

CTCP NHỰA VÀ MÔI TRƯỜNG XANH AN PHÁT

Sàn giao dịch: HOSE

Mã chứng khoán: AAA



LNST NĂM 2016 TĂNG TRƯỞNG VƯỢT BẬC +252% y-o-y VÀ TRIỂN VỌNG TIẾP TỤC TĂNG MẠNH TRONG NĂM 2017

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA, với giá kỳ vọng 03 tháng là 26.300 VND/ cổ phiếu (upside 10% so với ngày 7/2/2017) dựa trên cơ sở: **(1)** Tăng trưởng mạnh doanh thu, lợi nhuận mảng sản xuất kinh doanh bao bì màng mỏng, nhờ đó DTT 2016 đạt 2.144 tỷ (+33% y-o-y) và LNST đạt 143 tỷ (+252% y-o-y); **(2)** Dư địa tăng trưởng xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản và Mỹ còn lớn, tỷ lệ tăng trưởng năm 2015 đạt tương ứng +145% và +166% y-o-y; **(3)** Nhà máy số 6 và nhà máy số 7 hoàn thành trong năm 2017, dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ quý 2/2017 là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E để xác định giá cổ phiếu AAA. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 03 tháng là 26.300 VND/cp, tiềm năng tăng giá của AAA đạt 10% so với mức giá ngày 7/2/2016.

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Tỷ VND	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu	1.561	1.615	2.144	3.065
LN gộp	183	190	307	411
LN ròng	48	41	143	185
Tổng tài sản	1.422	1.955	3.078	3.441
Vốn CSH	786	819	955	1.221
EPS cuối kỳ (VND/cp)	1.186	642	2.611	2.685
GT sổ sách (VND/cp)	19.620	16.355	16.570	

Chỉ số tài chính	2014	2015	2016	2017
% Doanh thu	35%	3%	33%	43%
% LNST	-14%	-15%	252%	30%
% LN gộp/DT	12%	12%	14%	13%
ROA	3%	2%	5%	5%
ROE	6%	5%	15%	15%

(Nguồn: AAA, CTS tổng hợp)

Bùi Hương Liên – Senior Analyst

Email: lienbh@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 4: Nhựa, cao su, sợi BÁO CÁO NGẮN 08/02/2017

Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 03 tháng	MUA
Giá mục tiêu 03 tháng (VND)	26.300
Giá ngày 7/2/2017 (VND)	23.900
Tỷ lệ tăng giá (03 tháng)	10%

Thông tin cổ phiếu (07/02/2017)

Số lượng CP niêm yết	51,899,988
Số lượng CP lưu hành	56,964,988
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1,361.46
Biến động giá 52 tuần	13.300-34.300
KLGDTB 3 tháng	581.861
KLGDTB 1 tháng	1.116.514
% sở hữu nước ngoài	16,7%
Room nước ngoài còn lại	15,28%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	9.13%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	-2.45%

Cổ đông lớn

Kallang Limited	12,59%
Nguyễn Xuân Hà	6,77%
Deutsche Asset Management (Asia) Limited	6,63%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: cafef.vn)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

Hoạt động kinh doanh chính – sản xuất bao bì màng mỏng tăng trưởng mạnh

Hoạt động kinh doanh của AAA gồm:

- Công ty mẹ: sản xuất bao bì màng mỏng (gồm các loại túi siêu thị (túi T-shirt bag, die cut handle bag, túi dạng cuộn, túi đục lỗ), túi đựng thực phẩm, túi đựng rác), chiếm tỷ trọng 82-91% DTT trong giai đoạn 2014-2016. Ngoài ra, thương mại hạt nhựa và gia công chiếm tỷ trọng nhỏ.

- Công ty con – Khoáng sản An Phát Yên Bái: sản xuất phụ gia, chủ yếu phục vụ cho hoạt động sản xuất bao bì của công ty mẹ và bán ra ngoài.

Do hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty mẹ chiếm trên 90% doanh thu và lợi nhuận hợp nhất, chúng tôi chỉ tập trung phân tích hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty mẹ.

Giá dầu có xu hướng ổn định

Năm 2015, giá dầu thế giới giảm mạnh kéo theo sự giảm giá của nguyên liệu đầu vào chính là hạt nhựa. Trong khi đó, AAA ký hợp đồng mua nguyên liệu dài hạn với nhà cung cấp, khiến cho giá vốn của công ty ở mức cao so với giá thị trường, trong khi giá thành bán ra giảm mạnh. Do đó, công ty ghi nhận sự giảm sút doanh thu trong năm 2015 và lợi nhuận gộp tăng trưởng không đáng kể (+3% y-o-y). Từ năm 2016, giá dầu bắt đầu ổn định trở lại và tiếp tục duy trì trong thời gian tới sẽ tạo điều kiện thuận lợi hơn cho hoạt động kinh doanh của AAA.

