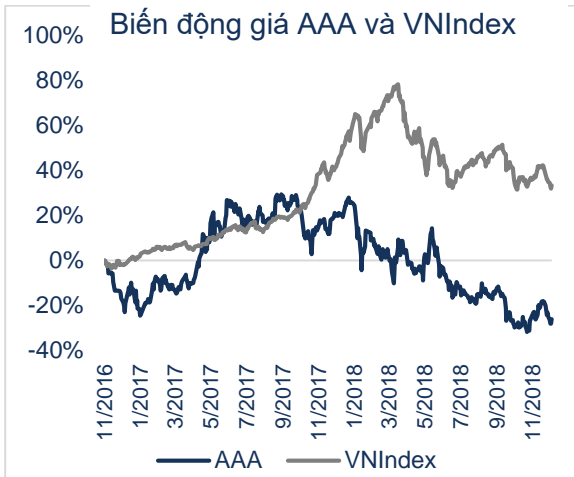


Tạ Việt Phương Chuyên viên phân tích Email: phuongtv@fpts.com.vn Điện thoại: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4304	Giá thị trường (03/01/2019)	14.250	Khuyến nghị THEO DÕI
	Giá mục tiêu	15.400	
	Chênh lệch	8%	



TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG TỪ AN PHÁT COMPLEX RỦI RO ĐẾN TỪ DÒNG TIỀN VÀ PHA LOÃNG CỔ PHIẾU

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá 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 và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu AAA là **15.400 đồng/cp**, cao hơn 8% so với giá hiện tại. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu AAA trong trung hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu AAA tại mức giá **12.300 đồng** (lợi suất kỳ vọng 25%)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Quy mô lớn nhất trong các doanh nghiệp nhựa bao bì Việt Nam.** 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 TPBI (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.
- ✓ **Tăng trưởng từ thị trường mới và sản phẩm mới.** Hai nhà máy số 6 và số 7 tăng công suất trong năm 2018 đã giúp AAA khai thác hai thị trường là Mỹ và Nhật Bản. Sản phẩm túi tự hủy cũng đã giúp AAA tăng sản lượng tại thị trường truyền thống EU khi việc sử dụng các sản phẩm thân thiện với môi trường đang trở thành xu hướng.
- ✓ **Mở rộng quy mô theo chiều ngang, An Phát Complex là động lực tăng trưởng doanh thu lợi nhuận chính năm 2019.** Các dự án trong tổ hợp An Phát Complex của AAA đã hoàn thành lắp đặt và chạy thử trong quý 4/2018 dự kiến sẽ đi vào hoạt động chính thức quý 1/2019.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- ✓ **Biến động giá nguyên liệu đầu vào.** Nguyên liệu nhựa đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí của AAA nên biến động giá nguyên liệu nhựa trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của AAA.
- ✓ **Rủi ro tỷ giá.** Trong cơ cấu doanh thu năm 2018, tỉ trọng doanh thu nội địa ước tính chiếm khoảng 50%, nên các biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của AAA.
- ✓ **Rủi ro pha loãng.** Tháng 11/2018, AAA đã phát hành thành công trái phiếu kèm chứng quyền để tăng vốn đầu tư và bổ sung vốn lưu động. Tổng số cổ phiếu đi kèm với quyền mua là 40 triệu với giá mua từ 14.000 – 14.500 tương ứng với tỉ lệ pha loãng sở hữu 23%.

(tham khảo báo cáo định giá lần đầu tháng 12/2017)

Thông tin giao dịch 03/01/2019

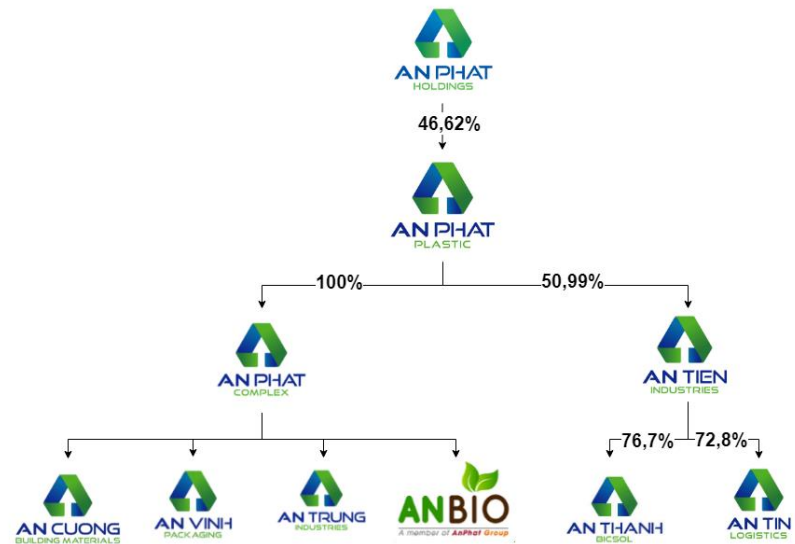
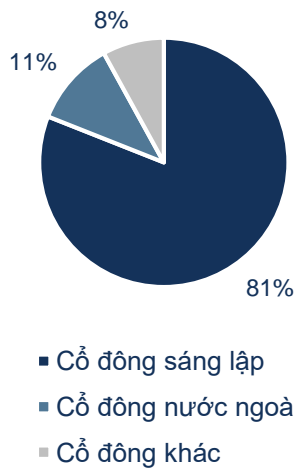
Giá hiện tại	14.250
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	25.750
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	13.750
Số lượng CP niêm yết (CP)	171.199.976
Số lượng CP lưu hành (CP)	171.199.976
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	2.148.412
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	12,62%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	1.712
Vốn hóa (tỷ VND)	2.816
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	1.220
P/E trailing	11,71x

Thông tin doanh nghiệp

Tên	Công ty Cổ phần 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.
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. Rủi ro pha loãng.

Chuyển đổi mô hình doanh nghiệp sang cấu trúc tập đoàn

Cơ cấu cổ đông An Phát Holdings



Nguồn: AAA, FPTS Tổng hợp

Cổ đông lớn là An Phát Holdings. Trong năm 2018, sau nhiều lần mua vào An Phát Holdings hiện là cổ đông lớn nhất trong cơ cấu sở hữu của AAA với 46,62%, đứng thứ 2 và thứ 3 lần lượt là hai quỹ ngoại là Kallang Limited với 7,64% và PYN Elite Fund với 4,98%. Trong cơ cấu sở hữu của An Phát Holdings, ba cổ đông sáng lập là ông Phạm Ánh Dương – Chủ tịch HĐQT AAA, ông Nguyễn Lê Trung – Tổng giám đốc AAA và ông Phạm Hoàng Việt nắm giữ 81%.

AAA hiện tại đang hoạt động dưới mô hình tập đoàn với 4 công ty con là An Tiên Industries (HII), An Thành, An Tín và An Phát Complex. An Phát Complex là công ty con được AAA thành lập sau khi phát hành tăng vốn cho cổ đông hiện hữu trong năm 2018. An Phát Complex có vốn điều lệ là 910 tỷ đồng trong đó AAA nắm 100%.

