

**BÁO CÁO CẬP NHẬT**  
**CTCP TẬP ĐOÀN**  
**AN PHÁT HOLDINGS**

NGÀY 23/08/2021

Mã chứng khoán:  
**APH**

Phòng phân tích  
Email: [research@sbsi.vn](mailto:research@sbsi.vn)

Ngày 23/08/2021

Giá thị trường: 51.500 VNĐ/cp

Giá mục tiêu: 65.500 VNĐ/cp

**Thông tin cổ phiếu**

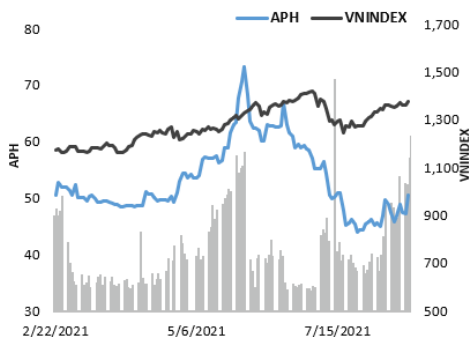
SLCP lưu hành	195.107.442
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	73.300
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	42.200
KLGD BQ 52 tuần (cp/phiên)	947.995
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	9.853
BVPS (VNĐ)	28.195

**Cơ cấu cổ đông**

IGG USA Vietnam	26,65%
Cổ đông khác	73,35%

**Kế hoạch kinh doanh 2021**

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	12.000
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	590
Cổ tức	10%



**CẬP NHẬT KQKD QUÝ II/2021**

Quý 2/2021, doanh thu hợp nhất APH đạt 3.736 tỷ, tăng 86,6% so với cùng kỳ năm trước, đưa doanh thu 6T2021 lên 6.401 tỷ, tăng 66,8% so với cùng kỳ năm trước. LNTT quý 2/2021 đạt 89 tỷ, tăng 30% so với cùng kỳ. Lũy kế 6T2021, LNTT đạt 181 tỷ, tăng 43% so với cùng kỳ. LNST đạt 139,5 tỷ, tăng 29% so với 6T2020.

**Bước đột phá trong mảng bất động sản công nghiệp**

Tháng 6 vừa qua, APH và quỹ đầu tư Actis đã ký kết thỏa thuận hợp tác trong 2 lĩnh vực: phát triển khu công nghiệp và nhà xưởng, kho bãi cho thuê. Theo đó, Actis sẽ đầu tư hơn **20 triệu USD** vào KCN An Phát 1 để sở hữu 49% cổ phần, bên cạnh đó, hai bên đã ký kết biên bản ghi nhớ về hợp tác phát triển dự án mở rộng và cho thuê nhà xưởng, kho bãi trị giá lên tới **250 triệu USD**, mở ra cơ hội lớn cho APH trong việc phát triển mảng KCN trong thời gian tới.

Bảng: Kế hoạch triển khai các khu công nghiệp của Tập đoàn An Phát

KCN	Bắt đầu khai thác	Kết thúc khai thác	Diện tích (ha)
An Phát Complex	2018	2021	46
An Phát 1 (An Bình Quốc Tuấn Gđ1)	2021	2025	180
An Phát 2 (An Bình Quốc Tuấn Gđ2)	2023	2028	290
An Phát 3-5-6 (Hải Dương)	2025	2030	1.425
<b>Tổng</b>			<b>1.941</b>

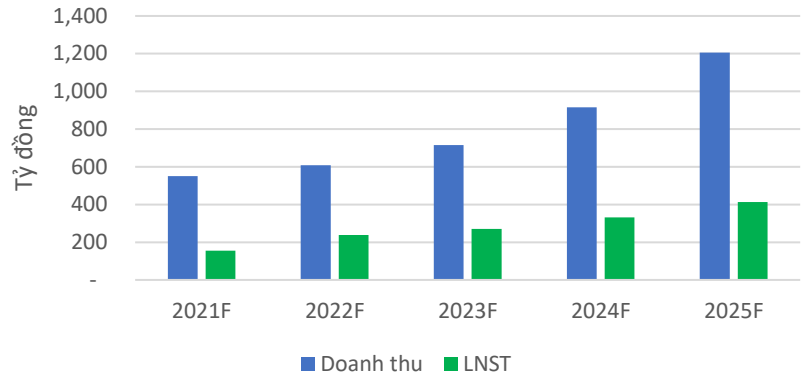
Nguồn: SBSI tổng hợp

KCN An Phát 1 là dự án thuộc Công ty cổ phần KCN Kỹ thuật cao An Phát 1, là công ty con của AAA, thành viên của Tập đoàn An Phát Holdings. **KCN An Phát 1 có diện tích 180ha, tổng mức đầu tư gần 1.300 tỷ đồng, dự kiến đem về 2.800 tỷ đồng doanh thu trong 5 năm tới.** Hiện tại, KCN đã cơ bản hoàn thành giải phóng mặt bằng, bắt đầu đi vào xây dựng hạ tầng và nhận cọc 15% phần dịch tích của KCN, dự kiến sẽ bàn giao cho khách từ nay tới hết năm 2021.

