

**BÁO CÁO CẬP NHẬT**  
**Nhóm Tập đoàn An Phát**  
NGÀY 25/03/2021

Mã chứng khoán:  
HII, AAA, NHH, APH

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CTCP AN TIẾN INDUSTRIES

Giá bán được dự báo tăng nhẹ và sản lượng mảng sản xuất hạt nhựa phụ gia tăng trong năm 2021, biên lợi nhuận gộp mảng thương mại hạt nhựa tiếp tục khả quan theo mô hình kinh doanh mới là những điểm nhấn trong hoạt động kinh doanh trong năm 2021 của HII.

Trong năm 2021, chúng tôi dự kiến lợi nhuận HII sẽ tăng 60% so với năm 2020 lên 74 tỷ đồng. Tương đương EPS 2.170 VNĐ/CP

**HII**

**MUA**

Giá mục tiêu  
**25.700 VNĐ/CP**

### CTCP NHỰA AN PHÁT XANH

Sản lượng sản xuất 2020 của AAA có thể thấy vẫn duy trì ổn định và không bị ảnh hưởng với dịch Covid như các doanh nghiệp khác. Năm 2021, chúng tôi dự phóng LNST công ty đạt 621 tỷ đồng, gấp 2,2 lần năm 2020 với điểm nhấn lợi nhuận từ: (1) Mảng BĐS KCN nhờ vào dự án Complex với toàn bộ diện tích đã đặt cọc dự kiến sẽ ghi nhận doanh thu trong năm 2021, dự án BĐS KCN Complex 1 triển khai thương mại giai đoạn 1 từ quý 3/2021, (2) Lợi nhuận từ bao bì Jumbo công ty An Vinh, (3) Tỷ trọng sản phẩm tự hủy sinh học tiếp tục tăng lên.

**AAA**

**MUA**

Giá mục tiêu  
**24.000 VNĐ/CP**

### CTCP NHỰA HÀ NỘI

Năm 2021 sẽ là điểm rơi lợi nhuận của các dự án mở rộng công ty khuôn và M&A công ty An Cường Plastic. Năm 2021, với triển vọng tăng trưởng của mảng linh kiện nhựa truyền thống (doanh thu ước đạt 1.270 tỷ đồng, tăng 21,5% so với năm 2020) và sản nhựa (doanh thu ước đạt 545 tỷ đồng), chúng tôi ước tính doanh thu của NHH đạt 1.900 tỷ đồng tăng 78,5% yoy, LNST đạt 150 tỷ tăng 30% so với LNST 2020.

**NHH**

**NẮM GIỮ**

Giá mục tiêu  
**61.600 VNĐ/CP**

### CTCP TẬP ĐOÀN AN PHÁT HOLDINGS

Với triển vọng tích cực từ nhu cầu sản phẩm tự hủy sinh học, dự án PBAT sẽ thúc đẩy lợi nhuận mảng bao bì. Đồng thời, việc tự chủ nguyên liệu và giá nguyên liệu tự hủy giảm giúp cho An Phát có thể tăng tỷ trọng bao bì tự hủy lên 50% trong giai đoạn 2021-2025. Mảng nhựa kỹ thuật tăng trưởng tập trung tại nhóm linh kiện nhựa điện, điện tử do đơn đặt hàng từ các tập đoàn điện, điện tử sau khi dịch chuyển nhà máy sản xuất sang Việt Nam. Mảng BĐS KCN ghi nhận phần còn lại dự án Complex trong năm nay và dự án Complex 1 ghi nhận doanh thu từ 2021. Ngoài ra, các dự án sản xuất nhựa nhà máy An Cường, bao bì Jumbo nhà máy An Vinh sẽ đóng góp đầy đủ doanh thu từ năm 2021. Chúng tôi ước tính năm 2021 doanh thu và LNST của APH lần lượt đạt 11.531 tỷ đồng, 559 tỷ đồng tương đương tăng 35,9% và 230% so với 2020.

**APH**

**MUA**

Giá mục tiêu  
**60.700 VNĐ/CP**

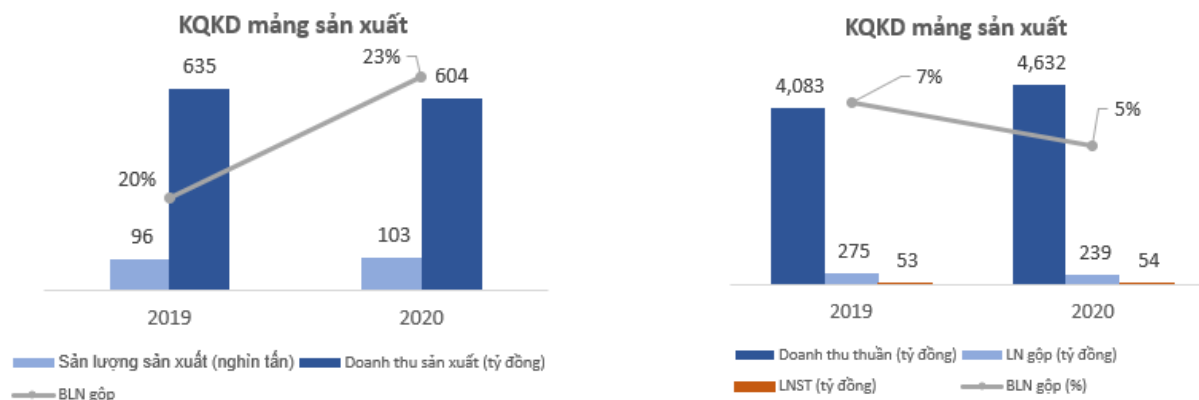
**KHUYẾN NGHỊ: MUA**  
NGÀY 25/03/2021

Giá thị trường: 20.700 VND  
Giá mục tiêu: 25.700 VND  
Tăng trưởng: +24,2%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

## CẬP NHẬT KQKD 2020:

Sản lượng tăng song Doanh thu, lợi nhuận giảm nhẹ do trích lập dự phòng phải thu



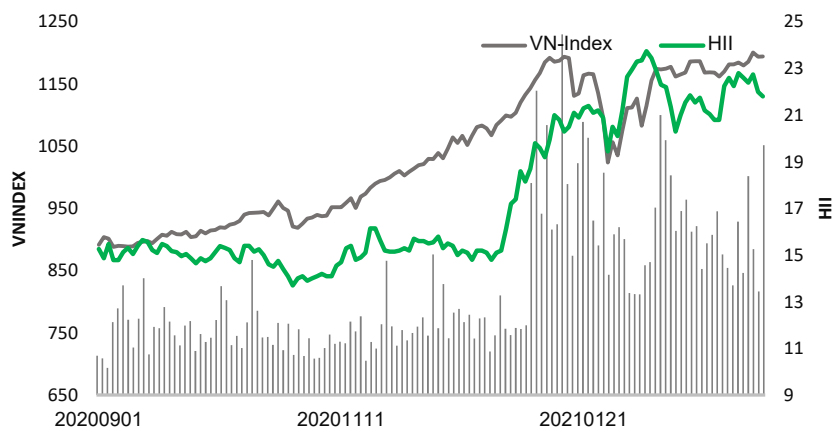
Nguồn: BCTC HII 2020, Bản tin IR APH

**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 4.083 tỷ (-12% yoy)**, trong đó, mảng thương mại đóng góp 3.347 tỷ (-14% yoy), mảng sản xuất đóng góp 604 tỷ (-5% yoy). Dịch Covid-19 không ảnh hưởng nhiều đến sản lượng sản xuất và thương mại, trong đó sản lượng sản xuất CaCO<sub>3</sub> và filler đạt 103 nghìn tấn, tăng 8% yoy, song doanh thu giảm là do giá nguyên liệu nhựa thế giới giảm mạnh trong nửa đầu năm 2020.

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 53 tỷ đồng (-2% yoy)**, hoàn thành 88,3% kế hoạch năm. Trong năm, công ty đã chủ động tiết kiệm chi phí sản xuất, đặc biệt mảng thương mại áp dụng chính sách mới, nhập hàng khi có đơn đặt hàng, giảm hàng tồn kho, cùng với đẩy mạnh xuất khẩu khiến biên lợi nhuận gộp tăng mạnh. Mức giảm về LNST này chủ yếu do trích lập dự phòng phải thu ngắn hạn khó đòi 11,7 tỷ trong năm 2020.

### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	HII
Giá hiện tại (24/03/2021)	20.700
Số lượng CPLH (tr cp)	32.027,500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	23.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	9.500
KLGD B/quân 1 tháng (cp/phiên)	248.187
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	663,0
EPS trailing (VNĐ)	1.656
BVPS (VNĐ)	17.899



### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTCP Nhựa An Phát Xanh	63,54%
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	1,23%
Cổ đông khác	35,23%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021:****Giá hạt nhựa tăng kỳ vọng giúp phục hồi mảng nhựa phụ gia và thương mại hạt nhựa.**

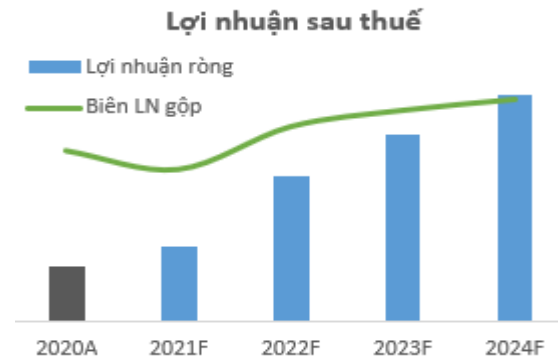
Giá hạt nhựa PE, PP giảm từ đầu năm 2020, tạo đáy vào tháng 5 và hồi phục mạnh mẽ trong tháng 7, 8. Từ đầu tháng 12/2020 cho đến nay, thảm họa bão tuyết tại Texas và việc trì hoãn cắt giảm sản lượng dầu thô của OPEC đã kéo theo giá dầu thế giới và giá hạt nhựa tăng mạnh. Tại khu vực Đông Nam Á, nguồn cung nhìn chung khan hiếm do các chuyến hàng bị trì hoãn trong bối cảnh thiếu container và chỗ đỗ tàu do ảnh hưởng của Covid-19. Giá dầu thô thế giới được dự báo vẫn tiếp tục tăng mạnh trong nửa đầu năm 2021 và đi ngang trong nửa cuối năm. Như vậy, với sự hồi phục của giá hạt nhựa, doanh thu mảng hạt nhựa phụ gia cũng như thương mại được kỳ vọng tăng trưởng trở lại trong năm 2021.

**Nhu cầu bột đá kỳ vọng tăng mạnh trong bối cảnh thế giới dần khống chế đại dịch Covid-19 do tác dụng của vaccine**

Các ngành công nghiệp được dự đoán sẽ phục hồi sau đại dịch bao gồm công nghiệp ô tô, xây dựng, điện tử điện máy, bao bì... trong đó nhựa là 1 trong các nguyên liệu đầu vào chính. Với việc vaccine Covid-19 đang được phân phối trên toàn thế giới bước đầu cho thấy kết quả khả quan, cùng với việc nới lỏng giãn cách xã hội tại nhiều quốc gia, khu vực, nguy cơ về một cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đang dần được đẩy lùi, góp phần vào sự tăng trưởng trở lại của ngành nhựa trong thời gian tới.

Để đáp ứng nhu cầu xuất khẩu bột đá tăng, trong giai đoạn 2021-2023 công ty sẽ tiếp tục cải tiến quy trình, tối ưu công suất sản xuất CaCo3 lên 16.000 tấn/tháng, gia tăng thị phần trong năm 2021.

Chỉ tiêu tài chính	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	4.083	4.157	4.784	5.221	5.667
Lợi nhuận ròng	53	74	143	184	223
Vốn chủ sở hữu	573	586	703	853	1.035
Tổng tài sản	1.530	1.818	2.035	2.135	2.260
ROA	3,2%	4,1%	7,0%	8,6%	9,9%
ROE	9,3%	12,7%	20,3%	21,5%	21,6%
EPS	1.348	2.173	4.292	5.527	6.714

**DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Trên cơ sở: (1) Giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục tăng lên trong thời gian tới do giá dầu tăng mạnh và nhu cầu sản xuất phục hồi; (2) Hoạt động thương mại hạt nhựa theo hướng Back to order giúp cho biên gộp thương mại tăng từ 2,5% năm 2019 lên 3,7% năm 2020; (3) Sản lượng hạt nhựa phụ gia tăng khi 2 dây chuyền hạt nhựa phụ gia lắp đặt trong năm 2019 đạt công suất tối đa; (4) Giá bán hạt nhựa phụ gia tăng do nhu cầu sử dụng hạt nhựa phụ gia lên trong bối cảnh giá hạt nhựa nguyên sinh tăng; (5) Dịch Covid được kiểm soát giúp cho hoạt động thương mại không bị ảnh hưởng.

Chúng tôi dự kiến lợi nhuận 2021 HII sẽ tăng 60% đạt 74 tỷ đồng, doanh thu tăng 3% lên 4.157 tỷ trong đó doanh thu sản xuất tăng 33% và doanh thu thương mại tiếp tục thu hẹp lại với biên lợi nhuận gộp cao hơn.

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để xác định giá trị doanh nghiệp. Với mức P/E trung bình ngành là 11,83, giá trị vốn cổ phần của HII theo giá trị định giá là 823 tỷ đồng, EPS 2.170 VNĐ/CP, tương đương **25.700 VNĐ/CP**. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu HII cho mục tiêu năm 2021.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**  
NGÀY 25/03/2021

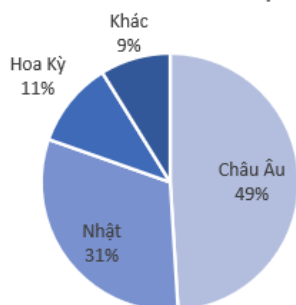
Giá thị trường: 15.700 VND  
Giá mục tiêu : 24.000 VND  
Tăng trưởng : +52,9%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

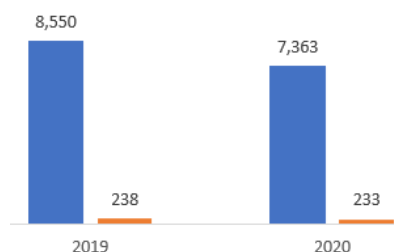
## CẬP NHẬT KQKD 2020:

**Sản lượng duy trì tăng trưởng 5% bất chấp dịch bệnh**

DOANH THU BAO BÌ THEO THỊ TRƯỜNG



KẾT QUẢ KINH DOANH MẢNG CỐT LÕI (TỶ ĐỒNG)



Nguồn: BCTC AAA 2020, Bản tin IR APH

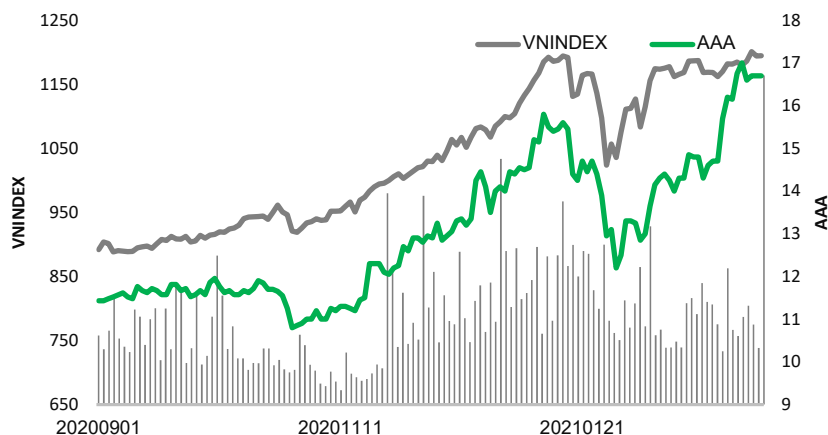
**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 7.429 tỷ (-20% yoy)**, trong đó, hoạt động sản xuất đóng góp 3.915 tỷ (-1% yoy), mảng thương mại đóng góp 3.345 tỷ (-26% yoy). Như đã nêu ở trên, giá hạt nhựa liên tục giảm trong nửa đầu 2020, điều này khiến doanh thu bao bì màng mỏng giảm mặc dù sản lượng sản xuất đạt 99 nghìn tấn, tăng 4% yoy. Nửa sau năm 2020 có thêm sự góp mặt của mảng bao bì công nghiệp, đóng góp 3,5 nghìn tấn sản lượng và 172 tỷ đồng doanh thu vào KQKD chung. Sản lượng thương mại giảm nhẹ, cụ thể đạt 245 nghìn tấn (-2% yoy). Năm 2020 chỉ ghi nhận 72 tỷ đồng từ BĐS công nghiệp do không phát sinh doanh thu bán đất và nhà xưởng (năm 2019 là 685 tỷ) cũng là nguyên nhân khiến tổng doanh thu trong kỳ giảm mạnh.