Các dự án đầu tư trong tổ hợp An Phát Complex:

Dự Án	Sản phẩm chính	Vốn đầu tư	Thời gian hoạt động	Công suất thiết kế
An Cường	Tấm nhựa ép, ốp tường, trần, nội thất.	106 tỷ VND	Q1/2019	444.000 m2/năm
An Vinh	Bao bì dẹt PP, bao Jumbo, bao Sling	532 tỷ VND	Q1/2019	24.000 tấn/năm
An Trung	Linh kiện nhựa ép phun kỹ thuật cao	548 tỷ VND	Q1/2019	N/A
An Bio	Túi tự hủy và bao bì màng phức	360 tỷ VND	Q4/2019	N/A

Nguồn: AAA, FPTS Tổng hợp

Các dự án nằm trong tổ hợp An Phát Complex đều đã hoàn thành xây dựng cơ bản và lắp đặt máy móc, đang trong quá trình chạy thử. Tính đến quý 3/2018, AAA đã hoàn thành xây dựng cơ sở hạ tầng tại 4/8 block nhà xưởng tại khu tổ hợp An Phát Complex. Dự án tấm ốp nhựa An Cường đã hoàn thành lắp đặt dây chuyền một phần và đang trong quá trình mở rộng đại lý phân phối và showroom bán hàng, dự kiến sẽ vận hành chính thức vào quý 1/2019. Dự án bao bì dẹt An Vinh hiện đã lắp đặt và vận hành thử 4 dây chuyền kéo sợi và dẹt, dự kiến sẽ hoàn thành lắp đặt và cho ra sản phẩm vào quý 1/2019. Dự án linh kiện nhựa An Trung cũng đã hoàn thành lắp đặt 18/68 dây chuyền dự kiến sẽ hoàn thành lắp đặt trong tháng 3/2019. Đối với dự án An Bio (dự án nhà máy số 8), AAA đã quyết định chuyển dự án từ địa điểm cũ tại thị trấn Nam Sách sang khu An Phát Complex và dự kiến sẽ hoàn thành và vận hành từ quý 4/2019.

Kết quả kinh doanh 9T/2018

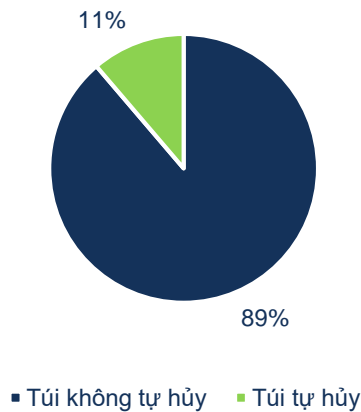
Chỉ tiêu	9T/2018	9T/2017	%yoy	%KH 2018	Diễn giải
Doanh thu thuần	5.803	2.644	+119%	98%	Doanh thu 9T/2018 tăng trưởng mạnh, nguyên nhân chủ yếu đến từ mảng thương mại hạt nhựa.
Túi ni lông	2.488	1.861	+34%		Doanh thu từ mảng túi ni lông tăng 34% so với cùng kỳ do các nhà máy 6 và 7 tăng công suất từ đầu năm.
Hạt phụ gia Calbest	206	169	+22%		Doanh thu tăng do nhà máy hạt phụ gia HII tăng công suất trong quý 2/2018.
Thương mại hạt nhựa	3.053	605	+405%		Doanh thu tăng mạnh do nhu cầu hạt nhựa trong nước tăng mạnh trong năm 2018.
Dịch vụ	56	9	+522%		
Lợi nhuận gộp	475	354	+34%		
Túi ni lông	304	291	5%		Lợi nhuận gộp mảng túi ni lông tăng nhẹ 5% và mảng hạt phụ gia giảm nhẹ 5% nguyên nhân do giá nguyên liệu nhựa nguyên sinh tăng trong năm 2018.
Hạt phụ gia Calbest	63	66	-5%		
Thương mại hạt nhựa	87	36	+142%		Lợi nhuận mảng thương mại hạt nhựa tăng trưởng mạnh 142% doanh thu tăng mạnh.
Dịch vụ	21	-39			
Chi phí bán hàng	104	44	+136%		Chi phí bán hàng tăng mạnh do An Thành thực hiện đẩy mạnh mở rộng thị trường tiêu thụ cho mảng thương mại hạt nhựa.
Chi phí quản lý	86	56	+54%		Chi phí quản lý tăng 54% do các dự án nhà máy mới tại khu An Phát Complex đi vào hoạt động thử nghiệm.
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	285	254	+12%		
Doanh thu tài chính	41	23	+78%		
Chi phí tài chính	141	65	+117%		
Chi phí lãi vay	110	52	+112%		Chi phí lãi vay tăng mạnh do nợ ngắn hạn tăng mạnh +47% chủ yếu là nợ ngắn hạn phục vụ nhu cầu vốn lưu động của nhà máy 6 và 7
Lãi (lỗ) từ công ty LDLK	-	24			Giảm do thoái vốn tại VBC.
Lợi nhuận khác	5	0,7			
Lợi nhuận trước thuế	190	236	-19%		
Lợi nhuận sau thuế	159	188	-15%	46%	Giảm 15% so với cùng kỳ và chỉ đạt 46% kế hoạch năm do biên lợi nhuận gộp giảm, các loại chi phí tăng mạnh trong năm 2018.
LNST cổ đông đồng ty mẹ	129	158	-18%		

Nguồn: AAA, HII, FPTS Tổng hợp

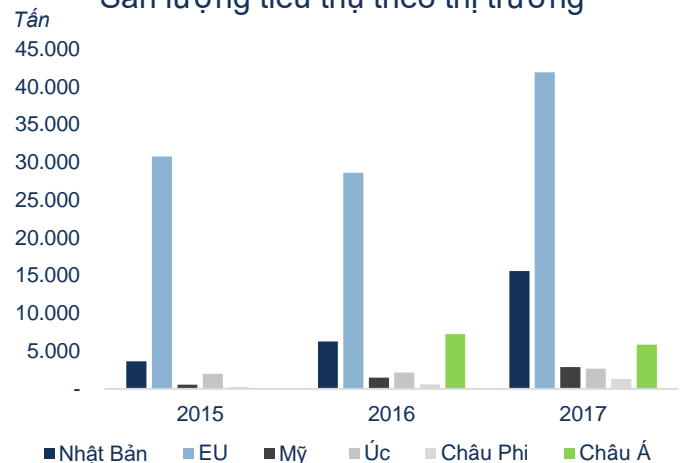
Triển vọng doanh nghiệp

Màng túi ni lông – Tăng trưởng tốt trong năm 2018 tuy nhiên dự địa tăng trưởng dài hạn không nhiều

