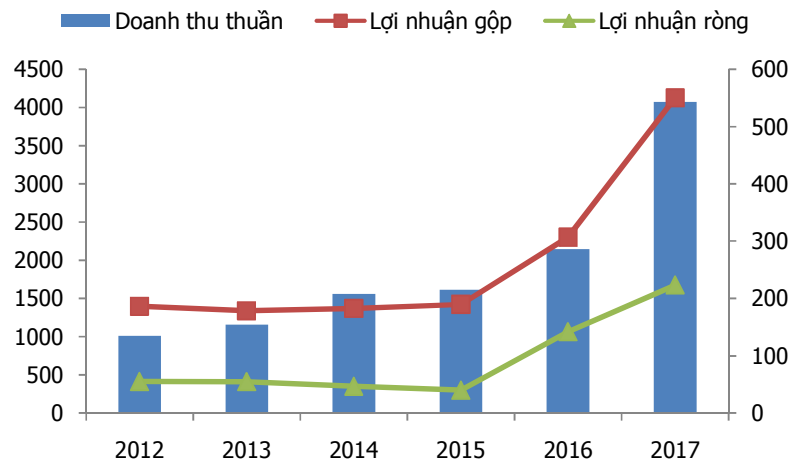
**Giai đoạn 1 của dự án được định hướng sẽ sản xuất bao bì màng phức phục vụ thị trường trong nước.** Hiện nay AAA đang trong quá trình đàm phán sâu hơn với hai đối tác đến từ Hàn Quốc và Nhật Bản.

**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.

▪ **Kết quả kinh doanh đang cải thiện rõ rệt trong những năm gần đây**

Doanh thu của AAA liên tục tăng trưởng trong các năm gần đây. Kết quả kinh doanh của AAA đặc biệt khởi sắc trong năm 2017 khi doanh thu đạt gần 4.070 tỷ đồng tăng mạnh 90% so với cùng kỳ năm 2016. Đáng chú ý, lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ đạt 263,36 tỷ đồng, tăng 84% so với cùng kỳ. Đây là con số lợi nhuận kỷ lục AAA đạt được kể từ khi thành lập tới nay.

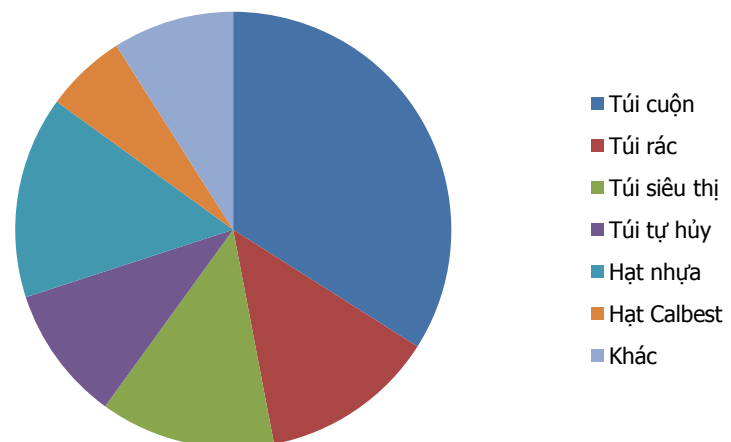
**Biểu đồ: Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2012-2017 ( Tỷ đồng)**



Nguồn: AAA

**Màng sản xuất bao bì màng mỏng, túi nilong mang lại doanh thu lớn nhất cho An Phát**

**Cơ cấu doanh thu**



**Sự khởi sắc trong hoạt động kinh doanh của AAA đến chủ yếu từ:**

- ❖ Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong việc xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản nhờ lợi thế cạnh tranh về chi phí so với các đối thủ Trung Quốc, Thái Lan, Malaysia...
- ❖ 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.

