

KHUYẾN NGHỊ: MUA
NGÀY 20/07/2020

Giá niêm yết: 41,500 VND
Giá mục tiêu: 52,770 VND
Tăng trưởng: +27.2%

Phòng khách hàng doanh nghiệp
Email: khdn@sbsi.vn

Thông tin cổ phiếu

Vốn điều lệ (Tỷ VNĐ)	146.7
Doanh thu 2019 (Tỷ VNĐ)	9,513
Lợi nhuận 2019 (Tỷ VNĐ)	438
EPS (VNĐ)	3,076
Giá trị sổ sách (VNĐ)	28,537

Cơ cấu cổ đông

	Tỷ lệ
IGG USA Việt Nam	35.5%
CTCK KB Việt Nam	9.6%
Khác	54.9%

Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu 2020 (Tỷ VNĐ)	12,000
Lợi nhuận 2020 (Tỷ VNĐ)	650

Điểm nhấn đầu tư:

- Mảng bao bì truyền thống duy trì ổn định: Nhà máy APH có công suất thiết kế 108 nghìn tấn/năm, năm 2019 sản lượng bao bì của APH đạt hơn 94 nghìn tấn/năm, như vậy sản lượng tối đa của APH còn có thể tăng thêm khoảng 14 -15%. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu của công ty sẽ dịch chuyển dần sang thị trường Mỹ, Nhật Bản.
- 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. Theo Allied Market Research, thị trường sản phẩm tự hủy tăng trưởng trung bình 18.8%/năm từ 2017. Với mạng lưới khách hàng đa dạng và trên 90% doanh thu từ xuất khẩu, các sản phẩm tự hủy của APH dễ dàng tiếp cận khách hàng.
- Biên lợi nhuận sản xuất tăng mạnh sau khi nhà máy nguyên liệu tự hủy đi vào hoạt động: Trên thế giới có khoảng 4 nhà sản xuất nguyên liệu tự hủy với quy mô lớn. Trong năm 2019, APH đã mua lại công nghệ sản xuất nguyên liệu PBAT và trở thành công ty đầu tiên tại Việt Nam sở hữu công nghệ sản xuất nguyên liệu tự hủy sinh học. Với việc làm chủ công nghệ sản xuất nguyên liệu, biên lợi nhuận gộp sản phẩm tự hủy của APH kỳ vọng sẽ tăng thêm 10%-20% sau khi nhà máy PBAT đi vào hoạt động.
- 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 tăng tỷ lệ nội địa hóa của các hãng sản xuất ô tô và điện thoại tại Việt Nam.

Dự phóng kết quả kinh doanh:

Chúng tôi dự phóng năm 2020, doanh thu APH đạt 11,843 tỷ đồng (+24.5% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 576 tỷ đồng (-19.1%) do không có Lợi nhuận bất thường. LNST kỳ vọng tăng trưởng trung bình 19,6% cho 5 năm tiếp theo.

Rủi ro đầu tư:

- Dự án PBAT có tổng mức đầu tư 1.500 tỷ đồng, tương đương 15% tổng tài sản hợp nhất theo BCTC 2019 của APH. Cơ cấu vốn cho dự án gồm 50% vốn chủ và 50% vốn vay thương mại. Dự án được triển khai trong giai đoạn 2020-2021, sẽ tạo ra áp lực dòng tiền và chi phí tài chính lớn cho APH trong những năm đầu.
- Rủi ro pha loãng do APH phát hành cho cổ đông chiến lược nhằm huy động vốn cho dự án PBAT.
- Rủi ro do dịch Covid 19 lên các khách hàng của APH

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

	ĐVT	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu	Tỷ đồng	2.485	8.027	9.513	11.843
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	325	674	1.082	1.648
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	133	176	712	576
LNST của công ty mẹ	Tỷ đồng	23	30	438	258
EPS	Đồng	272	187	3.433	1.678
Tăng trưởng EPS	%		-31%	1.736%	-51%
ROE	%	6.7%	6.0%	17.5%	12.3%
ROA	%	0.5%	0.4%	4.4%	2.0%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin chung

CTCP Tập đoàn An Phát Holdings được thành lập từ tháng 03/2017 với lĩnh vực hoạt động kinh doanh chính trong ngành công nghiệp nhựa, cụ thể là sản xuất các sản phẩm bao bì nhựa và nhựa kỹ thuật. Hiện nay, APH là công ty mẹ của CTCP Nhựa An Phát xanh, CTCP Nhựa Hà Nội và sở hữu 9 công ty con khác.