Sản lượng sản xuất theo sản phẩm



Sản lượng tiêu thụ theo thị trường

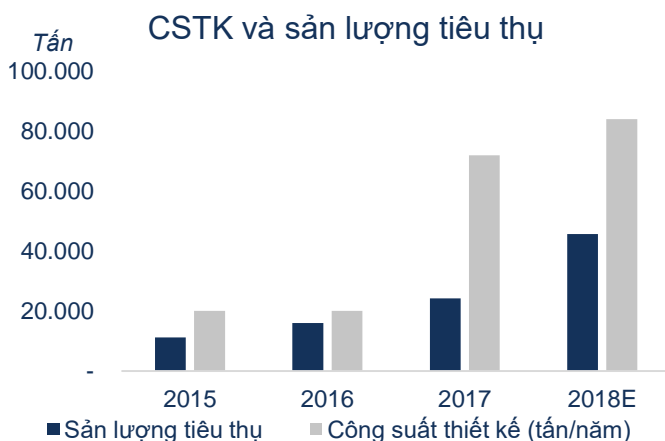


Nguồn: AAA, FPTS Tổng hợp

Sản lượng túi tiêu thụ trong năm 2018 tiếp tục tăng trưởng tốt. Sản lượng túi tiêu thụ năm 2018 ước đạt khoảng 84.991 tấn tăng 21% so với năm 2017 và đạt khoảng 89% công suất thiết kế màng túi ni lông của AAA. Màng túi ni lông của AAA có sản lượng tiêu thụ tốt do đơn hàng gia công túi của AAA đều là các đơn hàng cho các nhà phân phối truyền thống. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ màng túi ni lông của AAA sẽ đạt mức tối đa khoảng 95% công suất thiết kế tương đương với 91.200 tấn/năm đóng góp khoảng 3.700 tỷ doanh thu (tăng 7% so với năm 2018) và năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp màng túi ni lông giảm trong 9T/2018 do giá hạt nhựa PE trung bình tăng so với năm 2017. Giá PE trung bình 3Q2018 tăng khoảng 5% so với trung bình 3Q2017 khiến biên lợi nhuận gộp màng túi ni lông của AAA giảm từ 15% xuống chỉ còn 12% 9 tháng đầu năm 2018. Biên lợi nhuận gộp màng túi của AAA được kỳ vọng sẽ được cải thiện trong quý 4/2018 khi giá PE đang có xu hướng giảm mạnh 12% xuống mức trung bình 1.047 USD/tấn sau khi giá dầu Brent giảm mạnh khoảng 32% trong tháng 11/2018.

Màng hạt phụ gia Calbest – Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt, công suất thiết kế thấp hơn kỳ vọng



Nguồn: FPTS Tổng hợp

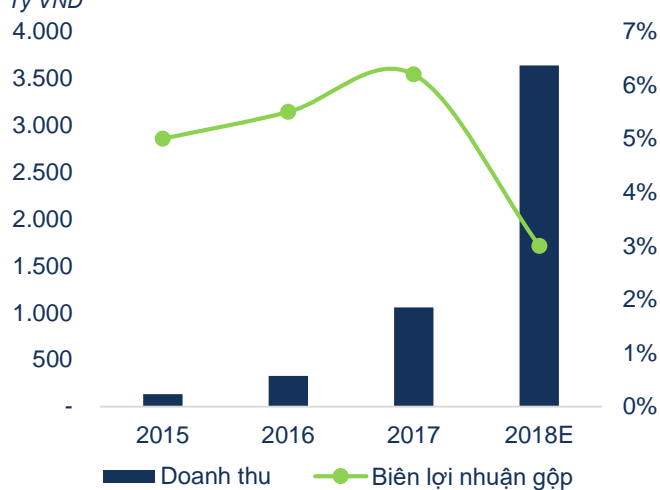
Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng tốt trong năm 2018

sau khi nhà máy hạt phụ gia tăng công suất đầu năm. Sản lượng hạt phụ gia Calbest 9T2018 đạt khoảng 30.574 tấn và ước tính cả năm 2018 sẽ đạt khoảng 45.652 tấn tăng trưởng 88,5% so với năm 2017 đạt 54% CSTK. Công suất thiết kế năm 2018 chỉ đạt ở mức 84.000 tấn/tháng thấp hơn so với chúng tôi dự phóng trong báo cáo định giá lần đầu (150.000 tấn/năm).

Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do giá nguyên liệu nhựa tăng. Đặc thù sản xuất hạt Calbest tuy hạt nhựa chỉ chiếm 20% trong cơ cấu tiêu thụ nguyên liệu nhưng chiếm đến 38% trong cơ cấu chi phí sản xuất nên việc giá hạt nhựa tăng cũng khiến cho biên lợi nhuận gộp màng Calbest sụt giảm trong 9T2018. Bên cạnh đó việc HII đẩy mạnh mở rộng thị trường cũng khiến giá bán giảm nhẹ so với năm 2017.

Mảng thương mại hạt nhựa – Doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận chưa tương xứng

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: AAA, FPTS Tổng hợp

Doanh thu thương mại liên tục tăng trưởng mạnh.

Doanh thu mảng thương mại hạt nhựa của AAA trong năm 2017 đạt 1.058 tỷ, tăng 224% yoy sau khi mảng thương mại hạt nhựa được chuyển giao cho công ty con An Thành triển khai. Năm 2018, doanh thu từ mảng thương mại hạt nhựa của AAA ước đạt 4.045 tỷ tăng trưởng 282% so với năm 2017.

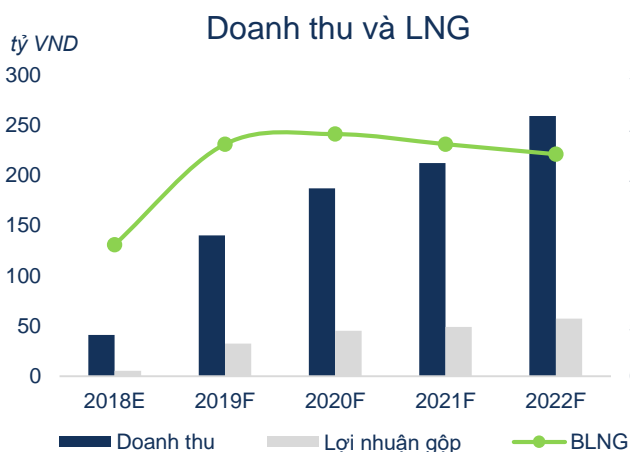
Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh trong năm 2018

do An Thành đẩy mạnh công mở rộng thị trường. Biên lợi nhuận gộp mảng thương mại hạt nhựa của AAA trong năm 2018 ước tính chỉ còn khoảng 3% giảm mạnh so với mức 6% của năm 2017 nguyên nhân do (1) An Thành chấp nhận việc giảm biên lợi nhuận gộp để mở rộng thị phần tiêu thụ (2) việc tỷ giá USD/VND biến động tăng khoảng 2,7% trong năm 2018 cũng tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp của AAA do nguyên liệu nhựa của An Thành chủ yếu là nhập khẩu và phân phối lại cho các doanh nghiệp trong nước.