6T2021, doanh thu từ cho thuê đất và nhà xưởng của APH đạt 122 tỷ đồng, gấp 4,5 lần so với Q1/2020. Doanh thu tăng mạnh nhờ vào việc công ty hoàn thành bàn giao mặt bằng cho các nhà đầu tư đã đạt cọc trong năm 2020 sau khi tình hình Covid trên địa bàn tỉnh và Việt Nam được kiểm soát cơ bản và nới lỏng các biện pháp hạn chế đi lại

Việc hợp tác với Quỹ đầu tư nước ngoài, cũng như cam kết cùng đầu tư lên tới 250 triệu USD và kế hoạch phát triển hơn 1.000ha KCN của An Phát sẽ đem lại doanh thu và lợi nhuận ổn định cho An Phát Holdings trong thời gian từ nay cho tới năm 2030.

Dự phóng KQKD mảng KCN của APH (2021-2025)



Nguồn: SBSI tổng hợp

### Tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu bao bì. Rủi ro công nợ thấp.

6T2021, doanh thu kinh doanh bao bì của đạt 1.792 tỷ đồng (+16% yoy), nhờ vào giá hạt nhựa PE tăng hơn 20% trong Q1/2021 và Công ty gia tăng sản lượng, đạt 49,6 nghìn tấn, tăng 3% so với cùng kỳ.

Sản lượng tăng đến từ việc công ty đẩy mạnh cơ cấu lại thị trường bao bì màng mỏng. Trong đó, xuất khẩu sang thị trường Mỹ ghi nhận sự tăng trưởng vượt bậc gần 50%, Châu Âu tăng 14%.

Bên cạnh đó, năm 2021 có sự đóng góp mới của mảng bao bì công nghiệp, chiếm 5% tổng sản lượng, tương ứng với 10% tổng doanh thu bao bì. Trong đó, thị trường Mỹ chiếm tỷ trọng cao nhất, trên 65%. Việc tập trung vào thị trường XK tại thời điểm dịch bệnh đang bùng phát ở Việt Nam đã giúp An Phát Holdings duy trì tăng trưởng khi các thị trường nước ngoài đang dần hồi phục kinh tế và giảm rủi ro công nợ do tỷ lệ bán hàng nội địa thấp.

### Thương mại hạt nhựa bùng nổ nhờ gia tăng sản lượng

6T2021, doanh thu thương mại hạt nhựa đạt 3.162 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do sản lượng thương mại tăng mạnh, đạt 134 nghìn tấn, tăng 62% yoy. Bên cạnh đó, giá hạt nhựa tăng mạnh hồi đầu năm khiến cả doanh thu và biên lợi nhuận gộp tăng mạnh (từ 3,9% lên 5,7%). Lợi nhuận gộp mảng thương mại đạt 180 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần cùng kỳ. Mảng thương mại tiếp tục duy trì tăng trưởng và biên LNG cao sau khi An Phát tập trung mô hình back-to-order thay vì tích trữ hàng tồn kho từ cuối năm 2020.

### Mảng nguyên liệu nhựa duy trì tăng trưởng nhờ đẩy mạnh sản xuất sản phẩm giá trị cao

Thông qua hoạt động của Công ty con HII, doanh thu nguyên liệu nhựa đạt 312 tỷ đồng, tăng 26% so với cùng kỳ. Trong kỳ, công ty tiếp tục chuyển dịch cơ cấu sản xuất từ bột đá sang sản xuất hạt phụ gia giá trị cao, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp, tăng từ 21% lên 32%. 6T2021, lợi nhuận gộp mảng nguyên liệu nhựa đạt 99 tỷ đồng, tăng 91% yoy.

An Phát Holdings, thông qua công ty PBAT An Phát sẽ khởi công nhà máy xây dựng nguyên liệu xanh lớn nhất Đông Nam Á vào cuối năm 2021, khởi đầu cho một kỷ nguyên tham gia vào chuỗi giá trị cung cấp sản phẩm sinh học từ NVL tới thành phẩm của hệ thống An Phát.

### **Mảng nhựa xây dựng đóng góp tích cực cho KQKD chung**

6T2021, mảng nhựa kỹ thuật và xây dựng đóng góp 946 tỷ đồng doanh thu, 141 tỷ lợi nhuận gộp, cùng tăng gấp đôi so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do có sự đóng góp của mảng nhựa xây dựng (thông qua việc mua lại An Cường Plastics vào cuối năm 2020) với 320 tỷ doanh thu và 67 tỷ lợi nhuận gộp.