Mặc dù biên lợi nhuận gộp của HII tăng mạnh như đề cập ở trên, song biên gộp hợp nhất AAA không tăng do trong năm AAA mua lại Bao Bì An Vinh với biên lợi nhuận thấp hơn do chưa chạy hết công suất, đồng thời do không ghi nhận doanh thu từ BĐS công nghiệp với biên gộp cao so với cùng kỳ.

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 283 tỷ đồng (-42% yoy)**, hoàn thành 51% kế hoạch năm. Trong đó, lợi nhuận lĩnh vực cốt lõi (ngoại trừ mảng BĐS công nghiệp và thu nhập bất thường năm 2019) chỉ giảm nhẹ 2%.

### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	AAA
Giá hiện tại (24/03/2021)	15.700
Số lượng CPLH (tr cp)	211,199,976
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	8.600
KLGD B/quân 1 tháng (cp/phiên)	2.523.736
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	3.315,8
EPS trailing (VNĐ)	2.690
BVPS (VNĐ)	18.146



### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	53,18%
Cổ đông khác	46,82%

### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	9,000
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	550
Cổ tức	15%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021:****Điểm nhấn đầu tư đến từ BĐS công nghiệp****♦ Môi trường vĩ mô thuận lợi đến từ 4 nhân tố chính:**

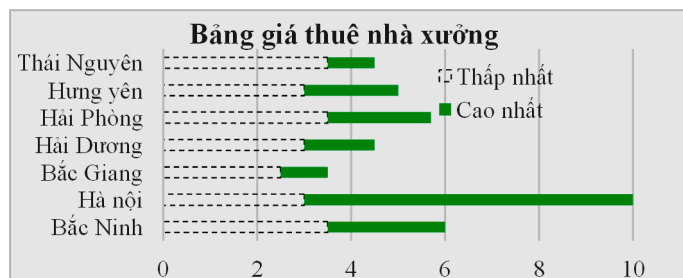
- (1) GDP Việt Nam năm 2020 tăng 2,91%, là mức tăng trưởng ấn tượng, cao nhất trong khu vực trong bối cảnh đại dịch Covid-19 diễn biến phức tạp.
- (2) Giải ngân FDI ước đạt 19,98 tỷ USD, bằng 98% so với cùng kỳ năm ngoái, song giá trị xuất khẩu hàng hóa khối FDI đạt 203 tỷ USD, tăng 13%, cho thấy việc hạn chế đi lại do Covid-19 không cản được đà tăng trưởng của khối DN FDI, tạo tiền đề cho dòng vốn FDI quay trở lại sau khi dịch bệnh được kiểm soát.
- (3) Từ tháng 9/2019 đến nay, NHNN đã liên tục thực hiện cắt giảm lãi suất điều hành nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong bối cảnh áp lực lạm phát năm 2021 ở mức thấp, NHNN được kỳ vọng sẽ duy trì chính sách tiền tệ nới lỏng, tác động tích cực tới hoạt động sản xuất, đầu tư trong năm nay.
- (4) Nhiều hiệp định thương mại tự do (FTAs) đã được ký kết thúc đẩy thương mại giữa Việt Nam và các nước.

**♦ Dự địa phát triển ngành còn lớn:**

Tỉnh Hải Dương nằm trong 5 khu vực công nghiệp trọng điểm Miền Bắc bên cạnh Hà Nội, Hải Phòng, Thái Nguyên, Bắc Ninh với vị trí địa lý thuận lợi, giao thông kết nối thuận tiện với 2 tuyến Quốc lộ 5 và Cao tốc Hà Nội – Hải Phòng. Tổng nguồn cung đất công nghiệp tại Hải Dương là 3.600ha, với tổng cộng 21 KCN đã và đang được quy hoạch.

	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam
Tổng diện tích đất công nghiệp	18.900 ha	17.600 ha	44.700 ha
Giá thuê đất công nghiệp trung bình	78,3 USD/m <sup>2</sup> /Chu kỳ	33,4 USD/m <sup>2</sup> /Chu kỳ	74,2 USD/m <sup>2</sup> /Chu kỳ
Tỷ lệ lấp đầy	82%	52%	77%

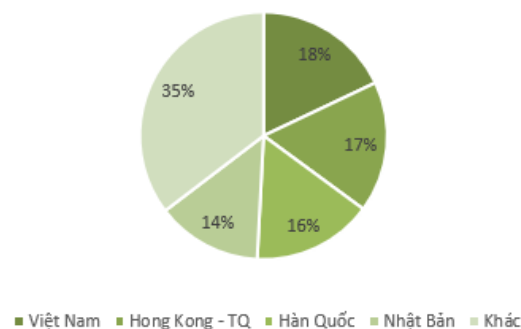
Nguồn: CBRE Việt Nam



Nguồn: CBRE Việt Nam

Do sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc cũng như các FTAs, nhu cầu về đất công nghiệp tăng mạnh trên toàn Việt Nam, đặc biệt là khu vực Miền Bắc. Năm 2020, thị trường khu công nghiệp Hải Dương chứng kiến tăng trưởng tích cực về cả giá thuê đất (tăng 5-20%) và tỷ lệ lấp đầy (đạt 79% đối với đất, 97% đối với nhà xưởng). Trong đó, giá thuê đất CN tại Hải Dương dao động trong khoảng 60-90USD/m<sup>2</sup>/kỳ hạn còn lại; giá thuê nhà xưởng từ 3-5USD/m<sup>2</sup>/tháng, thấp nhất trong các tỉnh Miền Bắc. Sở dĩ giá đất công nghiệp Hải Dương thấp như vậy là do giai đoạn trước năm 2015, giao thông khu vực còn nhiều hạn chế, không thu hút được các doanh nghiệp lớn đến đầu tư, khiến mạng lưới các nhà máy trong chuỗi cung ứng sản xuất còn yếu, vốn là 1 trong những tiêu chí quan trọng khi các nhà đầu tư lựa chọn KCN.

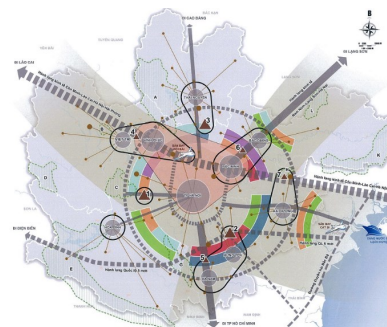
Năm 2015, Cao tốc Hà Nội – Hải Phòng chính thức được thông xe, giao thông khu vực được giải phóng. Từ đó đến nay, nhờ có sự tham gia đầu tư của nhiều doanh nghiệp công nghệ cao, quy mô lớn hơn đến từ Nhật Bản, Hàn Quốc, hệ sinh thái doanh nghiệp tỉnh Hải Dương được cải thiện đáng kể, thể hiện rõ ở tốc độ tăng giá đất công nghiệp trong khu vực. Cùng với lợi thế chi phí đầu tư/vận hành thấp hơn 5-70% so với các nước trong khu vực như Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan, Malaysia, Philippines,... đây sẽ là tiền đề quan trọng cho sự phát triển của ngành BĐS công nghiệp tỉnh Hải Dương.

**Cơ cấu nhà đầu tư theo quốc gia**

Nguồn: BQL các KCN tỉnh Hải Dương

◆ **Các KCN ở Hải Dương nằm trên trục vận tải hàng hóa chính miền Bắc**

Miền Bắc có 4 tuyến vận chuyển hàng hóa chính gồm Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng, Ninh bình-Hải Phòng-Quảng Ninh, Hà Nội-Thái Nguyên, Hà Nội-Lạng Sơn. Hải Dương là tỉnh nằm trên trục hàng hóa Lào Cai-Hải Phòng và có vị trí nằm giữa trung tâm kinh tế Hà Nội và Khu vực cảng biển Hải Phòng, Quảng Ninh do đó có vị trí thuận lợi trong việc vận chuyển hàng hóa xuất nhập khẩu. Ngoài ra, Hải Dương có các tuyến đường quốc lộ 5, 18, 37, 38, cao tốc Hà Nội-Hải Phòng, kết nối các khu công nghiệp Bắc Ninh, Quảng Ninh, Hưng Yên, thành phố Hà Nội. Theo quy hoạch nâng cao năng lực thông quan hàng hóa, hành lang Kinh tế Đông Nam Hà Nội giai đoạn 2030 có khả năng xử lý 1,3 triệu TEU/năm, chiếm gần 10% cả nước.



