EQUITIES RESEARCH

MBS CHỨNG KHOÁN MB

BÁO CÁO NGẮN –CTCP NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT (AAA- HNX)

Báo cáo ngắn 28/10/2015

Khuyến nghị	**KHẢ QUAN**
Giá mục tiêu (VND)	12.000đồng
Tiềm năng tăng giá	19%
Cổ tức (VND)	

Biến động giá cổ phiếu 1 tháng

Thông tin cổ phiếu, ngày 28/10/2015

Giá hiện tại (VND)	10.100
Số lượng CP niêm yết	49.499.998
Vốn điều lệ (tỷ VND)	495
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	514
Khoảng giá 52 tuần (VND)	8.800-14.800
% sở hữu nước ngoài	13%
% giới hạn sở hữu NN	49%

Chỉ số tài chính:

Chỉ tiêu	2012	2013	2014
EPS (vnd)	2783	2773	1187
BVPS (vnd)	26170	27430	19630
Cổ tức (vnd)	10%		10%
ROA (%)	6,42	5,36	3,65
ROE (%)	12,69	10.35	7,11

Hoạt động chính

Công ty Cổ phần Nhựa An Phát (AAA) là công ty hàng đầu trong lĩnh sản xuất túi nhựa tự phân hủy với 98% sản phẩm xuất khẩu đi các thị trường các nước phát triển.

Nguồn: MBS tổng hợp

KHÓ KHĂN ĐÃ QUA - KỲ VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH HỒI PHỤC MẠNH TRONG NĂM 2016

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

AAA đã công bố kết quả kinh doanh quý III/2015 của công ty mẹ đáng khích lệ khi lợi nhuận sau thuế đã tăng 41% so với quý III/2014 là thời điểm trước khi giá dầu lao dốc. Chúng tôi cho rằng công ty hiện đã điều chỉnh các hợp đồng với khách hàng theo giá dầu mới qua đó biên lợi nhuận gộp được hồi phục trở lại trong khi mức giá dầu thấp hiện tại cũng sẽ giúp hỗ trợ nhu cầu đối với sản phẩm của AAA. Công ty cũng đã có những động thái cho thấy sự nhanh nhạy của Ban lãnh đạo trong khi rủi ro về quản trị có xu hướng suy giảm. Với dự tính lợi nhuận AAA sẽ hồi phục nhanh chóng trong năm 2016,dựa trên những thay đổi tích cực tại AAA và việc giá cổ phiếu hiện giao dịch thấp nhất trong 2 năm qua, chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN với cổ phiếu AAA.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Lợi nhuận tăng trưởng khả quan trở lại sau khi công ty đã điều chỉnh giá đầu ra và đầu vào phù hợp.**

Trong quý IV/2014 và nửa đầu năm 2015, AAA đã gặp khó khăn do giá dầu sụt giảm nhanh khiến cho AAA phải giảm giá bán sản phẩm để giữ khách hàng trong khi giá tồn kho cao. Tuy vậy, đến quý III/2015, tình hình đã được cải thiện, hoạt động của AAA đã trở lại bình thường, giá dầu thấp thậm chí còn giúp cải thiện nhu cầu của khách hàng giúp cho doanh số tăng trưởng 11% q-o-q, biên lợi nhuận gộp cải thiện thêm 1% lên 12,28%, lợi nhuận sau thuế tăng 41% q-o-q.

- **Triển vọng tăng trưởng nhờ các hiệp định hội nhập.**

AAA là một trong những số ít doanh nghiệp của Việt Nam có sức cạnh tranh quốc tế, nhà máy hiện đại đáp ứng tiêu chuẩn cung ứng cho đối tác nước ngoài. Thị trường chính của AAA là châu Mỹ, châu Âu, Nhật Bản đều là các nước đối tác trong các hiệp định thương mại được ký kết gần đây của Việt Nam.

- **Giảm vốn đầu tư nhà máy tại Lào tập trung đầu tư tại Việt Nam.**

Việc đầu tư tại Lào không đạt kỳ vọng cũng là một lý do đã khiến cổ phiếu AAA không thu hút sự chú ý của nhà đầu tư. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc giảm quy mô nhà máy tại Lào và chuyển vốn đầu tư nhà máy về Việt Nam là một động thái cho thấy khả năng thay đổi nhanh nhạy của Ban lãnh đạo công ty và sẽ giúp công ty có thể tập trung nguồn lực để tận dụng mở rộng giảm bớt sức ép huy động thêm vốn.