**Biến động của giá dầu và giá hạt nhựa PE tác động đến hoạt động kinh doanh của An Phát**

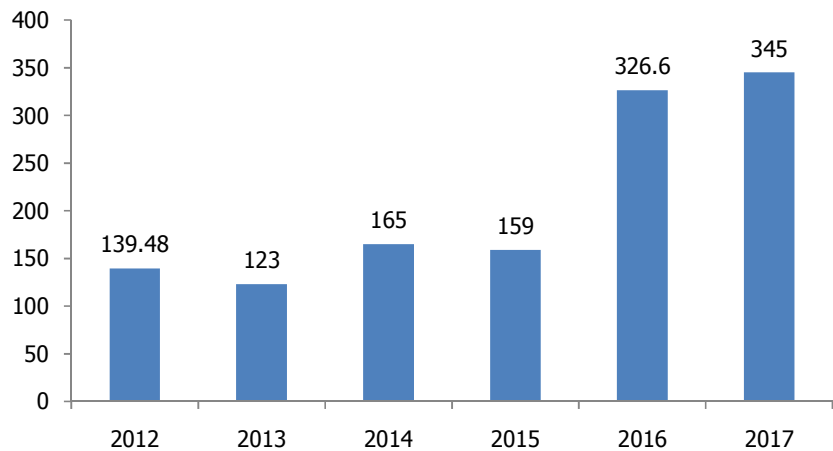
Biến động giá hạt nhựa PE sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của AAA do hạt nhựa nguyên sinh PE là nguyên liệu quan trọng nhất chiếm tỷ trọng lớn nhất (61% sản lượng hạt nhựa tiêu thụ; 49% chi phí NVL). Hạt nhựa nguyên sinh mà An Phát sử dụng gồm 2 loại chính là HDPE và LDPE. Đây là hai sản phẩm được 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: Bloomberg*

**Để giảm thiểu tác động của chi phí NVL, AAA áp dụng chính sách nhập nguyên liệu mới giúp hạn chế tác động của giá nguyên liệu, qua đó giúp biên LNG của AAA ổn định trong giai đoạn 2014-2017.**

**Chi phí NVL**



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 – 2017.

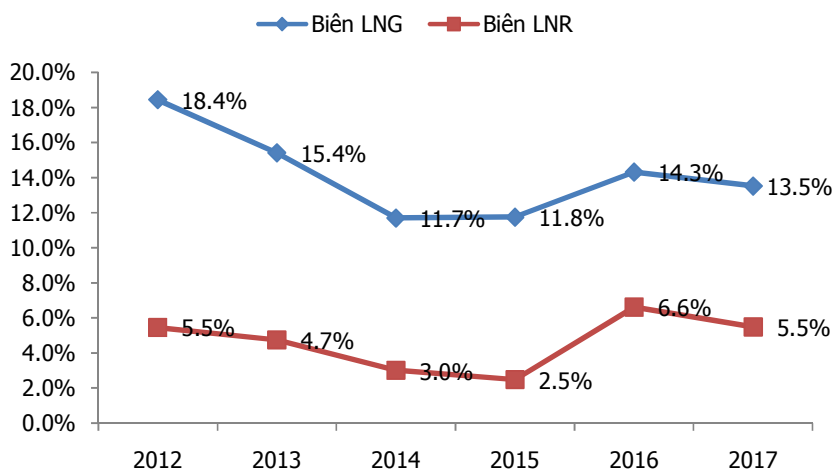
**An Phát nhập khẩu hạt nhựa nguyên sinh từ nhiều đôi tác khác đến từ nhiều quốc gia khác nhau nhằm tránh bị phụ thuộc vào nhà cung cấp.** Hạt nhựa nguyên sinh của An Phát chủ yếu được nhập từ Qatar và UAE. Hạt nhựa tự hủy phục vụ cho sản phẩm mới của AAA là túi tự hủy được công ty nhập khẩu từ Trung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

**Từ cuối năm 2015, AAA đã đàm phán thành công với các nhà cung cấp và khách hàng sẽ điều chỉnh đến giá hợp đồng (+5%) mỗi khi giá hạt nhựa thay đổi ±**

**10%.** Chính sách nhập nguyên liệu mới này giúp BLNG của AAA trong năm 2016 và 2017 ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá nguyên vật liệu và ổn định ở mức 14 - 15%.