Đẩy mạnh phát triển thị trường tiềm năng – Nhật Bản & Mỹ

Năm 2016, giá nguyên liệu đầu vào điều chỉnh phù hợp hơn với diễn biến thị trường; cùng với chiến lược mở rộng thị trường đúng đắn – tập trung phát triển thị trường Nhật Bản và mở rộng thị trường Mỹ, AAA đạt KQKD ấn tượng, với DTT đạt 2.144 tỷ (+33% y-o-y) và LNST đạt 143 tỷ (+252% y-o-y). Trong đó, màng sản xuất túi đạt 46,3 nghìn tấn (+25% y-o-y) mặc dù giai đoạn 1 của Nhà máy số 6 mới đi vào hoạt động từ tháng 6/2016.

Nhà máy 6 đi vào hoạt động là động lực tăng trưởng chính trong thời gian tới

Dự án nhà máy số 6 và nhà máy số 6 mở rộng (NM7) được thực hiện với mục tiêu phát triển thị trường Nhật Bản và thị trường Mỹ của AAA, dựa trên:

(i) Tăng trưởng sản lượng xuất khẩu tới thị trường Nhật Bản và thị trường Mỹ của công ty rất lớn, đạt tương ứng +145% y-o-y và +166% y-o-y trong 6 tháng đầu năm 2016

(ii) Xu hướng muốn giảm sự phụ thuộc vào các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, bao gồm bao bì màng mỏng tại nhiều thị trường, đặc biệt là Nhật Bản, Mỹ. Do đó, dư địa tăng trưởng của sản lượng xuất khẩu tới 2 thị trường này còn cao

(iii) Các thị trường khác nhau đòi hỏi các tiêu chuẩn sản xuất, kỹ thuật khác nhau. Do đó, công ty thực hiện xây dựng các nhà máy với các tiêu chuẩn xuất khẩu khác nhau, đảm bảo sự phù hợp với thị trường đầu ra

xuất khẩu.

- Nhà máy 6A hoàn thiện 6/2016, bắt đầu đóng góp doanh thu lợi nhuận từ quý 3/2016. Dự kiến sản lượng quý 1/2017 đạt 2.000 tấn, nâng tổng sản lượng toàn công ty lên 4.200 tấn/tháng (+38% y-o-y)

Nhà máy 6A là giai đoạn 1 của NM6 trên tổng diện tích dự án 99.212m² tại KCN An Đồng, Nam Sách, Hải Dương. Công suất thiết kế (CSTK) NM6A là 1.500 tấn/tháng. Với việc đi vào vận hành NM6A, tổng CSTK sản xuất sản phẩm túi của AAA nâng lên mức 5.500 tấn/tháng (tương đương với 66.000 tấn/năm).

Trong năm 2016, sản lượng sản xuất của NM6A trong năm 2016 đạt 1.772 tấn, trong tổng số 46,3 nghìn tấn. Dự kiến trong quý 1/2017, sản lượng NM6A đạt 2.000 tấn

- Hiện tại, công ty đang hoàn thiện việc lắp đặt máy móc cho nhà máy 6B và nhà máy 7, bắt đầu ghi nhận doanh thu từ quý 2/2017.

NM7 sẽ bắt đầu chạy thử trong tháng 2/2017 và NM6B bắt đầu chạy thử trong tháng 3/2017. Theo ước tính của công ty, sau khi NM6B và NM7 đi vào hoạt động, dự kiến tới tháng 6/2017, công suất thực tế có thể đạt 6.000 tấn/tháng.