◆ **KCN mới của An Phát có nhiều lợi thế trong bối cảnh thiếu hụt đất KCN tại tỉnh:**

Trong số 21 KCN được phê duyệt quy hoạch tại tỉnh Hải Dương, hiện chỉ có 11 KCN đã đi vào hoạt động (tổng diện tích 1.560ha), trong đó có 10 KCN có tỷ lệ lấp đầy trên 85% (KCN còn lại là KCN Cộng Hòa 200ha). Như vậy, nếu tính cả quỹ đất 112ha KCN Tân Trường mở rộng có khả năng vận hành năm 2021, quỹ đất trống sẵn sàng cho thuê tại Hải Dương giai đoạn 2021-2022 không còn nhiều, sẽ là lợi thế cho KCN An Phát Complex 1 (KCN Quốc Tuấn An Bình đổi tên, mới được cấp GCN đăng ký đầu tư ngày 5/3/2021) khi đưa vào hoạt động năm 2022.

THÔNG TIN CÁC KHU CÔNG NGHIỆP TỈNH HẢI DƯƠNG

TT	KCN	Vị trí	Năm vận hành	Diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy
<b>Các KCN đã đi vào hoạt động</b>					
1	An Phát Complex	TP Hải Dương	2019	46	85%
2	Cộng Hòa	Chí Linh	2018	200	51.06%
3	Đại An mở rộng gđ1	Cầm Giàng	2008	189	85%
4	Đại An	Cầm Giàng	2003	174	98%
5	Lai Cách	Cầm Giàng	2008	190	28.42%
6	VSIP, phú Thái, Lai Vũ, Nam Sách, Phúc Điền, Tân Trường				100%
<b>Các KCN đã được phê duyệt quy hoạch</b>					
	An Phát Complex 1 (đã cấp GCN đầu tư)	Nam Sách	2021	180	0%
	Các khu công nghiệp khác			1477	

Nguồn: BQL các KCN tỉnh Hải Dương, SBSI tổng hợp

KCN An Phát Complex 1 có diện tích 180ha với diện tích thương mại 130ha, giá cho thuê đất trung bình 85 USD/ha/chu kỳ thuê. Ước tính dự án KCN An Phát Complex 1 đem về cho AAA khoảng 2.560 tỷ đồng doanh thu và 795 tỷ đồng lợi nhuận trong 5 năm tới.

**Kế hoạch phát hành 75 triệu cổ phiếu giúp huy động nguồn vốn cần thiết để phát triển HĐKD**

Ngày 5/2/2021, ĐHCĐ AAA đã thông qua phương án phát hành 75 triệu cổ phiếu ra công chúng theo phương thức đấu giá công khai qua HOSE, không giới hạn nhà đầu tư. Giá khởi điểm bán đấu giá là 14.000 đồng/cổ phần, tổng khối lượng vốn huy động dự kiến là 1.050 tỷ đồng, dự kiến đợt đấu giá sẽ được tiến hành vào tháng 5/2021, số vốn huy động được sẽ dùng để cơ cấu nợ vay và phát triển kinh doanh. Đây là thông tin tích cực đối với tình hình tài chính cũng như triển vọng kinh doanh của Công ty.

## Tăng tỷ lệ bao bì tự hủy và tối đa hóa công suất sản xuất bao bì công nghiệp giúp tăng biên lợi nhuận

Kể từ năm 2019, AAA đã cho ra mắt dòng sản phẩm bao bì tự hủy sinh học và liên tục tăng công suất cho tới nay. Việc sản xuất bao bì tự hủy hiện đang sử dụng các dây chuyền sản xuất bao bì có sẵn của AAA, có thể chuyển đổi linh hoạt mà không cần tốn thêm chi phí đầu tư mới. Tuy nhiên, Công ty vẫn tiếp tục đầu tư thêm nhà máy số 8 với công suất 9.600 tấn/năm sản xuất túi tự hủy để nâng cao năng lực cạnh tranh và đáp ứng nhu cầu về bao bì tự hủy liên tục tăng nhanh trên phạm vi toàn cầu. Với tiềm năng thị trường lớn, đặc biệt tại Châu Âu và Mỹ, Tập đoàn có thể tận dụng được lợi thế sản xuất từ nguyên liệu đến thành phẩm để giảm giá thành, cạnh tranh được với các nhà sản xuất lớn trên thế giới. Theo tính toán của Tập đoàn, việc tự sản xuất nguyên liệu sẽ giúp AAA tiết kiệm được 30-40% chi phí nguyên liệu so với việc nhập khẩu như hiện tại, điều này giúp AAA đưa ra được giá bán cạnh tranh, đảm bảo đầu ra cho sản phẩm, đồng thời làm tăng biên lợi nhuận của Công ty.

Với việc mua chi phối Bao bì An Vinh, bắt đầu từ giữa 2020, AAA đã ghi nhận doanh thu từ kinh doanh bao bì jumbo trọng tải lớn dùng trong vận tải công nghiệp. Nhà máy An Vinh có công suất thiết kế 12.000 tấn/năm và hiện đang hoạt động 60-70% công suất. An Vinh dự kiến sẽ đóng góp doanh thu trung bình 5-600 tỷ/năm và biên lợi nhuận cao hơn so với biên lợi nhuận bao bì màng mỏng truyền thống khi chạy hết công suất.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	7.429	8.895	10.313	11.518	12.759
Lợi nhuận ròng	283	621	834	1.103	1.319
Vốn chủ sở hữu	4.024	5.128	5.508	6.153	7.012
Tổng tài sản	8.570	9.725	10.398	11.100	12.031
ROA	3,3%	6,4%	8,0%	9,9%	11,0%
ROE	7,0%	12,1%	15,2%	17,9%	18,8%
EPS	1.366	2.012	2.650	3.507	4.190



### Dự phóng

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2021 của AAA đạt 8.895 tỷ đồng tăng 19,7%. Trong đó năm 2021 mảng bất động sản tăng trở lại nhờ vào doanh thu diện tích Complex còn lại và dự án BĐS Complex 1 bắt đầu thương mại từ trong Q3, Q4 /2021. Bên cạnh đó, sản lượng sản xuất bao bì nhựa tiếp tục tăng nhờ vào việc tối ưu năng suất thiết bị và đóng góp từ bao Jumbo của công ty nhựa bao bì An Vinh. Cụ thể:

- (1) Sản xuất hạt nhựa kết thúc năm 2020 đạt 99 nghìn tấn tăng 4% yoy trong bối cảnh dịch Covid 19 làm gián đoạn hoạt động sản xuất kinh doanh. Chúng tôi ước tính sản lượng bao bì năm 2021 của AAA tăng lên gần 105.000 tấn/năm, tăng 6,1% so với năm 2020. Tỷ trọng bao bì phân hủy sinh học tiếp tục tăng và đạt 50% doanh thu đến năm 2023. Ước tính doanh thu bao bì màng mỏng đạt 3.680 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp tăng thêm 1,6% lên 14,6%.
- (2) Bao bì Jumbo đóng góp 500-600 tỷ đồng doanh thu mỗi năm cho AAA. Nằm trong chiến lược mở rộng sản phẩm ngành nhựa, Quý 3/2020, AAA đã mua An Vinh - công ty chuyên sản xuất bao bì Jumbo với sản lượng 12.000 tấn/năm. Chúng tôi dự kiến sau 3 năm đi vào hoạt động từ năm 2019, sản lượng sản xuất của An Vinh sẽ đạt công suất 80%-85% đem về 400 tỷ đồng doanh thu cho AAA trong năm 2021.
- (3) Chúng tôi ước tính trong năm 2021, AAA sẽ ghi nhận gần 15ha diện tích cho thuê mới từ dự án Complex tương ứng doanh thu gần 302 tỷ đồng. Ngoài ra doanh thu cho thuê nhà xưởng và thu phí dịch vụ đạt 128 tỷ đồng. Đối với dự án Complex 1 vừa được chính phủ phê duyệt phương án đầu tư, chúng tôi ước tính công ty sẽ bán được 19ha trong quý 4 và thu về 309 tỷ đồng doanh thu và 126 tỷ đồng lợi nhuận. Như vậy năm 2021, mảng BĐS KCN của AAA sẽ đạt khoảng 740 tỷ đồng doanh thu và 210 tỷ đồng lợi nhuận.
- (4) Kết quả hoạt động công ty con HII tăng mạnh do liên tục mở rộng công suất sản xuất CACO3, hạt Calbest trong 2 năm 2019-2020 thông qua đầu tư thêm dây chuyền, máy mới.

Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của AAA đạt 621 tỷ đồng, gấp 2,2 lần năm 2019 với điểm nhấn lợi nhuận từ BĐS khu công nghiệp và tăng trưởng sản lượng bao bì màng mỏng, bao bì Jumbo.

**Định giá**

Hoạt động kinh doanh của AAA được chia thành 3 mảng chính gồm sản xuất bao bì nhựa, phụ gia nhựa, thương mại hạt nhựa nguyên sinh và bất động sản KCN. Do đó chúng tôi dùng 3 phương pháp định giá là phương pháp so sánh P/E, phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và định giá từng mảng kinh doanh SOTP. Trong đó:

- ♦ Đối với phương pháp P/E, chúng tôi mức P/E trung bình các doanh nghiệp nhựa trong khu vực là 11,8 lần.
- ♦ Đối với phương pháp FCFE, chúng tôi chia 2 giai đoạn để phản ánh dòng tiền của dự án BĐS.
- ♦ Đối với phương pháp SOTP, chúng tôi định giá mảng nhựa theo P/E và mảng BĐS KCN theo NRAV. Cụ thể, mảng sản xuất nhựa có giá trị 4.838 tỷ đồng (tương ứng 16.300 đ/cp) và mảng BĐS KCN có giá trị 1.635 tỷ đồng (Tương ứng 5.510 đ/cp). Tổng giá trị AAA tương đương 6.474 tỷ đồng, tương ứng 21.816 đ/cp

Theo đó, với tỷ lệ mỗi phương pháp là bằng nhau, giá trị định giá cổ phiếu AAA dựa trên 3 phương pháp trên là 24.020 VNĐ/cp. Với triển vọng khả quan trong nửa cuối năm 2020, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA với mức giá mục tiêu (đã pha loãng sau phát hành) là **24.000 VNĐ/CP**.

**Phương pháp PE**

	Đơn vị	Giá trị
LNST 2021	Tỷ đồng	621
SLCP	Cổ phiếu	296.759.974
EPS	VNĐ/CP	2.093
<b>P</b>	VNĐ/CP	<b>23.800</b>

**Phương pháp SOTP**

	Sở hữu	Giá trị thị trường	Giá trị cổ phần	PP định giá
AAA Plastic	100%	4.838.274	16.304	Theo PE
Industrial Park	100%	1.648.907	5.556	Theo NRAV
SLCP LH		296.759.974		
<b>P</b>			<b>21.860</b>	

**Phương pháp PE**

	2021	2022	2023	2024	2025
LNST	621.400	834.485	1.102.706	1.318.750	1.638.811
Vốn lưu động	(52.578)	(213.630)	(284.702)	(192.462)	(96.275)
Khấu hao	255.857	261.226	199.901	179.355	172.437
Đầu tư	(331.516)	(99.516)	(86.015)	(48.775)	0
Vay nợ ròng	(95.565)	307.926	145.602	92.795	(286.272)
Giá trị doanh nghiệp	7.849.269				
SLCP	296.759.974				
<b>P</b>	<b>26.450</b>				

**Tổng hợp**

	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị
FCFE	33%	7.849	26.450
PE	33%	7.063	23.800
SOTP	33%	6.487	21.860
<b>Giá cổ phần</b>			<b>24.037</b>

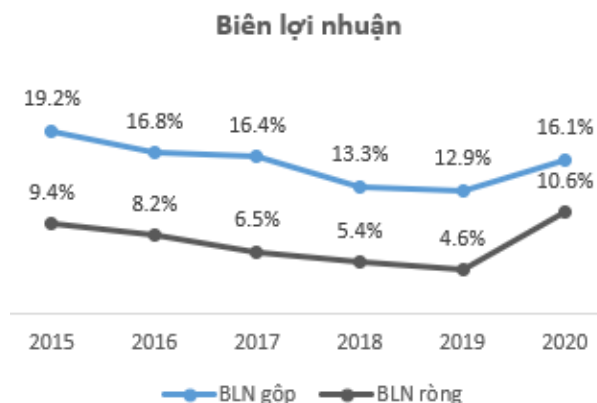
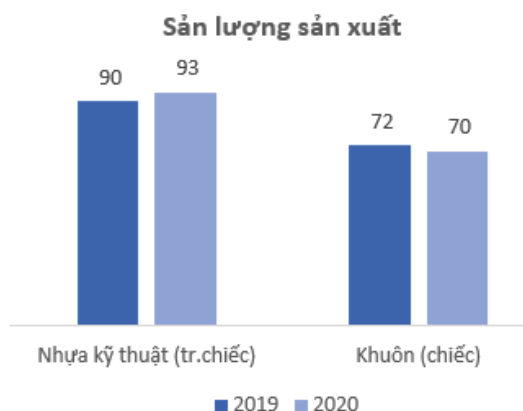


**KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ**  
NGÀY 25/03/2021

Giá thị trường: 61.500 VND  
Giá mục tiêu: 61.600 VND  
Tăng trưởng: +0,1%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CẬP NHẬT KQKD 2020:



*Nguồn: BCTC NHH 2020, Bản tin IR APH*

**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 1.064 tỷ (-14% yoy).** Do đại dịch Covid-19, một số khách hàng lớn của NHH bị gián đoạn sản xuất 1-2 tháng trong nửa đầu 2020, dẫn đến giảm 1 số đơn hàng lớn và doanh thu NHH giảm trong kỳ. Sản lượng nhựa kỹ thuật 2020 đạt 93 triệu chiếc, tăng 4% so với cùng kỳ, song doanh thu trung bình trên mỗi sản phẩm thấp hơn khiến tổng doanh thu giảm. Sản lượng khuôn đạt 70 chiếc, xấp xỉ năm trước.

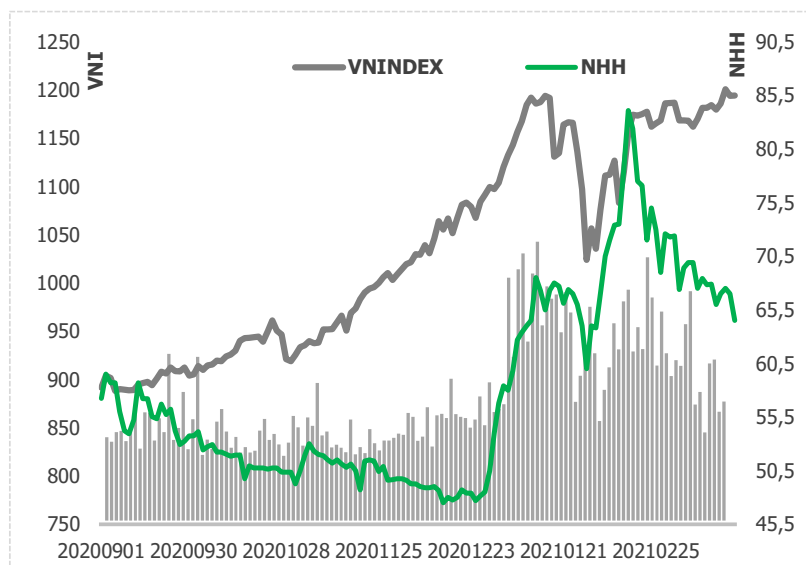
**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 112 tỷ đồng (+98% yoy),** hoàn thành 77% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp ở mức 16,1%, tăng mạnh do chính sách tiết giảm chi phí, cấu trúc sản phẩm cũng như tăng năng suất lao động tại NHH. Lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt 45 tỷ, giảm 36%, nguyên nhân là do tăng chi phí tài chính do tăng vay dài hạn (+160 tỷ) để đầu tư thêm máy móc thiết bị phục vụ sản xuất, và do ghi nhận lỗ trong công ty liên doanh. Trong năm, công ty thực hiện thu tóm An Cường Plastics để phát triển mảng nhựa nội thất, theo đó ghi nhận 1 khoản lãi mua cổ phần, giúp lợi nhuận trước thuế đạt 125 tỷ (+53 tỷ yoy).

#### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	NHH
Giá hiện tại (24/03/2021)	61.500
Số lượng CPLH (cp)	34,440,000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	84.100
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	35.200
KLGD B/quân 1 tháng (cp/phiên)	241.843
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	2.118,1
EPS trailing (VNĐ)	1.658
BVPS (VNĐ)	17.608

#### Cơ cấu cổ đông

	Tỷ lệ
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	55,15%
CTCP Nhựa An Phát Xanh	20,24%
Cổ đông khác	27,61%



**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021:****Triển vọng phát triển mảng linh kiện ô tô, xe máy**

Năm 2020, thị trường ô tô tại Việt Nam nhận được sự hỗ trợ tích cực từ Chính phủ giữa diễn biến phức tạp của dịch bệnh. Cụ thể, tháng 6/2020 chính thức giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước; tháng 7/2020 chính thức giảm thuế nhập khẩu nguyên liệu, vật liệu, linh kiện để sản xuất, lắp ráp ô tô về 0%; tháng 8/2020 EVFTA chính thức có hiệu lực, xóa bỏ thuế nhập khẩu ô tô từ EU theo lộ trình 10 năm. Nhờ có các chính sách này, doanh số ô tô tại Việt Nam đã phục hồi mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2020. Bên cạnh đó, các dòng ô tô, xe máy điện của Vinfast ra mắt năm 2020, 2021 liên tục gia tăng sản lượng. Như vậy, có thể kỳ vọng về việc gia tăng đơn hàng linh kiện từ các hãng xe này trong năm 2021, trong bối cảnh dịch bệnh cơ bản được kiểm soát tại Việt Nam.

**Tiềm năng từ mở rộng mảng linh kiện điện tử điện máy và khuôn mẫu**

Việc kiểm soát hiệu quả đại dịch Covid-19 cùng với việc ký kết các Hiệp định Thương mại tự do, hàng loạt tập đoàn công nghệ toàn cầu đã theo làn sóng đầu tư đang dịch chuyển để tìm đến Việt Nam. Tiêu điểm là Foxconn, Pegatron, Wistron, Luxshare, là các đối tác lắp ráp iPhone lớn nhất của Apple, đã quyết định mở rộng sản xuất tại Việt Nam. Bên cạnh đó là Sharp, Nintendo và Komatsu từ Nhật Bản, Lenovo, Techtronic từ Hồng Kông cũng đã công bố kế hoạch chuyển đến hoặc mở rộng sản xuất tại Việt Nam. Với lợi thế kinh nghiệm sản xuất linh kiện điện thoại cho Samsung, linh kiện điện tử điện máy cho Brother, Panasonic, động thái trên của các tập đoàn công nghệ mở ra một cơ hội lớn cho Nhựa Hà Nội trong việc phát triển mảng linh kiện nhựa và khuôn mẫu trong thời gian tới đây.

**Đẩy mạnh xuất khẩu sàn nhựa An Cường Plastics (ACP)**

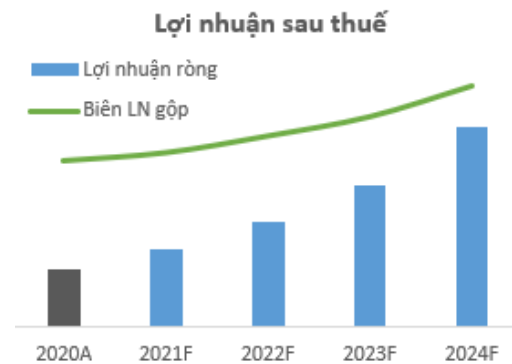
Năm 2020, thị trường thế giới tiêu thụ 1,1 tỷ m<sup>2</sup> sàn nhựa, trong đó thị trường Hoa Kỳ tiêu thụ 325,2 triệu m<sup>2</sup> và được dự báo tăng trưởng với tốc độ 6,5% trong giai đoạn 2021-2026. Sàn nhựa đang là xu hướng trong thập kỷ mới, tăng trưởng với tốc độ cao, là giải pháp thay thế hiệu quả cho các vật liệu tự nhiên như bê tông, gốm, đá và gỗ do thể hiện nhiều ưu thế hơn, đặc biệt ở độ bền, khả năng chống thấm nước, dễ làm sạch và lắp đặt, thiết kế linh hoạt và chi phí thấp. Đây là xu hướng không thể đảo ngược, vì cùng với sự phát triển của khoa học công nghệ, vật liệu nhân tạo sẽ ngày càng được nâng cấp, khoảng cách về thẩm mỹ và chất lượng sẽ ngày càng được nới rộng so với các vật liệu tự nhiên khác.

Cuối năm 2020, NHH đã mua lại toàn bộ ACP, công ty sản xuất ván và sàn nhựa SPC. ACP có công suất thiết kế 4 triệu m<sup>2</sup> sàn SPC, định hướng xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ, ACP 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 của NHH.

Biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện trở lại mức quá khứ: Biên lợi nhuận gộp của NHH cải thiện lên mức 14,8% trong 6T2020 nhờ vào chính sách tiết giảm chi phí, cấu trúc sản phẩm cũng như tăng năng suất lao động của NHH. Chúng tôi kỳ vọng mức biên LNG sẽ tiếp tục cải thiện trong thời gian tới về mức quá khứ là trên 17%.

**DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	1.064	1.900	2.145	2.325	2.587
Lợi nhuận ròng	112	152	204	275	390
Vốn chủ sở hữu	639	615	746	947	1.264
Tổng tài sản	1.702	1.843	1.872	1.931	2.195
ROA	7,9%	24,7%	27,3%	29,0%	30,8%
ROE	19,9%	8,2%	10,9%	14,2%	17,8%
EPS	3.168	4.163	5.595	7.536	10.696

**Dự phóng**

Trong năm 2020, công ty thu hẹp hoạt động thương mại, tập trung hoạt động sản xuất các đơn hàng linh kiện nhựa với sản lượng linh kiện tăng 3,9% lên 93,2 nghìn linh kiện. Đồng thời mở rộng hoạt động sang mảng nhựa xây dựng với việc mua công ty An Cường. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự kiến doanh thu NHH năm 2021 đạt 1.900 tỷ đồng, tăng 78,5% so với 2020. Năm 2021 là cũng là năm các dự án, công ty con của NHH bắt đầu đi vào hoạt động ổn định như dự án nhà máy khuôn, dự án sản xuất ván sàn An Cường. Cụ thể:

- Đối với hoạt động sản xuất linh kiện nhựa kỹ thuật cho các hãng xe máy, ô tô, linh kiện điện, điện tử chúng tôi dự kiến sản lượng linh kiện của NHH tiếp tục tăng sau khi An Trung tăng công suất. Chúng tôi ước tính doanh thu linh kiện nhựa đạt 1.270 tỷ đồng, tăng 21,5% so với năm 2020. Mức tăng trưởng trên cũng phản ánh một phần sản lượng NHH phục hồi do ảnh hưởng của dịch COVID19 trong năm 2020.
- Mảng sàn nhựa An Cường bắt đầu đóng góp doanh thu từ 2021. Với sản lượng 4 triệu sản phẩm/năm, chúng tôi dự kiến trong năm 2021, doanh thu ván sàn An Cường đạt 545 tỷ đồng nhờ vào việc đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Mỹ, Châu Âu sau khi An Cường vượt qua các bài kiểm nghiệm về chất lượng để có đầy đủ các chứng nhận lưu hành sản phẩm trong năm 2020.

Như vậy với triển vọng tăng trưởng của mảng linh kiện nhựa truyền thống và sàn nhựa, chúng tôi ước tính doanh thu của NHH đạt 1.900 tỷ đồng tăng 78,5% yoy, LNST đạt 150 tỷ tăng 30% so với LNST 2020 và tăng gần 2 lần so với LNST điều chỉnh lợi nhuận bất thường. Tổng chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng 110% do NHH đẩy mạnh bán sàn nhựa sang thị trường nước ngoài.

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá FCFE và PE để xác định giá trị doanh nghiệp.

Với phương pháp FCFE, chúng tôi dự phóng (1) tăng trưởng linh kiện nhựa xe máy, ô tô tăng trưởng ổn định với CAGR 3% mỗi năm; (2) ván sàn nhựa An Cường doanh thu sau 5 năm đạt 1.000-1.200 tỷ đồng và lợi nhuận đạt 220 tỷ đồng; (3) tăng trưởng linh kiện nhựa điện, điện tử, nhựa kỹ thuật khác đạt công suất tối đa từ năm 2023. Theo đó, giá trị vốn chủ NHH phản ánh tăng trưởng trên là 2.696 tỷ đồng, tương đương 73.990 đ/cp.

Với phương pháp PE, chúng tôi sử dụng mức PE bình quân ngành 11,8 lần để xác định giá trị doanh nghiệp.