**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.

**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 sẽ biến động không lớn.



Nguồn: AAA

▪ **Triển vọng kinh doanh sẽ tăng trưởng khi nhà máy mới đi vào hoạt động**

**Thông tin các nhà máy của AAA**

Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Thời gian hoạt động	Vốn đầu tư ( tỷ đồng)	Nhóm sản phẩm	Thị trường
Nhà máy 1	12.000	2007	139	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị	EU
Nhà máy 2	16.800	T2/2008	207	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị	
Nhà máy 3	10.800	T1/2010	191	Túi rác, túi cuộn, túi siêu thị	
Nhà máy 5	8.400	T7/2014	242	Túi rác, túi siêu thị	Nhật Bản
Nhà máy 6	38.400	T1/2017	500	Túi rác, túi siêu thị, túi thực phẩm	
Nhà máy 7	9.600	Q1/2017	200	Túi dây rút	Mỹ
<b>Tổng</b>	<b>96.000</b>		<b>1.479</b>		

Nguồn: AAA

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.

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.

Với 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.

**Đối với nhà máy 8, đây là dự án có 2 giai đoạn với công suất dự kiến 24.000 tấn/năm (50% túi tự hủy và 50% bao bì màng phức).** Giai đoạn 1 sẽ đạt công suất 7.200 tấn/năm, giai đoạn 2 ở mức 16.800 tấn/năm. Tổng vốn đầu tư dự kiến ở mức hơn 500 tỷ đồng.

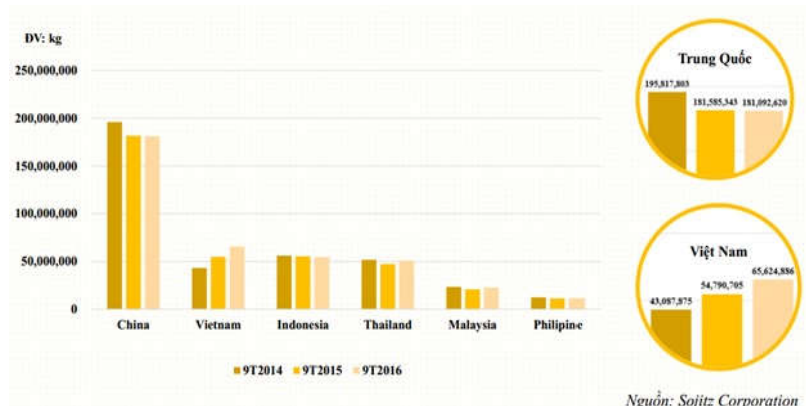
▪ **Triển vọng tích cực từ thị trường xuất khẩu EU và Nhật Bản**

Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA) dự báo tiêu thụ nhựa bình quân đầu người tăng lên 45 kg/người vào năm 2020, tương đương với mức CAGR 4%/năm. Nhu cầu sản phẩm nhựa tăng mạnh sẽ tạo động lực cho sự tăng trưởng nhanh của ngành, do đó ngành nhựa Việt Nam tự tin đề ra chiến lược phát triển giai đoạn 2016-2020 là 18,26% và giai đoạn 2021-2025 là 16,52%.

**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.

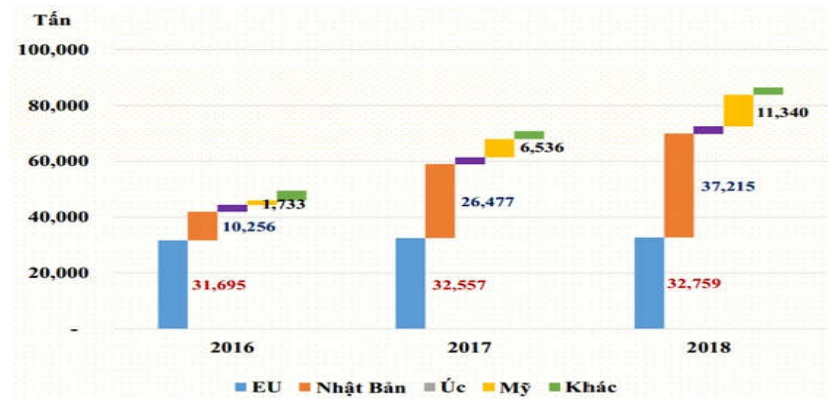
**Hệ thống khách hàng lâu năm là các nhà cung cấp, chuỗi siêu thị, bán lẻ lớn.** Với lợi thế cạnh tranh về giá cũng như chất lượng sản phẩm tốt, An Phát đã xây dựng được một hệ thống khách hàng là các nhà phân phối qua đó đưa sản phẩm túi của mình đến các chuỗi bán lẻ, siêu thị lớn tại EU như: Metro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

**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%.



Nguồn: Sojitz Corporation

Nguồn: AAA



Nguồn: AAA

**Hoạt động kinh doanh trong các năm tiếp theo dự kiến sẽ có thêm khoản doanh thu lớn từ sản lượng túi tự hủy tăng cao.** Đây là sản phẩm đang có nhu cầu ngày càng lớn tại thị trường Mỹ và Châu Âu. Với mức giá sản phẩm cao hơn nhiều lần so với túi thông thường, sản phẩm này được kỳ vọng sẽ mang lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể cho AAA trong dài hạn.