- **Định giá**

Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh trong năm 2016 sẽ hồi phục mạnh với dự tính LNST 80 tỷ đồng, tương đương EPS 1.370 đ/ cổ phiếu(sau khi đã trừ đi quỹ phúc lợi 15% LNST theo điều chỉnh kế toán áp dụng thông tư 200)**.** Chúng tôi định giá AAA ở mức 12.000 đ/ cổ phiếu trong ngắn hạn, tương đương mức tăng trưởng 19% so với giá hiện tại. Chúng tôi đánh giá **Khả Quan**với cổ phiếu AAA.

1.Tổng quan doanh nghiệpAAA.

Công ty Cổ phần Nhựa An Phát (AAA) là công ty đi tiên phong tại Việt Nam trong lĩnh vực túi nhựa tự phân hủy thân thiện với môi trường, hoạt động từ năm 2005. 98% sản phẩm của công ty xuất khẩu đến các thị trường có tiêu chuẩn cao nhất như Mỹ, Nhật, Singapore, EU.

Công ty hiện hoạt động với 5 nhà máy là nhà máy số 1 và số 5 (mở rộng nhà máy số 1 sản phẩm xuất đi Nhật Bản, công suất 7.200 tấn/năm), nhà máy số 2 (công suất 9.600 tấn/năm), nhà máy số 3 (túi nilon tự phân hủy dùng cho thực phẩm công suất 800 tấn sản phẩm/tháng).AAA cũng đang phát triển một nhà máy nhỏ tại Lào và đang nắm 33% của công ty Nhựa bao bì Vinh (VBC).VBC là một công ty nhỏ vốn 30 tỷ đ nhưng có kết quả kinh doanh rất tốt, EPS trung bình 6700 đ/nămtrong 3 năm qua (2012-2014), với tỷ lệ sỡ hữu trên, AAA có thể ghi nhận ~ 7 – 8 tỷ đ/năm lợi ích hợp nhất từ VBC.

Ngành bao bì nhựa là một ngành xuất khẩu lớn của Việt Nam với tốc độ tăng trưởng

20%/năm. Ngành này đòi hỏi vốn đầu tư không cao, cạnh tranh chủ yếu dựa vào giá nhân công và thuê đất rẻ nên dự tính đây sẽ vẫn là một ngành mà Việt Nam có sức cạnh tranh sau khi tham gia hội nhập quốc tế mạnh trong những năm tới. Là doanh nghiệp đầu ngành, AAA đạt tốc độ tăng trưởng trung bình 36%/năm trong 8 năm qua.

2. Điểm nhấn đầu tư

Lợi nhuận tăng trưởng khả quan trở lại sau khi công ty đã điều chỉnh giá đầu ra và đầu vào phù hợp với giá dầu

Theo công bố của ban lãnh đạo AAA thì công ty đã hoàn toàn vượt qua thời kỳ khó khăn kể từ quý III/2015 khi giá dầu sụt giảm rất nhanh khiến cho các khách hàng của AAA yêu cầu một giá bán thấp hơn phù hợp giá thị trường trong khi giá đầu vào của AAA chưa kịp điều chỉnh.Sau 3 quý gặp khó khăn, tình hình kinh doanh của AAA đã hồi phục mạnh từ quý III/2015. Giá dầu thấp đã kích thích nhu cầu tiêu dùng của khách hàng khiến cho doanh số của AAA tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái (11%) cho dù hiện giá dầu chỉ bằng ½ so với cùng kỳ năm ngoái. Công ty có khả năng quay vòng sản phẩm nhanh, tồn kho trung bình khoảng 150 tỷ trong khi doanh số năm là 1300-1500 tỷ nên AAA đã nhanh chóng giải quyết các khó khăn của hàng tồn kho giá cao nhập trong năm 2014. Việc giảm giá bán cho khác hàng làm công ty bị thiệt hại nặng nề trong hơn ½ năm nhưng ngược lại, giúp tăng cường mối quan hệ bạn hàng lâu dài. Chúng tôi cho rằng với triển vọng giá dầu hiện nay đã bình ổn ở mức thấp nhất trong nhiều năm, hoạt động kinh doanh của AAA sẽ khả quan trở lại với biên lợi nhuận gộp ổn định .