Công suất các nhà máy của AAA

Các nhà máy sản xuất túi	CSTK (tấn/tháng)	Tình trạng
Nhà máy số 1	1.000	
Nhà máy số 2	1.400	
Nhà máy số 3	900	
Nhà máy số 5	700	
Nhà máy 6 – giai đoạn 1 (6A)	1.500	Đã chạy
Nhà máy 6 – giai đoạn 2 (6B)	1.700	Đang lắp đặt, dự kiến chạy thử trong tháng 3/2017
Nhà máy 6 mở rộng – NM 7	800	Đang lắp đặt, dự kiến chạy thử trong tháng quý 2/2017
Tổng công suất	8.000	

(Nguồn: AAA)

RỦI RO

Rủi ro chính sách

Từ 1/1/2017, Bộ Tài chính đã tăng thuế ưu đãi nhập khẩu hạt nhựa PP từ 1% lên 3%. Điều này có ảnh hưởng đến nhiều doanh nghiệp nhựa trong nước do chi phí giá vốn gia tăng. Tuy nhiên, nguyên vật liệu đầu vào các sản phẩm của AAA là hạt HDPE và LDPE, 2 mặt hàng vẫn đang duy trì thuế suất ưu đãi nhập khẩu là 0%. Do đó, AAA chưa chịu ảnh hưởng từ quyết định thay đổi thuế suất này.

Rủi ro pha loãng

Trong năm 2015, AAA đã phát hành 300.000 trái phiếu kèm chứng quyền với mỗi chứng quyền, người sở hữu được quyền mua 100 cổ phần phổ thông, tự do chuyển nhượng của Tổ chức phát hành và thời hạn thực hiện chứng quyền là 3 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu. Trong năm 2016, AAA đã thực hiện phát hành cổ phiếu để thực hiện chứng quyền đợt 1 ngày 5/12/2016 là 5.065.000 cổ phần, giá phát hành là 11.500 đồng/ cổ phần. Như vậy, số lượng chứng quyền còn lại chưa thực hiện là 249.350 chứng quyền, tương ứng với 24.935.000 cổ phần, rủi ro pha loãng trong năm 2017 là khá lớn.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp luận

Chúng tôi lựa chọn 2 phương pháp định giá là phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, trong đó:

- Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), chúng tôi sử dụng tỷ trọng 50-50 cho phương pháp FCFE và FCFE do từ năm 2015, tỷ lệ nợ vay của doanh nghiệp tăng đáng kể phục vụ đầu tư dây chuyền sản xuất mới và tài trợ nhu cầu vốn lưu động
- Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi lựa chọn phương pháp PE

Một số những giả định chính trong mô hình định giá

- (1) Thời gian bắt đầu định giá từ năm 2017 và kéo dài 5 năm giai đoạn 2017-2021.
- (2) Chi phí vốn chủ (Ke) ở mức 14,5% (lãi suất phi rủi ro 7,5%, phần bù rủi ro 10,5% và beta 0,67)
- (3) Chi phí nợ là 8%

Mô hình dự báo lợi nhuận

- (1) Sản lượng sản xuất túi thường và túi tự hủy hoàn toàn đến năm 2021 là 7.200 tấn/tháng. Hiện tại, 5 nhà máy cũ của AAA đang chạy tới 98% công suất, nhà máy 6A mới đi vào hoạt động chạy khoảng 40% công suất và dự kiến sẽ đạt full công suất vào cuối năm – do điểm rơi doanh thu, lợi nhuận của AAA thường vào 2 quý cuối năm. Sau khi nhà máy 6B và NM7 đi vào hoạt động chính thức, tổng CSTK của AAA đạt 8.000 tấn/tháng. Với tỷ lệ tăng trưởng sản lượng ở mức cao (+25% y-o-y), chúng tôi giả định 5 nhà máy cũ duy trì công suất 90% trong 5 năm tới, 3 nhà máy mới đạt hiệu suất 40% trong năm đầu tiên hoạt động và hiệu suất tăng dần trong các năm tiếp theo, sản lượng 7.200 tấn/tháng là khả thi.
- (2) Về cơ cấu doanh thu, sẽ thay đổi theo hướng gia tăng tỷ lệ sản xuất sản phẩm túi tự hủy, phục vụ phân khúc sản phẩm chất lượng cao tại thị trường Nhật Bản và châu Âu. Năm 2017, theo kế hoạch của doanh nghiệp, doanh thu túi tự hủy sẽ chiếm khoảng 12% tổng doanh thu, và hướng tới đạt 50% DTT vào năm 2021
- (3) Tỷ lệ chi phí hoạt động ở mức 2,6%/doanh thu ngang tỷ lệ chi phí hoạt động trung bình giai đoạn 2014-2016
- (4) Tỷ lệ chi phí bán hàng ở mức 2,7%/doanh thu ngang tỷ lệ chi phí bán hàng trong năm 2016

(5) Chi phí tài chính bao gồm chi phí chính yếu là lãi vay nợ. Chi phí tài chính sẽ tăng mạnh trong những năm tới do nhu cầu vốn vay ngắn hạn tài trợ nhu cầu vốn lưu động tăng cao; đồng thời, sau khi các dây chuyền máy móc được lắp đặt hết và kết chuyển sang TSCĐ, chi phí lãi vay dài hạn sẽ không còn được vốn hóa từ năm 2018.