Tỷ trọng mỗi phương pháp là 50%, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu NHH với giá mục tiêu là **61.600 VND/CP** cho năm 2021.

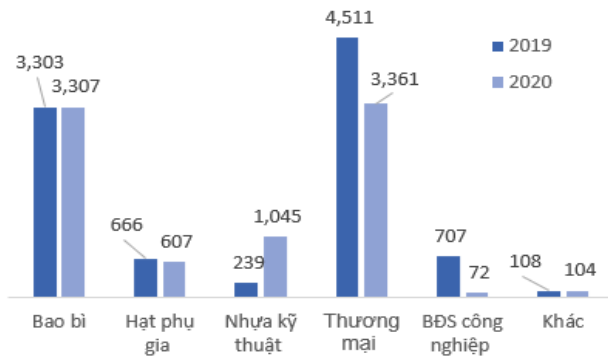
**KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ**  
NGÀY 25/03/2021

Giá thị trường: 48.800 VND  
Giá mục tiêu: 60.700 VND  
Tăng trưởng: +24,4%

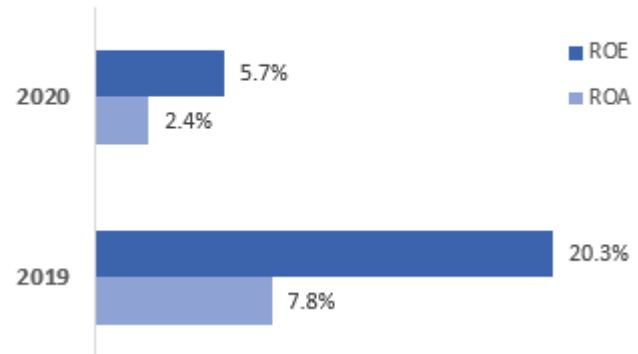
Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CẬP NHẬT KQKD 2020:

**DOANH THU HỢP NHẤT THEO LĨNH VỰC (TỶ ĐỒNG)**



**KHẢ NĂNG SINH LỜI**



Nguồn: BCTC APH 2020, Bản tin IR APH

**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 8.485 tỷ (-11% yoy)**, trong đó mảng bao bì và thương mại hạt nhựa chiếm tỷ trọng cao nhất (40% mỗi mảng). Như đã đề cập ở trên, các nguyên nhân chính dẫn đến sự suy giảm doanh thu của APH bao gồm: (1) giá dầu giảm nửa đầu năm 2020 dẫn đến giá hạt nhựa giảm, (2) ảnh hưởng của Covid-19 lên sản lượng thương mại hạt nhựa và sản lượng linh kiện nhựa ô tô xe máy, và (3) không phát sinh doanh thu từ BĐS công nghiệp

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 242 tỷ đồng (-66% yoy)**, hoàn thành 37% kế hoạch năm. Lợi nhuận giảm do nguyên nhân tương tự công ty AAA khi lợi nhuận khu công nghiệp không đáng kể so với năm 2019.

#### Thông tin cổ phiếu

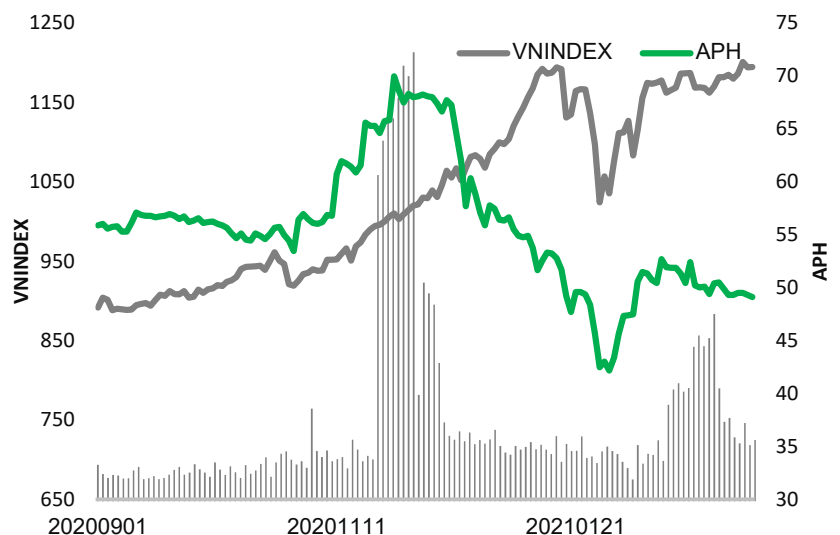
Mã chứng khoán	APH
Giá hiện tại (24/03/2020)	48.800
Số lượng CPLH (tr cp)	146.677.390
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	69.900
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	37.700
KLGD B/quần 1 tháng (cp/phiên)	674.454
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	6.870,57
EPS trailing (VNĐ)	3.433
BVPS (VNĐ)	31.540

#### Cơ cấu cổ đông

	Tỷ lệ
CTTNHH IGG USA VN	35,45%
KB Securities	9,62%
Cổ đông khác	54,93%

#### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	11.500
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	590
Cổ tức	10%



**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2021**

**Màng bao bì:** Màng bao bì truyền thống và thương mại hạt nhựa được cải thiện trong nửa cuối năm 2020 do triển vọng giá hạt nhựa phục hồi và tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2021. Sản phẩm tự hủy là động lực tăng trưởng trong tương lai của APH: Mục tiêu doanh thu sản phẩm tự hủy của APH chiếm khoảng 50% doanh thu bao bì trong 5 năm tới, việc tự sản xuất nguyên liệu tự hủy giúp AAA tiết kiệm được 30-40% chi phí nguyên liệu so với việc nhập khẩu như hiện tại.

**Màng Nhựa kỹ thuật:** Nhựa kỹ thuật còn nhiều dư địa tăng trưởng nhờ vào xu hướng chuyển dịch sản xuất của các công ty FDI sang Việt Nam cũng như các chính sách hỗ trợ của Chính phủ. Dịch Covid-19 cơ bản được kiểm soát ở Việt Nam giúp đem trở lại các đơn hàng trong 2021. Với sự góp mặt của An Cường Plastics trong thời gian tới, biên lợi nhuận của NHH cũng sẽ được cải thiện hơn.

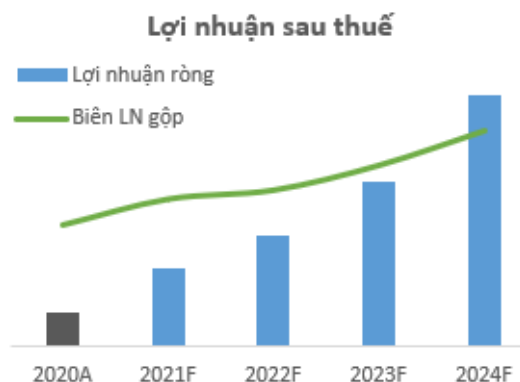
**Màng Khu công nghiệp:** Ngành bất động sản khu công nghiệp vẫn đang có xu hướng tăng trưởng nhờ triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam, mặt bằng lãi suất thấp do chính sách hỗ trợ Covid-19, xu hướng chuyển dịch các doanh nghiệp từ Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ Trung, và các hiệp định thương mại được ký kết bắt đầu có hiệu lực. Mặt khác, chuỗi giá trị sản xuất tại tỉnh Hải Dương ngày càng được cải thiện do thu hút được nhiều doanh nghiệp quy mô lớn công nghệ cao khiến nhu cầu đất CN ngày càng tăng, trong bối cảnh quỹ đất từ nay đến 2022 không còn nhiều, sẽ là lợi thế cho KCN mới An Phát Complex 1 khi đưa vào hoạt động năm 2022.