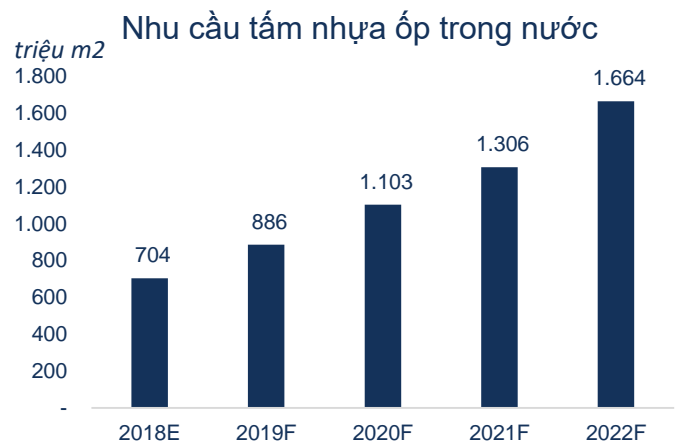
An Phát Complex – Động lực tăng trưởng chính trong tương lai

Các dự án thuộc khu An Phát Complex của AAA hiện tại đều đang bước vào giai đoạn chạy thử nghiệm trong quý 4/2018 dự kiến sẽ đi vào hoạt động chính thức trong quý 1/2019. Doanh thu từ An Phát Complex năm 2019 dự phóng ở mức 426 tỷ tăng trưởng 248% yoy và đóng góp khoảng 5% trên tổng doanh thu của AAA. Doanh thu và lợi nhuận từ An Phát Complex sẽ là động lực tăng trưởng chính của AAA trong năm 2019. Chúng tôi dự phóng doanh thu của các dự án trong tổ hợp An Phát Complex dựa trên số liệu quá khứ, dự phóng của doanh nghiệp và điều chỉnh lại dựa theo quan điểm thận trọng của chuyên viên phân tích.

Dự án An Cường



Nguồn: FPTS dự phóng



Nguồn: AAA

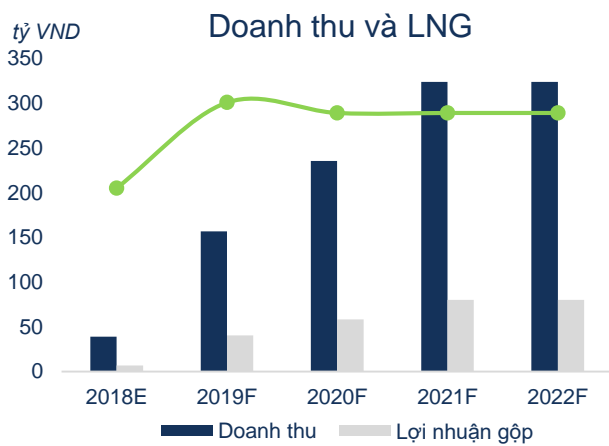
Sản phẩm tấm ốp nhựa in 3D của An Cường có nhiều ưu điểm nổi trội so với các sản phẩm truyền thống.

So với các sản phẩm ốp truyền thống như gỗ hoặc đá, sản phẩm tấm ốp nhựa của An Cường có các ưu điểm (1) trọng lượng nhẹ, dễ thi công trên nhiều bề mặt (2) đa dạng về mẫu mã với hơn 500 loại vân phủ bề mặt khác nhau phù hợp với nhu cầu của nhiều công trình. So với các sản phẩm tấm ốp nhựa khác, sản phẩm của An Cường có đặc tính chống cong vênh, chống trầy xước tốt hơn do được phủ một lớp bột đá trên bề mặt.

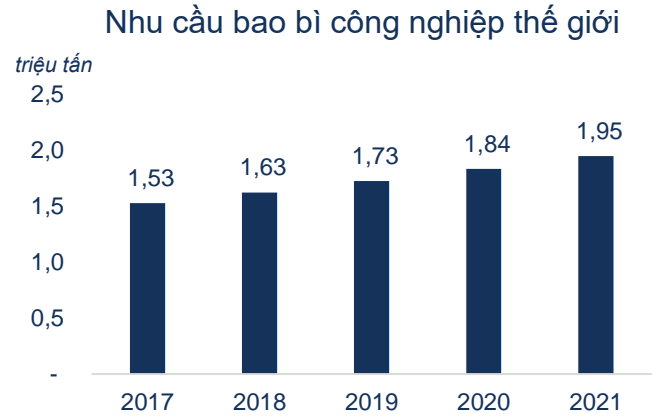
Doanh thu và lợi nhuận gộp của An Cường được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt do (1) sản phẩm của An Cường có nhiều ưu điểm so với các sản phẩm tấm ốp nhựa khác (2) tăng trưởng xây dựng dân dụng vẫn duy trì tăng trưởng với tăng trưởng xây dựng nhà ở và nhà không để ở trong năm 2019 lần lượt ở mức 5,7% và 8,2%.

An Cường đang triển khai hệ thống đại lý và sẽ đi vào hoạt động chính thức quý I/2019. Hiện tại An Cường đã có hệ thống khoảng 30 đại lý và nhà phân phối cùng với 2 showroom tại miền Bắc và miền Nam với thương hiệu AnPro. Dự kiến An Cường sẽ đi vào hoạt động chính thức với công suất khoảng 700 nghìn m²/năm tương đương với 70% CSTK trong quý I/2019.

Dự án An Vinh



Nguồn: FPTTS dự phóng



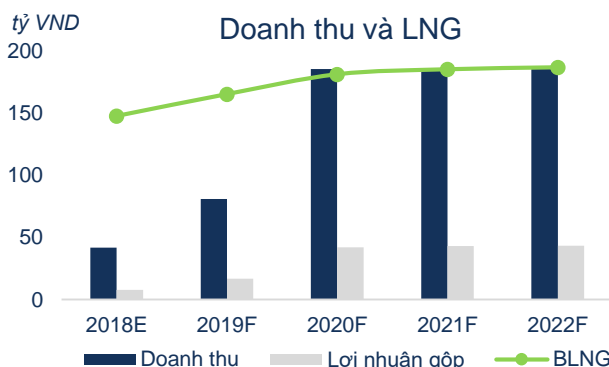
Nguồn: AAA

Sản phẩm của An Vinh tập trung chủ yếu vào thị trường xuất khẩu. Dự án An Cường của AAA tập trung vào thị trường xuất khẩu với sản phẩm là bao bì dệt PP (FIBC) phục vụ việc đóng gói các sản phẩm nông sản, hóa chất hoặc dược phẩm trong quá trình vận chuyển.

Lợi thế cạnh tranh của An Vinh về chi phí nhân công và nguyên liệu giá rẻ. So với các nước trong khu vực Việt Nam vẫn được đánh giá là có chi phí nhân công rẻ hơn với mức lương tối thiểu là 146,5 USD/tháng thấp hơn khoảng 30% so trung bình khu vực (phụ lục). Chi phí nhân công rẻ tạo ra lợi thế cho An Vinh do quá trình sản xuất bao bì dệt PP thâm dụng lao động hơn bao bì màng mỏng do các khâu hoàn thiện (may đáy túi và quai túi) đều yêu cầu lao động. Ngoài ra, AAA đã đạt được thỏa thuận bao tiêu 30% sản lượng PP của BSR (khoảng 45.000 tấn/năm) giúp An Vinh có thể tiếp cận được nguồn nguyên liệu PP trong nước giá rẻ hơn khi thuế nhập khẩu PP đã tăng từ 0% lên 3% đầu năm 2017.