Chỉ tiêu	Q3/2015	Q3/2014	Đánh giá
Doanh thu thuần	446	400	Doanh thu tăng 11% cho dù giá dầu và hạt nhựa giảm còn ½ so với năm ngoái cho thấy việc bán hàng của AAA là rất khả quan
Lợi nhuận gộp	54,8	44.3	Tỷ suất LNG cải thiện lên 12,3% so với 11,1%
Chi phí tài chính	15,5	7	Chi phí tài chính cao hơn chi phí lãi vay do AAA phải ghi nhận một số khoản lỗ tỷ giá do các hợp đồng vay nợ bằng USD. Trong quý III AAA ghi nhận lỗ tỷ giá 9 tỷ đ, từ đầu năm lũy kế 17 tỷ đ
Chi phí lãi vay	6,2	5,5	
Chí phí bán hàng	18,4	18,1	
Chí phí quản lý	7,1	7,4	
LNST	17,3	12,2	

Nguồn: báo cáo tài chính công ty mẹ AAA quý III/2015

Triển vọng tăng trưởng nhờ các hiệp định hội nhập

Chúng tôi đánh giá tích cực việc AAA, với 98% sản phẩm xuất khẩu đi quốc tế chủ yếu vào các thị trường mà Việt Nam ký kết hiệp định thương mại, sẽ sớm được hưởng lợi từ việc hội nhập kinh tế, qua đó giúp sản phẩm của AAA sẽ có thể thâm nhập sâu hơn vào thị trường các nước châu Âu, Mỹ.

Những áp lực về thuế chống bán phá giá là một mối quan ngại của nhà đầu tư khi nắm giữ cổ phiếu AAA những năm qua (Mỹ áp thuế chống phá giá rất cao cho sản phẩm túi nhựa từ các nước xuất khẩu như Thái Lan, Việt Nam, Trung Quốc, Đài Loan, Indonesia, Malaysia). Với việc hội nhập trong đó các công ty có quyền kiện các chính phủ của các quốc gia, chúng tôi cho rằng việc áp các loại thuế chống phá giá của các chính phủ sẽ gặp khó khăn hơn, hoặc ít nhất cũng rõ ràng minh bạch hơn để các công ty có thể chủ động trong việc điều chỉnh cơ cấu sản phẩm/thị trường. Điều này giúp AAA có lợi thế hơn hẳn so với Thái Lan và

Trung Quốc, Đài Loan là các nước không tham gia hiệp định TPP.

Hệ thống nhà máy hiện tại của AAA

Nhà máy	Hoàn thành	Công suất (tấn/năm)
Nhà máy số 1	2005	12.000
Nhà máy số 2	2/2008	9.600
Nhà máy số 3	8/2011	6.000
Nhà máy số 4	9/2009	9.600
Nhà máy số 5	7/2014	7.200
Nhà máy tại Lào	2016	2.000 tấn (giảm từ 7.200 tấn
Tổng công suất 2016		46.400

AAA đã chuyển bớt vốn đầu tư từ dự án tại Lào (giảm từ 217 tỷ xuống 43 tỷ) trong năm 2015 để tập trung xây dựng mở rộng nhà máy tại Việt Nam. AAA dự tính đầu tư nhà máy tại Lào để xuất khẩu đi Mỹ do hiện Mỹ áp thuế chống bán phá giá từ 28%-76% đối với túi nhựa sản xuất từ Việt Nam (Mỹ cũng áp thuế chống phá giá tương đương cho hầu hết các nước khác). Với động thái của AAA chúng tôi cho rằng Lào cũng có thể sẽ chịu rủi ro bị áp thuế chống bán phá giá cho mặt hàng này nên việc tiến hành sản xuất không khả thi xét tới chi phí sản xuất cao tại Lào.