**Thị trường Mỹ:**

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.

**Tăng vốn mạnh chuẩn bị cho bước chuyển mình trong tương lai**

Vừa qua, AAA đã tăng vốn điều lệ lên gấp đôi bằng việc phát hành 83,6 triệu cp cho cổ đông hiện hữu với giá chào bán 14.000 đồng/cp theo tỷ lệ 1:1. Ước tính tổng số tiền thu về từ đợt phát hành khoảng 1.170 tỷ đồng, công ty sẽ đầu tư 810 tỷ đồng đầu tư nâng vốn sở hữu tại CTCP Khu Công nghiệp kỹ thuật cao An Phát và đầu tư 360,4 tỷ đồng xây dựng Nhà máy sản xuất số 8 với các dòng sản phẩm bao bì tự hủy sinh học, hạt compounds, nhựa ép, bao bì công nghiệp.

Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, An Phát sẽ dẫn chuyển mình phát triển ngành cốt lõi là nhựa, theo 5 hướng bao gồm hóa chất phụ gia ngành nhựa và các sản phẩm hóa dầu; sợi nhân tạo polyester; tổ hợp nhựa kỹ thuật cao, linh kiện nhựa điện tử; nhựa gia dụng và vật liệu nhựa xây dựng; và bao bì nhựa màng mỏng, bì công nghiệp.

Công ty sẽ triển khai theo 4 giai đoạn, đầu tiên AAA sẽ sản xuất nguyên liệu tự hủy sinh học, nhựa ép điện thoại, nhựa ốp. Giai đoạn 2, công ty sẽ triển khai nhựa điện tử gia đình, sau đó tiến hành sản xuất nhựa kỹ thuật số cho ô tô, phương tiện giao thông. Và giai đoạn 4, An Phát sẽ sản xuất nhựa gia dụng, nhựa cho mẹ và bé chất lượng cao.

Việc đầu tư vào Công ty Khu công nghiệp kỹ thuật cao An Phát và xây dựng nhà máy số 8 là bước đầu tiên trong việc thực hiện kế hoạch dài hạn của công ty. Nếu có thể triển khai, An Phát sẽ ghi nhận doanh thu và lợi nhuận từ thành quả đầu tư ngay trong năm nay. Công ty sẽ đầu tư sử dụng diện tích đất tại khu công nghiệp Kenmark-Việt Hoà và đã có kế hoạch cụ thể cho việc xây dựng.

**Mục tiêu 5 năm tới, An Phát sẽ duy trì mức độ tăng trưởng trung bình lợi nhuận là 20%/năm. Nhìn xa hơn vào tương lai, Chủ tịch HĐQT của AAA mong muốn công ty sẽ đạt doanh số 1 tỷ USD vào năm 2025 và nâng tầm AAA trở thành vị trí dẫn đầu ngành nhựa và bao bì Đông Nam Á.**

**Dự kiến trả cổ tức cao trong những năm tới**

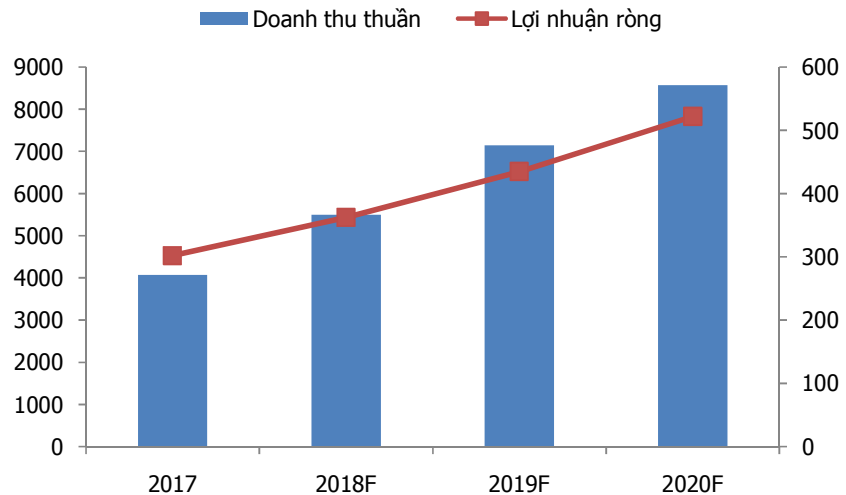
Kế hoạch cổ tức 2018 dự kiến mức 15%-20%, đây là mức khá hấp dẫn đối với vùng giá hiện tại.