An Vinh sẽ đi vào hoạt động chính thức quý I/2019 với CSTK đạt 14.400 tấn/năm. An Vinh đã hoàn thiện lắp đặt máy và hiện đang vận hành thử với công suất khoảng 15% CSTK. Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của An Vinh đến từ (1) nhu cầu bao bì FIBC toàn cầu được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình 6,3% giai đoạn 2017 – 2021 (2) lợi thế cạnh tranh của An Vinh tại thị trường xuất khẩu.

Dự án An Trung



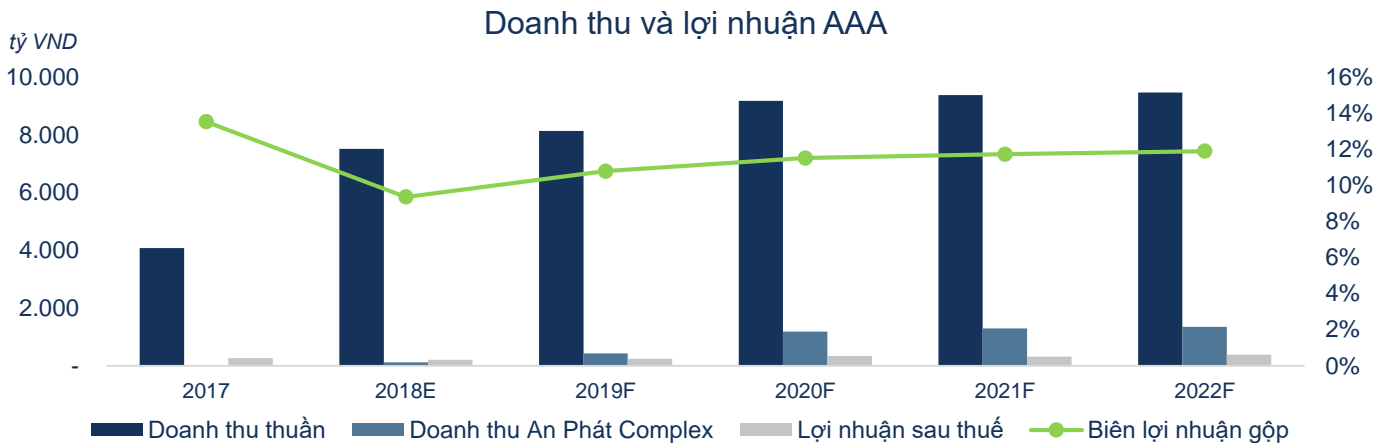
An Trung là dự án sản xuất linh kiện nhựa kỹ thuật cao phục vụ cho các doanh nghiệp FDI trong nước. Hiện tại An Trung đã hoàn thành lắp đặt 18 dây chuyền máy ép phun và đang trong quá trình hợp tác với đối tác như Panasonic, Daiwa để hoàn thiện quy trình sản xuất. Công suất thiết kế hiện tại của An Trung đang ở mức 3 triệu sản phẩm/tháng.

Dự kiến đến quý I/2019, nhà máy sẽ hoàn thiện lắp đặt máy móc cũng như quy trình sản xuất để hoạt động chính thức.

Dự án nhà máy số 8

Dự án nhà máy số 8 của AAA với sản phẩm chính là bao bì màng phức và túi tự hủy đã được AAA di dời từ địa điểm cũ là thị trấn Nam Sách sang địa điểm mới là khu An Phát Complex. Sau khi chuyển sang khu An Phát Complex nhà máy số 8 sẽ tận dụng một block nhà xưởng. Dự kiến nhà máy số 8 sẽ hoàn thành lắp đặt máy móc và chạy thử từ tháng 06/2019 và hoạt động chính thức từ tháng 12/2019.

Triển vọng doanh thu lợi nhuận



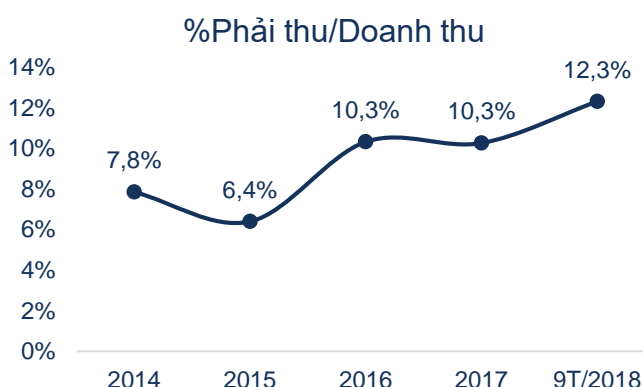
Doanh thu tăng trưởng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế giảm trong năm 2018. Doanh thu của AAA năm 2018 dự phóng đạt 7.515 tỷ tăng 85% yoy (125% KH năm 2018) nhưng LNST dự phóng chỉ đạt khoảng 206 tỷ giảm 22% yoy (62% KH năm 2018). Doanh thu năm 2018 của AAA tăng mạnh do (1) nhà máy túi ni lông và hạt phụ gia tăng công suất từ đầu năm (2) An Thành đẩy mạnh mở rộng thị trường khiến doanh thu mảng thương mại hạt nhựa của AAA tăng mạnh. Lợi nhuận sau thuế của AAA giảm mạnh 22% so với năm 2017 do (1) giá hạt nhựa trung bình năm 2018 tăng so với năm 2017 (2) AAA chấp nhận mức BLNG thấp hơn để mở rộng thị trường đặc biệt là mảng thương mại hạt nhựa.

Biên lợi nhuận gộp của AAA được kỳ vọng sẽ được cải thiện trong giai đoạn 2019 – 2022 do (1) giá nguyên liệu được kỳ vọng sẽ ổn định hơn giúp biên lợi nhuận gộp của mảng túi ni lông sẽ ổn định ở mức 14% (2) An Phát Complex đi vào hoạt động trong năm 2019 với các sản phẩm mới với mức BLNG cao hơn.