Cho đến hết năm 2014 thì AAA mới đầu tư 10 tỷ đồng cho nhà máy tại Lào nên chúng tôi cho rằng ảnh hưởng và thiệt hại không đáng kể. Việc tập trung vốn đầu tư cho dự án tại Việt Nam sẽ giúp AAA có thể tiếp tục mở rộng nhà máy và giảm việc tiếp tục huy động thêm vốn từ cổ đông.

Kế hoạch mở rộng trong tương lai: Hiện với sản lượng 35.000 tấn, AAA đang hoạt động ở 75% công suất và do đó trong ngắn hạn AAA không gặp vấn đề lớn trong việc huy động thêm công suất đáp ứng nhu cầu khách hàng. Tuy vậy, AAA đã chuẩn bị kế hoạch tiếp tục xây dựng một nhà máy mới quy mô 37.000 tấn (nâng công suất 83%) với vốn đầu tư 500 tỷ đồng. Công ty có kế hoạch phát hành 300 tỷ trái phiếu chuyển đổi kèm chứng quyền theo lịch xin ý kiến cổ đông từ tháng 9/2014. Hiện AAA chưa có thông tin thêm về việc bán trái phiếu trên nhưng nhà máy vẫn đang tiến hành xây dựng. Cho đến quý III/2015 công ty đã giải ngân hơn 60 tỷ đồng cho dự án nhà máy số 6 này. Chúng tôi cũng kỳ vọng nguồn vốn 174 tỷ chuyển sang từ dự án tại Lào sẽ được sử dụng hiệu quả và qua đó có thể giảm rủi ro pha loãng cổ phiếu với AAA.

Rủi ro pha loãng cổ phiếu:Trong 5 năm qua, cổ phiếu AAA đã bị pha loãng khá nhiều bao gồm 1 lần phát hành 1:1 giá 12.000/đ vào năm 2012 ~ 9,9 triệu cổ phiếu), 1 lần 1:1 năm 2014 (giá 11.000 đ/ cổ phiếu, ~19,8 triệu cổ phiếu phát hành thêm). Với giá cổ phiếu hiện tại ở mức 10.100 đ/cổ phiếu, rủi ro pha loãng đối với nhà đầu tư mua cổ phiếu ở thời điểm hiện tại là không đáng kể.

▪ Đánh giá việc lãnh đạo mua thêm cổ phiếu

Trong 2 tháng qua, các vị trí chủ chốt của AAA liên tục đăng ký mua vào cổ phiếu với số lượng lớn, tổng cộng đã mua 4 triệu cổ phiếu và tiếp tục đăng ký mua vào 2,5 triệu cổ phiếu. Một vấn đề trong quá khứ của AAA là tỷ lệ nắm giữ của lãnh đạo công ty tương đối thấp nên chúng tôi đánh giá cao đợt mua vào cổ phiếu này của lãnh đạo công ty, qua đó giúp giảm khoảng cách lợi ích giữa cổ đông và Ban lãnh đạo, giảm bớt các rủi ro về quản trị công ty.

▪ Dự phóng kết quả kinh doanh và định giá

Dựa trên kết quả khả quan của quý III/2015 của công ty mẹ, với giả định giá hạt nhựa sẽ ổn định trở lại ở mức thấp và mức lợi nhuận gộp AAA đạt được hiện tại là bền vững, chúng tôi dự báo AAA có khả năng sẽ đạt doanh thu 1500 tỷ trong năm 2015, LNST hợp nhất ~ 35 tỷ đ. Cho năm 2016, chúng tôi kỳ vọng AAA có thể tăng trưởng 13% tương đương mức doanh thu 1.700 tỷ, LNST dự tính sẽ đạt 80 tỷ đ,tương đương mức EPS 1.617 đ/ cổ phiếu trước khi trích quỹ phúc lợi và EPS 1.370 đ/ cổ phiếu sau khi trích quỹ khen thưởng phúc lợi 15%. Ở mức giá hiện tại, AAA đang giao dịch ở mức P/E 2016 là 7,3 lần, P/B fwd 2016 là 0.6 lần.