2. Lịch sử hình thành và phát triển

2002: Thành lập công ty Anh Hai Duy, tiền thân của Công ty cổ phần An Phát Xanh
2005: Nhà máy đầu tiên của An Phát bắt đầu hoạt động tại Hải Dương với mục tiêu mở rộng sang thị trường xuất khẩu.

2009: Thành lập CTCP An Tiến Industries, công ty sản xuất phụ gia hạt nhựa cho chính công ty mẹ .

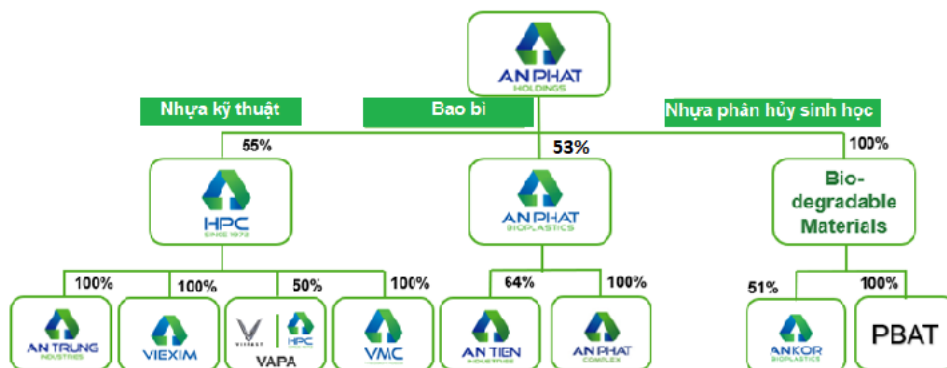
2010: CTCP An Phát Xanh được niêm yết trên sàn HNX (AAA). Với quy mô sản xuất được mở rộng, AAA bắt đầu nhận đơn hàng từ các khách hàng Nhật Bản.

2017: CTCP Tập đoàn An Phát Holdings được thành lập và hoạt động theo mô hình tập đoàn. AAA trở thành nhà xuất khẩu bao bì nhựa lớn nhất khu vực Đông Nam Á sau khi hoàn thành xây dựng nhà máy 6 và nhà máy 7, đưa sản lượng công suất lên hơn 8000 tấn /tháng.

2018: CTCP nhựa Hà Nội (NHH) trở thành thành viên của Tập đoàn An Phát, bước đệm cho việc mở rộng sang mảng sản xuất nhựa công nghệ cao của tập đoàn An Phát Holdings.

2019: ANKOR(công ty sản xuất nguyên liệu sinh học phân hủy hoàn toàn của Hàn Quốc) trở thành thành viên của Tập đoàn An Phát. Tập đoàn bắt đầu chuyển định hướng kinh doanh các sản phẩm xanh với thương hiệu ANECO.

2020: APH tiến hành IPO và niêm yết trên HOSE. APH đầu tư dự án sản xuất nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học PBAT.