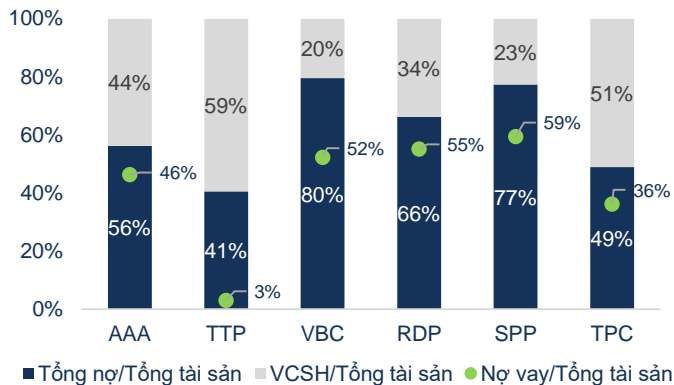
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình lần lượt 6% và 17% giai đoạn 2018 – 2022. Động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của AAA trong giai đoạn tới chủ yếu đến từ tổ hợp An Phát Complex với các dự án An Cường, An Vinh, An Trung và dự án nhà máy số 8. Biên lợi nhuận gộp của AAA được kỳ vọng sẽ cải thiện trong năm 2019 do (1) giá hạt nhựa được kỳ vọng sẽ giảm nhẹ so với năm 2017 (2) sản phẩm mới của các dự án trong khu tổ hợp An Phát Complex là các sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao hơn so với sản phẩm túi của AAA.

Tình hình tài chính

Các khoản phải thu tăng nhanh



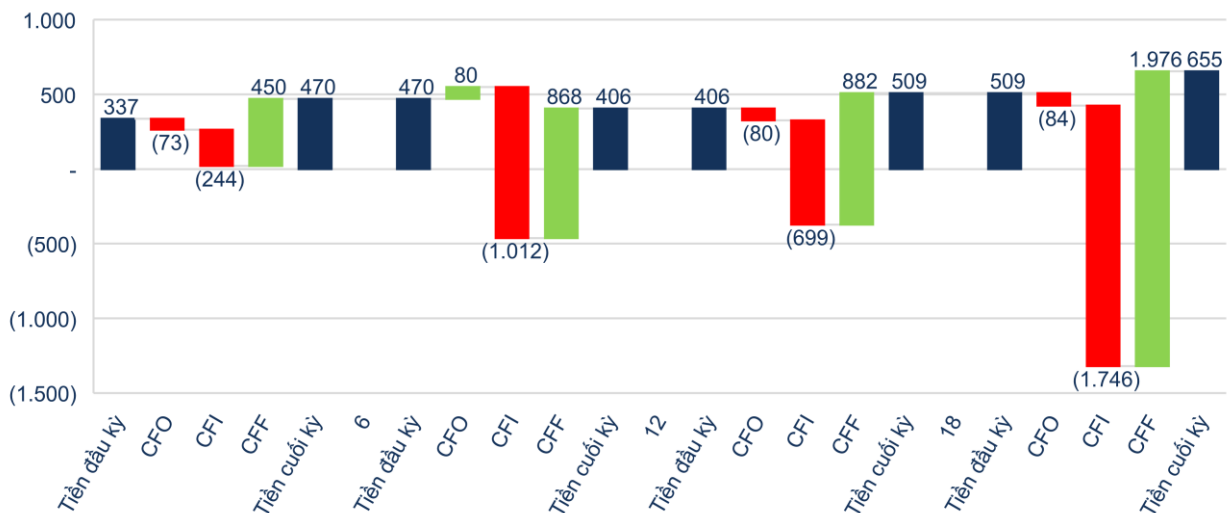
Doanh thu của AAA giai đoạn 2015 – 2018 tăng trưởng mạnh tuy nhiên tỷ lệ các khoản phải thu/doanh thu cũng tăng. Trong báo cáo định giá lần đầu, chúng tôi kỳ vọng vòng quay phải thu của AAA trong năm 2018 sẽ được cải thiện so với năm 2017, tuy nhiên tính đến 9T/2018 phải thu của AAA là 714 tỷ, tỷ lệ phải thu/doanh thu tăng 2% so với cùng kỳ. Nguyên nhân do AAA liên tục mở rộng công suất với các sản phẩm mới nên sẽ phải duy trì chính sách bán chịu để mở rộng thị trường.

Cơ cấu vốn sử dụng đòn bẩy ở mức trung bình
Cơ cấu vốn các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết (9T/2018)


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Cơ cấu vốn của AAA 9T/2018 ở mức tương đối an toàn với tỉ lệ D/E xấp xỉ 1,3 thấp hơn so với các doanh nghiệp bao bì nhựa niêm yết khác như VBC(4), RDP (1,9), SPP (3,4). Tỉ lệ nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của AAA là 46% trong đó nợ ngắn hạn chiếm 35,5% và nợ dài hạn chiếm 10,5%. Nợ ngắn hạn của AAA trong 9T/2018 tăng mạnh 68% so với 9T/2019 do nhu cầu vốn lưu động tăng mạnh sau khi hai nhà máy 6 và 7 tăng công suất.

Cả nợ vay và chi phí lãi vay của AAA đều tăng mạnh trong 9T/2018 tuy nhiên chúng tôi đánh giá cơ cấu nguồn vốn của AAA vẫn ở mức tương đối an toàn với chỉ số thanh toán hiện hành bằng 1,12 và EBIT/Lãi vay bằng 2,6 lần.

Dòng tiền được tài trợ chủ yếu bằng dòng tiền tài chính
Dòng tiền AAA 2015 - 9T/2018


Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của AAA không được cải thiện như kỳ vọng. Trong báo cáo định giá lần đầu chúng tôi kỳ vọng sau khi dự án nhà máy số 6 và số 7 tăng công suất trong năm 2018, dòng tiền CFO của AAA sẽ được cải thiện, tuy nhiên việc AAA nới lỏng chính sách bán hàng tại thị trường mới và tích trữ hàng tồn kho cho các dự án mới khiến dòng tiền CFO của AAA không được như kỳ vọng. CFO năm 2017 và 9T/2018 của AAA đều ở mức âm 80 và 84 tỷ cùng với tỷ lệ phải thu/doanh thu tăng nhanh AAA đang chấp nhận bị chiếm dụng vốn để mở rộng thị trường.

Dòng tiền đầu tư được tài trợ chủ yếu bằng dòng tiền tài chính. Trong giai đoạn 2016 – 2018, AAA liên tục đầu tư mở rộng quy mô không chỉ trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi là bao bì nhựa mà còn mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh khác như nhựa xây dựng hay nhựa kỹ thuật. Dòng tiền CFO của AAA không đủ để đáp ứng cho nhu cầu đầu tư, nên nguồn vốn để tài trợ cho các dự án mới của AAA đều đến từ dòng tiền tài chính.

Cập nhật dự phóng

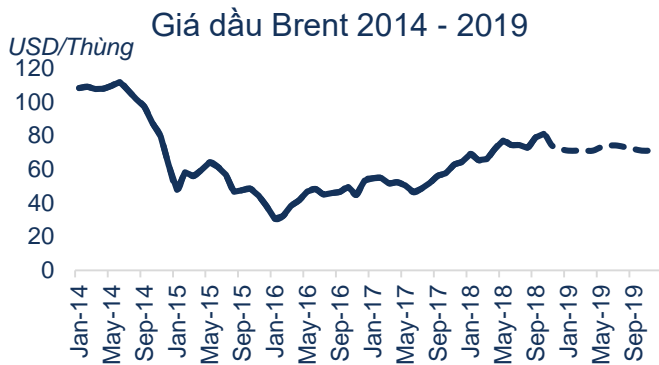
Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu AAA dựa trên các thay đổi lớn sau:

1. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ hai mảng kinh doanh túi ni lông và hạt phụ gia CACO3 của AAA sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt nhưng biên lợi nhuận sẽ không được như kỳ vọng trong báo cáo định giá lần đầu do biến động của giá nguyên vật liệu.
2. Các dự án tại khu An Phát Complex đi vào hoạt động chính thức trong quý I/2019 được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chính của AAA trong năm 2019.
3. Cập nhật thêm các hoạt động khác của doanh nghiệp.