Trong những năm gần đây, ngoài năm 2014 chia cổ tức bằng cổ phiếu và 2015 chỉ trả cổ tức 7% bằng tiền mặt, các năm trước đó tỷ lệ cổ tức của AAA khá cao (10%, so với giá giao dịch khoảng 10.000 đồng/cổ phiếu). Với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2018 và năm 2019, AAA có thể sẽ trả cổ tức ở mức cao trong các năm tới.

▪ **Triển vọng kinh doanh trong giai đoạn 2018-2020**

Năm 2018, AAA đặt kế hoạch sản lượng hợp nhất đạt 140.000 tấn, tương ứng với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt ở mức 6.000 tỷ đồng và 330 tỷ đồng, tăng trưởng 47-48% so với năm trước. Công ty đặt mục tiêu cổ tức từ 15-20% bằng tiền mặt.

**Các nhà máy mới đi vào hoạt động có thể đảm bảo tăng trưởng doanh thu bình quân 30%/năm trong giai đoạn 2018-2020**



*Nguồn: AAA*

**Chúng tôi đánh giá triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của AAA dựa trên những cơ sở chính sau:**

- ❖ An Phat Plastic đã xây dựng chiến lược, định hướng kế hoạch sản xuất kinh doanh hướng tới thị trường khó tính như EU, Nhật Bản, Hoa Kỳ, Australia và rất thành công.
- ❖ Hai nhà máy số 6 và số 7 hoạt động tối đa công suất vào năm 2021. Chúng tôi đánh giá đây sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng doanh thu của AAA trong giai đoạn tới. Công suất hiện tại của hai nhà máy này mới chỉ đạt 70% công suất thiết kế.
- ❖ 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. Đây sẽ là động lực giúp AAA tiếp tục phát triển dòng sản phẩm túi tự hủy trong giai đoạn tới. Với 2 dự án là Nhà máy sản xuất số 8 với dòng sản phẩm chính là Bao bì tự hủy sinh học, hạt compounds (hạt nhựa tổng hợp), Nhựa ép, Bao bì công nghiệp cùng dự án Nhà máy số 9 tại Công ty con – Công ty Cổ phần Khu Công nghiệp kỹ thuật cao An Phát chuyên về linh kiện điện tử kỹ thuật cao, thân thiện với môi trường cho các doanh nghiệp FDI, hứa hẹn sẽ đem lại thành công cho An Phát trong giai đoạn tới, góp phần hoàn thành kế hoạch 1 tỷ USD năm 2025 hoặc sớm hơn dự kiến.
- ❖ 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.

▪ **Định giá và khuyến nghị.**

AAA đặt kế hoạch kinh doanh năm 2018 với doanh thu đạt 6.000 tỷ đồng (+47,4%/yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 330 tỷ đồng (+25,5%/yoy), tương đương biên lợi nhuận đạt 5,5%. Cổ tức dự kiến chia cho năm 2018 là 20%/năm bằng tiền mặt.

Chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng trong năm 2018 của AAA là rất khả quan. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sẽ được ghi nhận khi các nhà máy mới đi vào hoạt động, trong khi các nhà máy cũ đã gần hết khấu hao. Chúng tôi dự phóng AAA sẽ hoàn thành kế hoạch đề ra với doanh thu thuần đạt 5.500 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế công ty mẹ đạt 333 tỷ đồng, tương đương EPS năm 2018 đạt 2.290 đồng/cp (Tính trên phần vốn bình quân gia quyền).