**Dự án PBAT:** Đầu năm 2021, APH đã bắt đầu triển khai dự án PBAT với công suất 30.000 tấn/năm, đặt nhà máy tại KCN Đình Vũ, Hải Phòng, dự kiến nhà máy đi vào hoạt động năm 2023, trong đó hạt nhựa tự hủy PBAT sản xuất ra một phần tiêu thụ nội bộ để sản xuất bao bì tự hủy, phần còn lại bán ra ngoài. Dự án có nhiều yếu tố khả thi:

- ♦ **Xu hướng đầu tư “xanh” toàn cầu:** Hơn 112 quốc gia đã áp đặt lệnh cấm hoặc áp thuế đối với nhựa sử dụng một lần để giải quyết tình trạng ô nhiễm rác thải nhựa. Trong đó Việt Nam tiêu thụ 300 nghìn tấn nhựa sử dụng một lần mỗi năm, là thị trường đầy hứa hẹn khi lệnh cấm đối với tất cả các loại nhựa sử dụng một lần có hiệu lực vào năm 2025. Dự kiến, thị trường nhựa sinh học toàn cầu sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 21,7% trong giai đoạn 2020-2025.
- ♦ **Lợi thế về quy mô giúp tăng tính cạnh tranh:** Tập đoàn hiện là nhà sản xuất bao bì màng mỏng lớn nhất Đông Nam Á mang lại khả năng thương lượng tốt hơn với các nhà cung cấp và khách hàng. Việc tự chủ nguyên liệu cũng sẽ khiến giá thành giảm, khiến sản phẩm cạnh tranh hơn trên thị trường. Với nhiều năm kinh nghiệm kinh doanh bao bì và hạt nhựa nguyên liệu với cơ sở khách hàng đa dạng, không có khách hàng nào chiếm trên 10% doanh số, cũng là lợi thế của APH trong việc phát triển kinh doanh sản phẩm tự hủy.
- ♦ **Kinh nghiệm thương mại hóa thành công tại thị trường Việt Nam:** Năm 2019, Tập đoàn đã bắt đầu sản xuất kinh doanh dòng sản phẩm tự hủy sinh học với thương hiệu ANECO, được bày bán rộng rãi khắp các siêu thị trên toàn quốc như Vinmart, BigC, Co.opmart, Lotte,... Ưu điểm của dòng sản phẩm ANECO là khả năng phân hủy hoàn toàn thành nước, CO2 và mùn nuôi cây trong vòng 6-12 tháng trong môi trường chôn lấp thông thường, thay vì chỉ phân rã ra các hạt vi nhựa như các thương hiệu nhựa sinh học khác được bán tại thị trường trong nước. Đây là yếu tố then chốt giúp sản phẩm tự hủy của An Phát có chỗ đứng riêng, chiếm được thị phần tại Việt Nam.
- ♦ **Các khách hàng hiện hữu và tiềm năng của APH đã và đang chuyển đổi sang sử dụng sản phẩm tự hủy sinh học:** 60% các công ty hàng đầu thế giới các ngành thực phẩm, bao bì và bán lẻ đã tham gia vào Chương trình Cam kết toàn cầu (Global Commitment) của Liên hợp quốc về giảm ô nhiễm nhựa, trong đó có 1 số khách hàng thứ cấp của An Phát như Walmart, Target, 7-eleven... Vào năm 2019, Walmart đã công bố mục tiêu sử dụng 100% bao bì có thể tái chế, tái sử dụng hoặc có thể phân hủy công nghiệp cho các thương hiệu riêng của mình và tăng ít nhất 17% việc tái chế bao bì nhựa vào năm 2025. Cùng năm, 7-Eleven thông báo túi nhựa dùng một lần của họ sẽ được thay thế bằng túi giấy hoặc các loại túi tự hủy sinh học và giảm mức sử dụng nhựa xuống hơn một nửa vào năm 2030 và về 0 vào năm 2050. Đây là những động thái tích cực cho thấy triển vọng của ngành nhựa tự hủy trong thời gian tới.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	8.485	11.531	13.386	15.337	17.082
Lợi nhuận ròng	242	559	819	1.219	1.853
Vốn chủ sở hữu	4.393	6.553	7.740	8.757	10.306
Tổng tài sản	10.434	13.619	15.221	16.322	17.625
ROA	2,4%	4,2%	5,4%	7,5%	10,5%
ROE	5,7%	7,2%	8,1%	11,7%	18,4%
EPS	509	973	1.414	2.411	4.387



## Dự phóng

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh APH dựa trên dự phóng từng mảng kinh doanh trong đó (1) Trong ngắn hạn sẽ đến từ mảng kinh doanh bất động sản tại Complex và 2 nhà máy sản xuất bao bì Jumbo An Vinh, ván sàn nhựa An Cường; (2) Trong dài hạn là dự án nhựa tự hủy sinh học PBAT. Những dự báo về kết quả kinh doanh của APH của chúng tôi như sau:

## ♦ Trong năm 2021:

- Diện tích BĐS KCN cho thuê mới đạt 34ha tương đương 740 tỷ đồng doanh thu và 210 tỷ đồng lợi nhuận gồm phần còn lại dự án Complex và phần dự án mới An Phát Complex 1.
- Nhà máy An Cường, An Vinh nâng sản lượng sản xuất sau khi APH thu tóm và cung cấp hỗ trợ tài chính. Chúng tôi ước tính doanh thu từ bao bì Jumbo và sàn nhựa SPC khoảng 945 tỷ đồng trong năm 2021.
- Bao bì màng mỏng tiếp tục tối ưu sản lượng lên mức tối đa đồng thời cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 14,6% nhờ vào dịch chuyển cơ cấu sản phẩm sang bao bì tự hủy sinh học.
- Sản lượng nhựa kỹ thuật tăng nhờ vào nhà máy linh kiện nhựa An Trung chuyên sản xuất các linh kiện điện, điện tử. Đồng thời sản lượng linh kiện cho xe máy, ô tô phục hồi sau dịch Covid19.

Chúng tôi ước tính năm 2021 doanh thu và LNST của APH lần lượt đạt 11.531 tỷ đồng, 559 tỷ đồng tương đương tăng 35,9% và 230% so với 2020.

## ♦ Trong giai đoạn 2022-2023:

- Nhà máy 8 với sản lượng 9.600 tấn/năm giúp APH mở rộng năng lực sản xuất bao bì tự hủy.
- Dự án An Phát Complex 1 với diện tích 130ha thương mại dự kiến cho thuê mới 45ha.
- An Cường, An Vinh đạt công suất tối đa từ năm 2022.

## ♦ Từ năm 2024:

- Dự án PBAT 30.000 tấn/năm đạt công suất tối đa giúp cải thiện mạnh biên gộp mảng bao bì tự hủy
- Dự án An Phát Complex 1 đạt tỷ lệ lấp đầy 100% và An Phát mở rộng thêm các dự án mới với doanh thu BĐS KCN từ cho thuê mới và thu dịch vụ hàng năm 600 tỷ mỗi năm.

## Định giá

APH hoạt động trên 3 lĩnh vực kinh doanh là bao bì, nhựa kỹ thuật và BĐS KCN đồng thời sở hữu 14 công ty con và liên kết với các mảng kinh doanh riêng. Do đó, chúng tôi lựa chọn 2 phương pháp là DCF và SOTP để định giá doanh nghiệp.

Đối với phương pháp DCF, chúng tôi xác định 2 giai đoạn trong đó (1) 2020-2025 là giai đoạn APH phát triển mạnh với dự án PBAT, dự án BĐS KCN An Bình Quốc Tuấn, dự án Nhà máy 8, dự án chuyển đổi sản phẩm sang phân hủy sinh học; (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 các phương pháp định giá, giá trị vốn chủ sở hữu APH theo phương pháp DCF và SOTP lần lượt là 9.473 tỷ đồng và 9.279 tỷ đồng. Với tỷ trọng 2 phương pháp là 50%, giá trị mỗi cổ phần APH đạt **60.700 VNĐ/CP**. Trên cơ sở định giá và triển vọng doanh nghiệp trong 5 năm tới, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu APH.

## Phương Pháp SOTP

	Sở hữu	Giá trị thị trường	Giá trị sở hữu/cổ phần
AAA	53,2%	7.849.269	20.328
NHH	62,9%	2.696.135	8.260
PBAT	100%	8.289.303	40.367
SLCP LH		205.348.275	
<b>Giá cp</b>			<b>68.955</b>

## Phương Pháp FCFE

	2021	2022	2023	2024	2025
LNST	559.369	806.709	1.202.030	1.834.759	2.465.256
Vốn lưu động	(387.037)	(234.628)	(378.236)	(319.327)	(121.372)
Khấu hao	399.356	427.638	545.656	554.143	546.734
Đầu tư	(971.700)	(773.160)	(1.033.072)	(48.775)	0
Vay nợ ròng	566.449	390.758	(43.280)	(414.869)	(416.933)
Giá trị doanh nghiệp	10.784.924				
SLCP	205.348.275				
<b>Giá cp</b>	<b>52.520</b>				

## Tổng hợp

	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Giá trị
FCFE	50%	10.785	52.520
SOTP	50%	14.160	68.955
<b>Giá dự phóng (VNĐ/cp)</b>			<b>60.738</b>

## **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)