Chỉ tiêu (2018)	Báo cáo định giá lần đầu T12/2017	Báo cáo cập nhật định giá T12/2018	Diễn giải
Doanh thu			
Mảng hạt phụ gia	CAGR 2017 – 2021 bằng 39%	CAGR 2017 – 2021 bằng 34%	Giảm do tăng trưởng công suất thiết kế không được như kỳ vọng do. Sản lượng hạt phụ gia kỳ vọng đạt tối đa công suất năm 2023 thay vì năm 2021 như trong báo cáo lần đầu
Mảng thương mại hạt nhựa	Doanh thu đóng góp hàng năm khoảng 730 tỷ	Doanh thu đóng góp hàng năm khoảng 3.600 tỷ	Tăng mạnh do AAA tăng cường mở rộng thị trường mảng thương mại hạt nhựa thông qua công ty con An Thành.
Dự án An Phát Complex	không bao gồm	có bao gồm	Cập nhật thêm doanh thu từ dự án An Phát Complex của AAA.
BLNG (%)			
Mảng túi lông	17 – 18%	12 – 14%	BLNG của mảng túi ni lông điều chỉnh dự phóng giảm do biến động tăng của giá hạt nhựa đầu vào.
Mảng thương mại hạt nhựa	3 – 5%	1 – 3%	BLNG điều chỉnh giảm do AAA đẩy mạnh mở rộng thị trường.
Các chỉ tiêu hoạt động			
Vòng quay phải thu	13,8 – 14,7	10,1	Vòng quay phải thu của AAA điều chỉnh giảm khi các AAA tăng cường sử dụng chính sách công nợ để mở rộng các thị trường xuất khẩu.
Vòng quay tồn kho	5,4	6,4 – 6,6	Vòng quay tồn kho tăng do doanh thu đóng góp từ mảng thương mại của AAA tăng trưởng mạnh
Tài sản dài hạn			
Tài sản cố định	2.430	3.547	Đầu tư khu An Phát Complex.
Tổng nợ			
Vay nợ ngắn hạn	1.207	2.353	Tăng mạnh do nhu cầu vốn lưu động cho các nhà máy mới
Vay nợ dài hạn	1.045	1.097	
Hệ số chiết khấu			
ERP	8,89%	8,94%	Cập nhật tới tháng 12/2018
Rf	4,65%	5,18%	Cập nhật tới tháng 12/2018
Beta (không đòn bẩy)	0,8	0,57	Cập nhật tới tháng 12/2018
Tăng trưởng dài hạn	2%	1%	Giảm do triển vọng tăng trưởng của ngành chậm lại.

Các yếu tố cần theo dõi

Biến động giá nguyên vật liệu – Giá nguyên vật liệu trong năm 2019 được kỳ vọng sẽ ổn định hơn



Nguồn: EIA Shortterm Outlook 06/11/2018

Quý 4/2018 giá PE và PP đã điều chỉnh giảm mạnh lần lượt 12% và 14% theo đà sụt giảm mạnh của giá dầu Brent. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của AAA sẽ được cải thiện trong quý 4/2018 so với quý 3.

Trong năm 2019, theo dự báo của cơ quan năng lượng hoa kỳ EIA, giá dầu Brent trung bình sẽ ở mức 72 USD/thùng giảm nhẹ so với trung bình năm 2018. Do vậy, giá hai loại nguyên liệu là PE và PP cũng được kỳ vọng sẽ ổn định ở mức trung bình khoảng 1210 USD/tấn và 1255 USD/tấn giảm nhẹ khoảng 1% so với giá trung bình năm 2018.

Rủi ro pha loãng

Tháng 11/2018, AAA đã phát hành thành công 400 tỷ trái phiếu kèm chứng quyền nhằm tăng vốn đầu tư tại tổ hợp An Phát Complex và bổ sung vốn lưu động cho các dự án sẽ đi vào hoạt động trong năm 2019.

Thông tin trái phiếu

Loại trái phiếu	Mệnh giá	Kỳ hạn	Lãi suất danh nghĩa	Ngày phát hành
Trái phiếu phiếu không chuyển đổi có đảm bảo bằng tài sản và kèm theo chứng quyền.	400 tỷ VND	3 năm	6,7%	08/11/2018

Kết quả phát hành trái phiếu

Tổ chức	Số lượng trái phiếu năm giữ	Mệnh giá	Ngày đáo hạn	Số lượng chứng quyền năm giữ
Shinhan Investment Corporation	200	200 tỷ VND	08/11/2021	2.000
Ngân hàng KEB Hana – CN TP.HCM	100	100 tỷ VND	08/11/2021	1.000
Công ty TNHH Chứng Khoán Shinhan Việt Nam	100	100 tỷ VND	08/11/2021	1.000

Mỗi trái phiếu khi phát hành sẽ kèm theo 10 chứng quyền. Mỗi chứng quyền sẽ tương đương với quyền mua 10.000 cổ phiếu với giá không thấp hơn 14.000 đồng/CP và không cao hơn 14.500 đồng/CP. Chứng quyền có thể được thực hiện trong 4 đợt: đợt 1 vào 08/11/2019, đợt 2 vào 08/05/2020, đợt 3 vào 08/11/2021 và đợt 4 vào 08/05/2022. Chúng tôi ước tính tỉ lệ pha loãng EPS dựa trên giả định sẽ có 1.000 chứng quyền thực hiện vào mỗi đợt tương đương với 10 triệu cổ phiếu được phát hành.

Năm	2019F	2020F	2021F	2022F
EPS cơ bản (VND/CP)	1.086	1.576	1.411	1.741
EPS pha loãng (VND/CP)	1.026	1.411	1.200	1.411
Số lượng CP lưu hành	181.199.976	191.199.976	201.199.976	211.199.976

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu AAA sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với trọng số **80:20**. Giá trị cổ phiếu AAA theo 2 phương pháp có mức bình quân là **15.400 VNĐ/cp** cao hơn 8% so với mức giá đóng cửa ngày 03/01/2019 (giảm 55% so với giá khuyến nghị lần đầu). Với những rủi ro khi AAA đầu tư vào các mảng kinh doanh không cốt lõi và rủi ro pha loãng, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu AAA mục tiêu trung hạn. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu AAA tại mức giá **12.300 đồng**, lợi suất kỳ vọng 25%.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	16.581	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	13.562	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	16.720	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	15.401	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	9,88%	Phần bù rủi ro	8,94%
Chi phí sử dụng nợ	5,63%	Hệ số Beta	0.57
Chi phí sử dụng VCSH	15,71%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,18%	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	9,88%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (triệu VNĐ)	5.392.249
(+) Tiền và tiền gửi ngân hàng (triệu VNĐ)	379.286
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	3.449.707
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.321.828
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	171,199
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	13.562
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.838.741
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	16.581