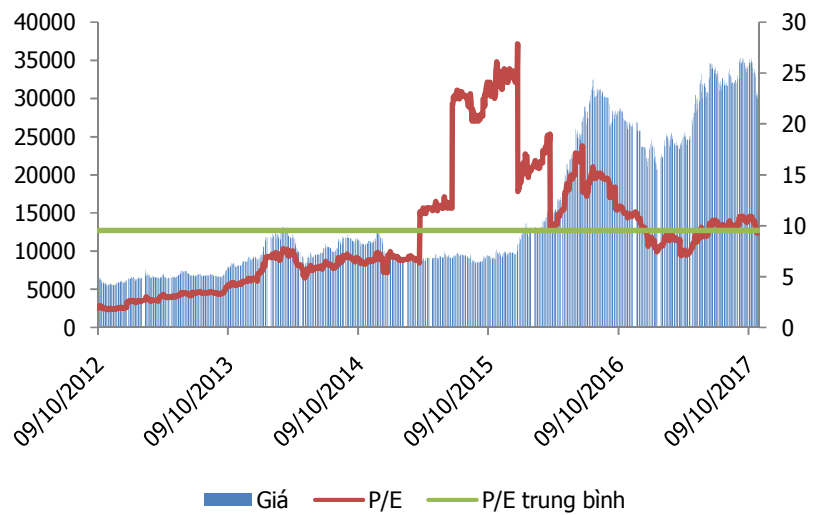
Hiện tại, cổ phiếu AAA đang giao dịch với mức P/E là 8,90 lần thấp hơn P/E các DN cùng ngành (11,49 lần) và P/E sàn HSX (hơn 21 lần). Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu AAA với P/E forward năm 2018 là 11,5 lần, giá hợp lý đối với cổ phiếu AAA là 26.300 đ/đơn vị. **Do đó, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua cổ phiếu AAA**



tại vùng giá hiện tại.

Mã	P/E	P/B
AAA	8,9	1,1
BMP	12,49	2,37
NTP	21,67	2,65
DNP	9,35	0,95
TPC	8,58	0,76
DAG	6,32	0,71
SRC	13,18	1,19
<b>Trung bình</b>	11,49	1,39

Nguồn: MBS tổng hợp



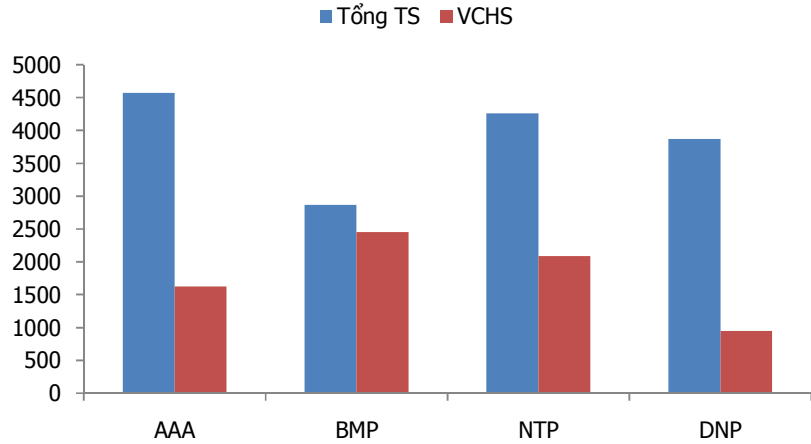
■ **Rủi ro pha loãng cổ phiếu**

Vừa qua, AAA đã tăng vốn điều lệ lên gấp đôi bằng việc phát hành 83,6 triệu cp cho cổ đông hiện hữu với giá chào bán 14.000 đồng/cp theo tỷ lệ 1:1. Ước tính tổng số tiền thu về từ đợt phát hành khoảng 1.170 tỷ đồng, công ty sẽ đầu tư 810 tỷ đồng đầu tư nâng vốn sở hữu tại CTCP Khu Công nghiệp kỹ thuật cao An Phát và đầu tư 360,4 tỷ đồng xây dựng Nhà máy sản xuất số 8 với các dòng sản phẩm bao bì tự hủy sinh học, hạt compounds, nhựa ép, bao bì công nghiệp. Việc tăng vốn dẫn đến rủi ro pha loãng EPS trong năm 2018.