(6) Thuế TNDN trung bình tương đương năm 2016 do các nhà máy mới của AAA đều được hưởng thuế suất thuế TNDN ưu đãi trong 15 năm.

(7) Số lượng cổ phiếu cuối năm 2017 dự kiến là 68.964.988 cp với giả định về rủi ro pha loãng sẽ có 120.000 chứng quyền được thực hiện trong năm 2017.

(8) Hoạt động kinh doanh công ty con An Phát Yên Bái đóng góp ổn định 12-15 tỷ LNST trong giai đoạn 2017-2021.

Kết quả định giá theo các phương pháp

Phương pháp DCF – Giá cổ phiếu trung bình 27.500 VND/cp

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận hoạt động	248.417	295.710	309.121	326.679	329.992
(+) Khấu hao	108.495	108.495	108.495	108.495	108.495
(-) Đầu tư	0	0	0	0	0
(+) Thay đổi vốn lưu động	(204.404)	(115.266)	(27.278)	(68.789)	(7.519)
FCFF	152.508	288.939	390.338	366.385	430.968
Terminal value					3.506.882
Giá trị hiện tại của FCFF	2.176.294				
Giá cổ phiếu FCFF (VND/cp)	30.300				
Tỷ lệ tăng trưởng (g)	2%				
Beta	0,67				
Lãi suất phi rủi ro	7,5%				
Phần bù rủi ro	10,50%				
Thuế	14%				
Chi phí vay nợ	8%				
Tỷ lệ nợ vay	69%				
WACC	9,24%				

Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021
Lợi nhuận sau thuế	185.177	182.938	201.841	222.573	229.769
(+) Khấu hao	108.495	108.495	108.495	108.495	108.495
(-) Đầu tư	0	0	0	0	0
(+) Thay đổi vốn lưu động	(204.404)	(115.266)	(27.278)	(68.789)	(7.519)
(+) Thay đổi vay nợ	2.855	(78.626)	(199.718)	4.934	(42.481)
FCFE	92.123	97.542	83.340	267.213	288.264
Terminal value					2.345.663
Giá trị hiện tại của FCFE	1.701.859				
Giá cổ phiếu FCFE (VND/cp)	24.700				
Tỷ lệ tăng trưởng (g)	2%				
Beta	0,67				
Lãi suất phi rủi ro	7,5%				
Phần bù rủi ro	10,50%				
Chi phí vốn CSH	14,54%				

Phương pháp so sánh P/E – Giá cổ phiếu 23.505 VND/cp

Công ty	Mã cổ phiếu	Vốn hóa	P/E
Nhựa Tân Phú	TPP	224,24	10,05
Nhựa Đông Á	DAG	544,5	9,87
SX và Thương mại HCD	HCD	140,4	7,06
Nhựa Rạng Đông	RDP	466,11	7,25
Nhựa Tân Đại Hưng	TPC	172,49	8,99
Trung bình		1.547,74	8,75
Vốn chủ sở hữu dự kiến 2017	689.649.880.000		
Chỉ số P/E trung bình các Công ty nhựa	8,75		
EPS dự kiến 2017	2.685		
Khối lượng cổ phiếu đang lưu hành	56.964.988		
Khối lượng cổ phiếu có thể sẽ phát hành thêm	12.000.000		
Giá cổ phiếu (VND/cp)	23.505		

Chúng tôi sử dụng tỷ trọng 70% cho phương pháp DCF và 30% cho phương pháp P/E

	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng
Phương pháp DCF	27.500	70%
Phương pháp P/E	23.505	30%
Giá cổ phiếu (VND/cp)	26.300	
Upside		+10%

Phân tích độ nhạy

Giá cổ phiếu trung bình được ước tính dựa trên giả định xảy ra rủi ro pha loãng trong năm 2017 với số lượng chứng quyền thực hiện là 120.000 chứng quyền, tương ứng với 12 triệu cổ phiếu được phát hành thêm.

Số chứng quyền thực hiện trong năm 2017	Giá cổ phiếu (VND/cp)
-	31.850
60.000	28.790
120.000	26.300
249.350	22.180

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 3– 5%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS 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 CTS. 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 CTS.