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

So sánh với một số doanh nghiệp bao bì màng mỏng niêm yết (ngày 03/01/2019):

Doanh nghiệp	Thị Trường	Vốn hoá (tỷ VND)	Doanh thu LTM (tỷ VND)	LNST LTM (tỷ VND)	P/E*
TPBI (Thai Plastic Bag Industries)	Thái Lan	1.649	3.276	107	21,65x
THIP (Thatawan Industries PCL)	Thái Lan	1.303	2.185	321	5,72x
SLPB (SLP Resources BHD)	Malaysia	2.057	1.013	23	14,83x
Trung bình					13,88x
AAA (An Phat Plastic)	Việt Nam	2.440	7.227	194	11,71x

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2017	2018E	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018E	2019F	2020F
Doanh thu thuần	4.069.602	7.514.662	8.131.671	9.172.584	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	3.519.223	6.811.802	7.255.226	8.116.894	+ Tiền và tương đương tiền	509.577	975.522	619.087	848.863
Lợi nhuận gộp	550.379	702.860	876.444	1.055.690	+ Đầu tư TC ngắn hạn	50.000	50.000	50.000	50.000
- Chi phí bán hàng	105.725	150.293	162.633	183.452	+ Các khoản phải thu	961.380	1.410.046	1.507.922	1.673.042
- Chi phí quản lí DN	79.323	112.720	121.975	137.589	+ Hàng tồn kho	536.681	1.026.436	1.133.008	1.267.570
Lợi nhuận thuần HĐKD	365.331	439.847	591.836	734.650	+ Tài sản ngắn hạn khác	85.074	141.095	151.129	168.055
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(39.277)	(188.908)	(297.578)	(313.877)	Tổng tài sản ngắn hạn	2.142.712	3.603.100	3.461.146	4.007.530
- Lợi nhuận khác	1.993	6.966	5.648	6.879	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	2.707.435	4.204.755	4.775.560	5.260.436
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	328.047	257.905	299.906	427.652	+ Khấu hao lũy kế	(504.461)	(768.682)	(1.076.502)	(1.423.055)
- Chi phí lãi vay	80.592	201.539	290.312	310.252	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	2.202.974	3.436.073	3.699.058	3.837.380
Lợi nhuận trước thuế	328.047	257.905	299.906	427.652	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	40.000	40.000	40.000
- Thuế TNDN	64.689	51.581	59.981	85.530	+ Tài sản dài hạn khác	35.831	35.831	35.831	35.831
LNST	263.358	206.324	239.925	342.122	+ Xây dựng cơ bản dở dang	98.121	259.415	190.070	20.000
EPS (đ)	2.671	891	1.086	1.576	Tổng tài sản dài hạn	2.433.438	3.882.089	4.089.665	4.071.529
Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018E	2019F	2020F	Tổng tài sản	4.576.150	7.485.189	7.550.811	8.079.059
Tiền đầu năm	406.677	509.577	975.522	619.087	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Lợi nhuận sau thuế	328.054	206.324	239.925	342.122	+ Phải trả người bán	519.298	1.108.867	1.199.913	1.353.510
+ Khấu hao	168.028	265.981	309.903	348.961	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.417.686	2.352.874	2.506.038	2.803.668
+ Điều chỉnh	56.232	(116.817)	(26.326)	(35.872)	+ Nợ ngắn hạn khác	26	1.615	2.861	4.309
+ Thay đổi vốn lưu động	(632.977)	(325.583)	(107.671)	(135.892)	Nợ ngắn hạn	1.990.802	3.540.417	3.791.604	4.254.471
Tiền từ hoạt động KD	(80.663)	29.905	415.831	519.318	+ Vay và nợ dài hạn	959.926	1.096.833	860.081	774.933
+ Thanh lý tài sản cố định	486	-	-	-	Nợ dài hạn	960.382	1.097.289	860.537	775.389
+ Chi mua sắm TSCĐ	(695.959)	(1.674.633)	(517.479)	(330.825)	Tổng nợ	2.951.184	4.637.706	4.652.141	5.029.860
+ Tăng (giảm) đầu tư	(15.612)	-	-	-	+ Vốn điều lệ	835.999	1.711.998	1.711.998	1.711.998
+ Các hđ đầu tư khác	12.513	-	-	-	+ LN chưa phân phối	283.769	241.670	234.085	303.520
Tiền từ hđ đầu tư	(698.572)	(1.674.633)	(517.479)	(330.825)	Vốn chủ sở hữu	1.376.849	2.568.012	2.582.739	2.681.277
+ Cổ tức đã trả	(99.782)	(171.200)	(171.200)	(171.200)	Lợi ích cổ đông thiểu số	248.117	279.471	315.931	367.921
+ Tăng (giảm) vốn	406.752	875.999	-	-	Tổng cộng nguồn vốn	4.576.150	7.485.189	7.550.811	8.079.059
+Net vay/trả nợ	575.237	1.072.095	(83.588)	212.482	Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018E	2019F	2020F
+ Các hoạt động TC khác	-	333.779	-	-	Số ngày phải thu	28,64	36,00	36,00	36,00
Tiền từ hoạt động TC	882.207	2.110.673	(254.788)	41.282	Số ngày tồn kho	51,20	55,00	57,00	57,00
Tổng lưu chuyển tiền tệ	102.972	465.945	(356.435)	229.775	Số ngày phải trả	53,86	53,86	53,86	53,86
Tiền cuối năm	509.577	975.522	619.087	848.863	Thời gian luân chuyển tiền COGS / Hàng tồn kho	25,98	37,14	39,14	39,14
						6,56	6,64	6,40	6,40

Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018E	2019F	2020F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018E	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,5%	9,4%	10,8%	11,5%	CS thanh toán hiện hành	1,08	1,02	0,91	0,94
Tỷ suất LNST	6,5%	2,7%	2,2%	2,3%	CS thanh toán nhanh	0,81	0,73	0,61	0,64
ROE DuPont	17,3%	7,8%	7,1%	9,8%	CS thanh toán tiền mặt	0,28	0,29	0,18	0,21
ROA DuPont	5,8%	2,9%	2,7%	3,7%	Nợ / Tài sản	0,52	0,46	0,45	0,44
Tỷ suất EBIT/doanh thu	8,1%	3,4%	3,7%	4,7%	Nợ / Vốn CSH	1,73	1,34	1,30	1,33
LNST/LNTT	68,1%	67,8%	67,8%	67,8%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,03	0,92	0,97	1,05
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,70	0,43	0,33	0,29
Vòng quay tổng tài sản	106,3%	124,6%	108,2%	117,4%	Khả năng TT lãi vay	4,07	1,28	1,03	1,38
Đòn bẩy tài chính	296,7%	269,7%	261,7%	262,8%					

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 28 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, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

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,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

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

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888