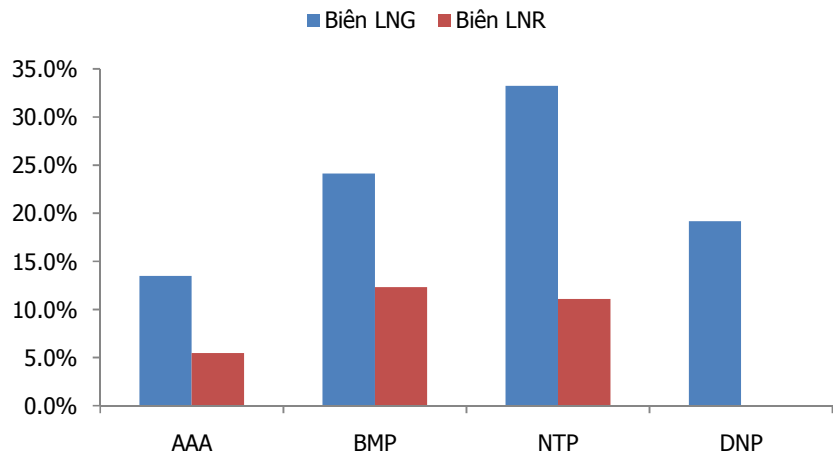
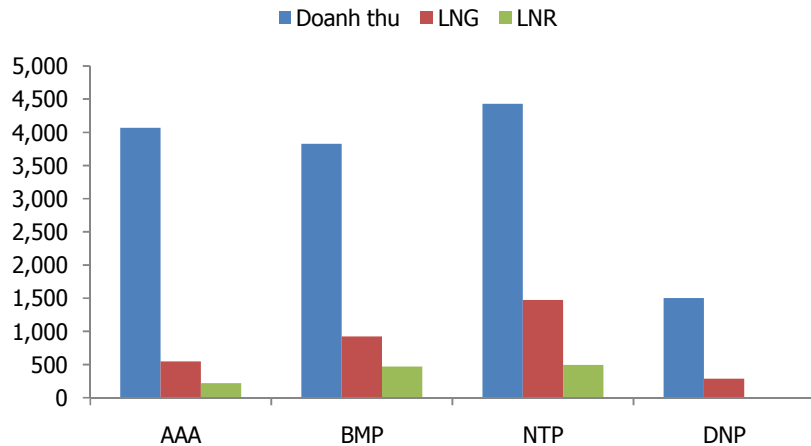
Việc thực hiện chứng quyền làm tăng rủi ro pha loãng cổ phiếu đối với AAA trong giai đoạn từ năm 2017-2018. Rủi ro này khá thấp trong năm 2017, tuy nhiên lại tăng cao trong năm 2018. Do đó, khả năng thu nhập trên cổ phần của AAA có thể bị sụt giảm nhẹ trong năm 2018.

**PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA AAA SO VỚI CÁC DOANH NGHIỆP**

Quy mô doanh thu và tổng tài sản của AAA luôn đứng đầu so với các doanh nghiệp ngành nhựa niêm yết như Nhựa Bình Minh (BMP), Nhựa Tiên Phong (NTP), Nhựa Đồng Nai (DNP). Trong giai đoạn 2014 – 2017, 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.



**Doanh thu của AAA sáng ngang các doanh nghiệp hàng đầu như BMP, NTP**



**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>			
<b>Đvt: Tỷ VNĐ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Doanh thu bán hàng và CCDV	1616	2146	4077
Các khoản giảm trừ doanh thu	2	2	7
Doanh thu thuần	1615	2144	4070
Giá vốn hàng bán	1425	1837	3519
Lợi nhuận gộp	190	307	550
Doanh thu hoạt động tài chính	22	30	56
Chi phí tài chính	50	54	95
Trong đó: Chi phí lãi vay	24	27	81
Chi phí bán hàng	75	57	106
Chi phí quản lý doanh nghiệp	42	63	79
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	49	166	326
Thu nhập khác	2	8	2
Chi phí khác	0	7	0
Lợi nhuận khác	2	1	2
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	51	167	328
Chi phí thuế TNDN hiện hành	10	24	64
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	41	143	263
Lợi ích của cổ đông thiểu số	1	1	40
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	40	142	223