An Cường Plastics có công suất thiết kế 4 triệu m<sup>2</sup> sàn SPC, định hướng xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ, dự kiến đem lại doanh thu trung bình tháng là 60 tỷ đồng khi chạy 100% công suất vào năm 2021. Biên lợi nhuận ròng mảng sản xuất này trung bình khoảng 7%, cao hơn so với biên lợi nhuận mảng nhựa ép truyền thống.

### **DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Do thực tế KQKD 6T2021 cao hơn kỳ vọng ban đầu của chúng tôi, đặc biệt mảng thương mại tăng trưởng vượt bậc về sản lượng và triển vọng chắc chắn hơn về mảng KCN, chúng tôi đã điều chỉnh tăng định giá của APH. Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021 của APH đạt 13.534 tỷ đồng tăng 60% yoy. Trong đó năm 2021 mảng bất động sản tăng trở lại nhờ vào doanh thu diện tích Complex còn lại và dự án BĐS An Phát 1 bắt đầu bán thương mại từ Q3, Q4/2021. Bên cạnh đó, sản lượng sản xuất bao bì nhựa tiếp tục tăng nhờ vào việc tăng xuất khẩu đến thị trường Mỹ và đóng góp từ bao Jumbo của công ty nhựa bao bì An Vinh. Lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 577 tỷ đồng, gấp 2,4 lần năm 2020.

Chúng tôi lựa chọn 2 phương pháp là DCF và SOTP để phản ánh giá trị cả 3 mảng kinh doanh chính gồm bao bì, nhựa kỹ thuật và BĐS KCN:

Đối với phương pháp DCF, chúng tôi xác định 2 giai đoạn trong đó:

(1) Giai đoạn đầu đến 2025 là giai đoạn APH phát triển mạnh với:

- Dự án PBAT và nhà máy 8 góp phần vào chuyển dịch cơ cấu sản phẩm sang bao bì tự hủy sinh học chiếm 50% doanh thu;

- APH ghi nhận toàn bộ lợi nhuận dự án BĐS KCN AP1 180ha và một phần giai đoạn 2 290ha từ năm 2024;

- Nhà máy bao bì FIBC An Vinh đạt công suất tối đa trong năm 2021 do xuất nhập khẩu Việt Nam tăng mạnh kéo theo nhu cầu bao lớn tăng.

(2) Giai đoạn sau 2025 là giai đoạn dòng tiền APH ổn định, các nhà máy đều đạt công suất tối đa theo thiết kế.

Đối với phương pháp đánh SOTP, chúng tôi xác định giá trị APH dựa trên giá trị công ty mẹ APH, các công ty con mà APH đang nắm giữ và giá trị dự án PBAT. Trong đó, (1) Giá trị công ty mẹ APH được tính theo giá trị sổ sách sau khi trừ đi giá trị các khoản đầu tư, (2) Giá trị các công ty con của APH được tính bằng tỷ lệ sở hữu của APH nhân với giá trị định giá AAA, NHH, (3) Giá trị dự án PBAT được xác định bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tổng hợp kết quả từ 2 phương pháp định giá FCFE và SOTP với tỷ trọng mỗi phương pháp 50% chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu APH với mức giá mục tiêu là **65.200 VNĐ/CP**.

APH	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị (VND/cp)
FCFE	50%	11.835	60.657
SOTP	50%	13.600	69.704
<b>Trung bình</b>			<b>65.181</b>

#### Thông tin dự phóng tham chiếu

Chỉ tiêu tài chính	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	13,534	15,820	18,137	20,107	22,039
Lợi nhuận ròng	577	816	1,242	2,111	2,748
Vốn chủ sở hữu	6,732	7,977	9,076	10,940	13,336
Tổng tài sản	14,330	15,955	17,400	18,861	21,117
ROA	4,0%	5,1%	7,1%	11,2%	13,0%
ROE	8,5%	8,7%	12,3%	20,5%	22,8%

#### Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi SBSI dựa vào các nguồn thông tin mà SBSI 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 SBSI. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình. SBSI 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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra. 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 <https://sbsi.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2021 Công ty chứng khoán SBSI

#### Công ty Cổ phần Chứng khoán Stanley Brothers

Trụ sở chính Tầng 9 Tòa nhà TNR, số 54A phố Nguyễn Chí Thanh, phường Láng Thượng, quận Đống Đa, thành phố Hà Nội.

ĐT: (84) 2433776699

Email: [info@sbsi.vn](mailto:info@sbsi.vn)