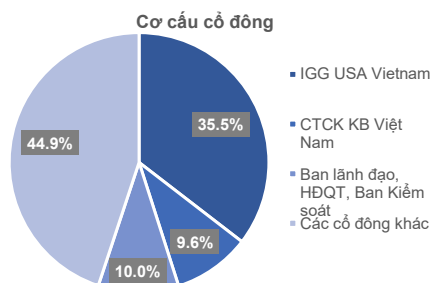


3. Cấu trúc sở hữu và vốn điều lệ

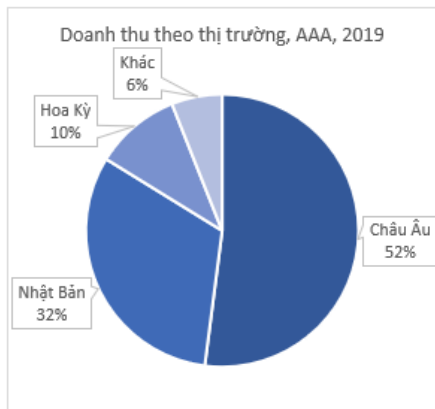
APH được thành lập từ năm 2017 và trải qua 7 lần tăng vốn. Tính đến Q1.2020, Vốn điều lệ APH đạt 1.424 tỷ đồng. Trong Q2.2020 công ty đã IPO thành công 4,3 triệu cổ phiếu với mức giá trúng trung bình 50.018 đồng/cổ phiếu, qua đó nâng vốn điều lệ lên 1.468 tỷ đồng. APH dự kiến niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 28/7/2020 với giá tham chiếu là 41.500 đồng/cp.

Các cổ đông lớn:

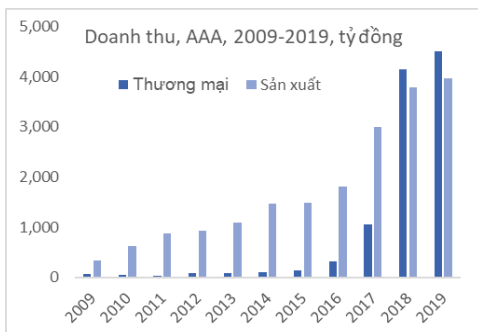
Cổ đông lớn nhất của APH là IGG USA Việt Nam với sở hữu 35.45% vốn điều lệ. Các tổ chức và cá nhân khác nắm giữ 64.55% trong đó công ty chứng khoán KB Việt Nam sở hữu 9.62% vốn điều lệ. IGG USA là đối tác của APH tại thị trường Hoa Kỳ, định hướng giúp tập đoàn mở rộng các hoạt động xuất khẩu và kinh doanh tại



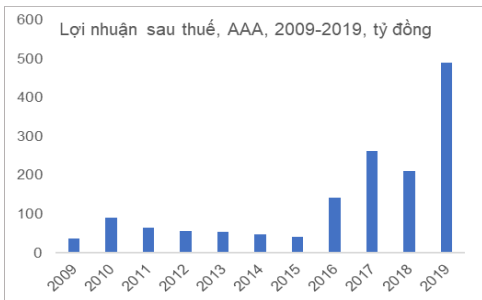
Nguồn: APH



Nguồn: Báo cáo thường niên AAA



Nguồn: Báo cáo tài chính AAA



Nguồn: Báo cáo tài chính AAA

thị trường này. KB Việt Nam, đại diện cho nhà đầu tư Hàn Quốc Value System, tham gia đầu tư vào APH từ đầu năm 2018.

4. Tổng quan hoạt động kinh doanh

CTCP Tập đoàn An Phát Holdings là công ty mẹ của nhóm các công ty hoạt động trong lĩnh vực sản xuất sản phẩm nhựa. Hoạt động chính của APH là xây dựng và phát triển các ngành kinh doanh, trở thành trung tâm nghiên cứu và phát triển của tập đoàn, xây dựng các quan hệ đầu tư, mở rộng đối tác nước ngoài, huy động vốn cho các hoạt động kinh doanh, xây dựng chiến lược phát triển, thương hiệu và các sản phẩm theo định hướng tập đoàn. Ngoài ra, công ty cũng trực tiếp tham gia vào các dự án sản xuất sản phẩm sinh học phân hủy hoàn toàn.

Hiện tại, công ty sở hữu 2 công ty con là CTCP An Phát Xanh và CTCP Nhựa Hà Nội và sở hữu gián tiếp nhiều công ty khác trong các lĩnh vực liên quan tới 2 công ty con này. Mô hình tổ chức công ty theo mô hình tập đoàn.