Biểu đồ giá HDPE trong 1 năm qua

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi thực hiện định giá DCF đối với cổ phiếu trên cơ sở giả định tỷ lệ tăng trưởng 15% trong 5 năm tới, tốc độ tăng trưởng này thấp hơn tốc độ tăng trưởng 20% năm của ngành bao bì Việt Nam thời gian qua cũng như tốc độ tăng trưởng doanh thu CAGR 36% mà AAA, với vị thế công ty đầu ngành đã đạt được trong giai đoạn 2008-2014 (CAGR 23% từ sau khi lên sàn đến 2014). **Theo định giá trên, AAA có giá hợp lý là 13.800 đ/cổ phiếu**. Chúng tôi đánh giá **Khả Quan** với cổ phiếu AAA với giá mục tiêu 12.000 đ/ cổ phiếu, thấp hơn 17% so với định giá DCF của chúng tôi. Ở mức giá trên, dự tính AAA sẽ giao dịch ở mức P/E là 8,7lần và P/B là 0,7 lần.

TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KQKD 3 NĂM GẦN NHẤT

Tỷ VND	2012	2013	2014
Kiểm toán	*Đã kiểm toán*	*Đã kiểm toán*	*Đã kiểm toán*
Doanh thu thuần	1010	1157.5	1560.6
Tăng trưởng		*14.6%*	*34.8%*
Giá vốn hàng bán	823.7	979	1377.9
Lãi gộp	186.3	178.5	182.7
Tỷ suất lãi gộp	*18.4%*	*15.4%*	*11.7%*
Thu nhập tài chính	1.1	6.6	8.3
Thu nhập từ đầu tư tài chính			
Chi phí tài chính	30.3	21.6	25.9
Chi phí bán hàng	61.3	63.4	78.9
Chi phí quản lý Doanh nghiệp	31.8	36.3	36
Lãi/lỗ từ HĐ Kinh doanh	64	63.8	50.3
Tỷ suất lãi từ HĐKD	*6.3%*	*5.5%*	*3.2%*
Lãi/lỗ từ công ty con, liên kết	-	4.8	6.3
Thu nhập/(chi phí) khác	2.6	2.4	0.7
Lãi/(lỗ) trước thuế	66.6	71.1	57.2
Thuế TNDN-hiện thời	10.4	15.7	9.2
Thuế TNDN-hoãn lại	0	0.1	0.2
Lãi/(lỗ) ròng	55.1	54.9	47
Tỷ suất lãi ròng	*5.5%*	*4.7%*	*3.0%*
EPS	2783	2773	1187

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN 3 NĂM GẦN NHẤT

Tỷ VND	2012	2013	2014
Kiểm toán	*Đã Kiểm toán*	*Đã Kiểm toán*	*Đã Kiểm toán*
Tiền và Tương đương tiền	103.4	130.3	336.8
Đầu tư Tài chính ngắn hạn	0	0	30
Các khoản phải thu	93.8	146.9	154.1
Hàng tồn kho, ròng	195.6	200	137.5
TS lưu động khác	40.2	17.8	36
Tổng tài sản Ngắn hạn	433	495	694.4
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản Cố định ròng	430.6	605.2	680
Bất động sản đầu tư	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	30.6	39.3	39.2
Tài sản dài hạn khác	6.3	11.1	8.1
Tổng Tài sản dài hạn	467.5	655.5	727.3
Tổng Tài sản	900.5	1150.6	1421.7
Tăng trưởng		*27.8%*	*23.6%*
Vay ngắn hạn	229.2	334.3	329
Phải trả nhà cung cấp	104.9	155.9	160.7
Nợ ngắn hạn khác			
Công nợ ngắn hạn	357.3	515.5	507.7
Vay dài hạn	16.6	83.1	127.7
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0
Công nợ dài hạn	16.6	83.1	127.7
Vốn góp	198	198	396
Thặng dư vốn cổ phần	130.9	130.9	147.5
Vốn khác	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0
Chênh lệch đánh giá lại TS	0	0	0
Các quỹ			
Lãi chưa phân phối	160.2	177.6	188
Quỹ khen thưởng phúc lợi	0	0	0
Vốn chủ Sở hữu	518.6	543.4	776.9
Tăng trưởng		*4.8%*	*43.0%*
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	8.6	9.4
Tổng công nguồn vốn	900.5	1150.6	1421.7
Tăng trưởng		*27.8%*	*23.6%*

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

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
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.

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

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.