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	1071.6	1361.6	2142.7
Tiền và tương đương tiền	470.1	406.7	509.6
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	50
Các khoản phải thu	363.5	455.6	961.4
Hàng tồn kho	214.2	450.6	536.7
Tài sản ngắn hạn khác	23.8	48.8	85.1
<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	883.2	1716	2433.4
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	636.5	1434.3	2299.5
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	42.6	44.3	0
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	12.9	22.4	35.8
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	1954.8	3077.6	4576.2
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	1135.3	2122.9	2951.2
Nợ ngắn hạn	667.1	1140.3	1990.8
Vay và nợ ngắn hạn	438.8	800.8	1417.7
Phải trả người bán	200.9	304.3	519.3
Người mua trả tiền trước	12.3	11.3	17.1
Nợ dài hạn	468.2	982.6	960.4
Vay và nợ dài hạn	171.3	982.6	959.9
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	819.5	954.8	1625
Vốn đầu tư của CSH	495	569.6	836
Thặng dư vốn cổ phần	147.4	160.7	198.1
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Lãi chưa phân phối	116.4	161.9	283.8
Vốn và quỹ khác	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>	1954.8	3077.6	4576.2

<b>CÁC HỆ SỐ TÀI CHÍNH</b>			
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Hệ số đánh giá thu nhập</b>			
EPS	962	2792	3767
Giá trị sổ sách của cổ phiếu	16555	18396	19437
Chỉ số P/E	15.36	8.55	12.39
Chỉ số P/B	0.75	1.27	1.70
Chỉ số P/S	0.38	0.57	0.68
Tỷ suất cổ tức			
<b>Hệ số khả năng sinh lời</b>			
Tỷ suất lợi nhuận gộp biên	11.76	14.32	13.52
Tỷ lệ lãi EBIT	4.63	9.04	10.04
Tỷ lệ lãi EBITDA	9.79	13.38	14.17
Tỷ suất sinh lợi trên doanh thu thuần	2.51	6.67	6.47
ROE	5.01	16.01	17.32
ROA	6.78	12.02	18.07
Tăng trưởng doanh thu thuần	2.37	5.64	0.00
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	3.45	32.78	89.83
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế	3.86	61.76	79.26
Tăng trưởng LNST của CĐ công ty mẹ	-11.51	229.15	96.92
<b>Hệ số khả năng thanh toán</b>			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0.70	0.36	0.26
Tỷ số thanh toán nhanh	1.29	0.80	0.81
Tỷ số thanh toán nhanh	0.70	0.36	0.28
Tỷ số thanh toán hiện hành	1.61	1.19	1.08
Khả năng thanh toán lãi vay	3.10	7.11	5.07
<b>Hệ số về hiệu quả hoạt động</b>			
Vòng quay phải thu khách hàng	14.30	13.21	12.74
Thời gian thu tiền khách hàng bình quân	25.53	27.63	28.64
Vòng quay hàng tồn kho	8.10	5.53	7.13
Thời gian tồn kho bình quân	45.05	66.05	51.20
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	7.88	7.27	8.55
Thời gian trả tiền khách hàng bình quân	46.32	50.19	42.71
Vòng quay tài sản cố định	2.45	2.07	2.18
Vòng quay tổng tài sản	0.96	0.85	1.06
Vòng quay vốn chủ sở hữu	2.02	2.42	3.16
<b>Hệ số về cơ cấu vốn</b>			
Tăng trưởng tổng tài sản	37.50	57.44	0.00
Tăng trưởng nợ dài hạn	266.78	109.86	-2.26
Tăng trưởng nợ phải trả	78.69	86.99	39.02
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	5.48	16.51	70.20
Tăng trưởng vốn điều lệ	25.00	15.08	46.76
Giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần	88.24	85.68	86.48
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	4.66	2.65	2.60
Chi phí quản lý doanh nghiệp/DTT	2.58	2.92	1.95
Chi phí lãi vay/Doanh thu thuần	1.49	1.27	1.98

**Liên hệ trung tâm nghiên cứu:****Chuyên viên nghiên cứu: Phạm Văn Quỳnh**Email: [Quynh.phamvan@mbs.com.vn](mailto:Quynh.phamvan@mbs.com.vn)**Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn**Email: [Son.tranhoang@mbs.com.vn](mailto:Son.tranhoang@mbs.com.vn)**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)