Hoạt động kinh doanh chính của công ty gồm: sản xuất bao bì nhựa, nhựa kỹ thuật và nguyên liệu nhựa.

4.1. Bao bì nhựa

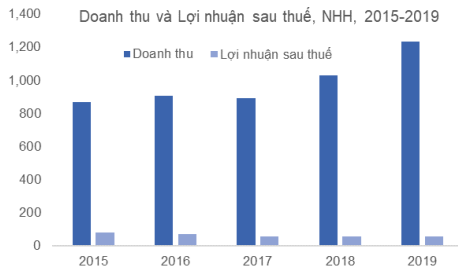
Màng bao bì nhựa của tập đoàn An Phát được sản xuất tại CTCP An Phát Xanh. Các công ty thành viên khác tham gia kinh doanh bao bì nhựa gồm: CTCP An Tiến Industries, An Thành Singapore và An Thành Bicsol.

CTCP An Phát Xanh (AAA) được thành lập từ năm 2002, hiện nay đứng đầu trong khu vực Đông Nam Á và đứng đầu tại Việt Nam về xuất khẩu bao bì nhựa. Công ty có khoảng 2,500 nhân viên và sở hữu 7 nhà máy với tổng diện tích 38 ha, xuất khẩu tới hơn 50 quốc gia trên thế giới. Các sản phẩm chính của CTCP An Phát Xanh gồm: Túi thực phẩm, túi siêu thị, túi rác, màng nông nghiệp... AAA hiện đang là doanh nghiệp dẫn đầu Đông Nam Á trong sản xuất bao bì, màng mỏng nhựa. Ngoài ra, công ty con của AAA là An Tiến Industries (HII:HSX) sở hữu 2 nhà

Nhà máy	Công suất thiết kế	Sản phẩm chính	Sản lượng 2019 (Tấn)
Nhà máy 1	13,200	Túi thực phẩm, túi rác, màng nông nghiệp; nhựa HDPE, LDPE,	13,937
Nhà máy 2	22,800	Túi thực phẩm, túi rác, màng nông nghiệp; nhựa HDPE, LDPE,	19,909
Nhà máy 3	14,400	Túi thực phẩm	13,542
Nhà máy 5	11,000	Túi T shirt, túi Flat	11,241
Nhà máy 6	37,000	Túi cho thị trường Nhật bản	32,959
Nhà máy 7	9,600	Túi cho thị trường Mỹ	8,386
Nhà máy bột đá CACO3	220,000	Hạt nhựa phụ gia (ANCAL)	77,682
Nhà máy hạt nhựa phụ gia	150,000	Bột đá CaCo3	67,618

máy tại Yên Bái, sản xuất phụ gia hạt nhựa phục vụ chính AAA và nhu cầu xuất khẩu.

Doanh thu CTCP Nhựa An Phát Xanh đến từ 2 mảng chính: sản xuất (Chủ yếu là túi nhựa và phụ gia hạt nhựa) và thương mại (hạt nhựa nguyên sinh). Trong năm 2019, doanh thu sản xuất của AAA đạt 3,970 tỷ đồng, thương mại hạt nhựa đạt 4,510 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp các mảng lần lượt là 15.6% và 2.6%. Phần lớn sản phẩm của công ty được xuất khẩu. Theo báo cáo năm 2019, thị trường Châu



Nguồn: BCTC NHH

Âu chiếm 52%, thị trường Nhật Bản chiếm 32% tổng doanh thu AAA. Trải qua 10 năm phát triển từ khi niêm yết trên sàn giao dịch, Quy mô doanh thu và sản lượng sản xuất của AAA tăng gấp 10 lần so với năm 2009.

4.2. Nhựa kỹ thuật

Nhựa kỹ thuật của AAA được sản xuất tập trung tại CTCP Nhựa Hà Nội và các công ty thành viên của Nhựa Hà Nội. Sản phẩm chính của công ty gồm các linh kiện nhựa kỹ thuật dùng cho xe máy và ô tô của Honda, Toyota...; linh kiện nhựa điện và điện tử cho Samsung, Panasonic, LG, Brother...; và khuôn cho ngành nhựa. Các công ty thành viên khác tham gia vào lĩnh vực này gồm: An Trung, VIEXIM và VMC

CTCP Nhựa Hà Nội là một trong những công ty nhựa kỹ thuật lớn nhất và lâu đời nhất tại Việt Nam. Công ty được thành lập từ năm 1972, tiền thân là công ty nhà nước. Năm 2008, công ty chuyển đổi mô hình thành công ty cổ phần và năm 2018 gia nhập tập đoàn An Phát. Hiện nay, công ty có khoảng 1,800 nhân viên, 4 nhà

Nhà máy	Sản phẩm	Đơn vị	2017	2018	2019
NHH	Nhựa kỹ thuật	Chiếc	61,768,332	65,679,156	48,576,166
NHH	Khuôn	Chiếc	41	20	71
VIEXIM	Linh kiện nhựa điện, điện tử	Chiếc	24,199,500	21,130,185	32,130,840
An Trung Industries	Linh kiện nhựa điện, điện tử	Chiếc	-	-	28,401,775

máy với tổng diện tích 63,000 m².

Năm 2019, công ty đạt 1,233 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận sau thuế thu về 56.7 tỷ đồng, trong đó đóng góp chính từ sản xuất linh kiện ô tô, xe máy.

4.3. Nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học:

Nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học là mảng kinh doanh mới của công ty sau khi APH mua lại AnKor từ năm 2019. AnKor (tiền thân là S-enpol) là doanh nghiệp Hàn Quốc chuyên sản xuất nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học được thành lập từ năm 2000. AnKor sở hữu nhà máy 7,000 m² với công suất thiết kế 2,000 tấn/năm.

Từ năm 2020, APH bắt đầu kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất nguyên liệu tự hủy sinh học tại Việt Nam theo kinh nghiệm các chuyên gia Hàn Quốc. Đây là dự án APH trực tiếp tham gia đầu tư sản xuất và nằm trong kế hoạch phát triển các sản phẩm xanh của tập đoàn.

Kế hoạch gồm 3 phần:

- Sản xuất nguyên liệu PBAT (APH sản xuất): 20,000 tấn/năm
- Sản xuất nguyên liệu Compounds tự hủy sinh học (APH sản xuất): 25,000 tấn/năm
- Sản xuất sản phẩm tự hủy sinh học:
 - * Túi và bao bì màng mỏng (Sản xuất tại AAA)
 - * Dao, thìa, đĩa... (Sản xuất tại An Trung Industries, công ty con của NHH)

4.4. Lĩnh vực khác

Bất động sản khu công nghiệp

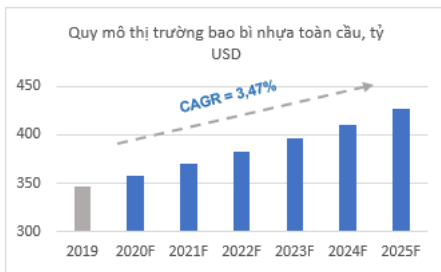
APH bắt đầu tham gia lĩnh vực kinh doanh bất động sản khu công nghiệp từ năm 2018. Dự án đầu tư đầu tiên của tập đoàn là khu công nghiệp Complex tại tỉnh Hải Dương. Dự án này thuộc sở hữu của Công ty TNHH KCN kỹ thuật cao An Phát là công ty thành viên thuộc tập đoàn An Phát. Tổng diện tích dự án là 46 ha trong đó 60% diện tích khu công nghiệp được lấp đầy trong vòng 1 năm kể từ khi APH đưa vào vận hành. Năm 2019, khu công nghiệp này đóng góp 732 tỷ đồng doanh thu và 311 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho APH.

Logistics

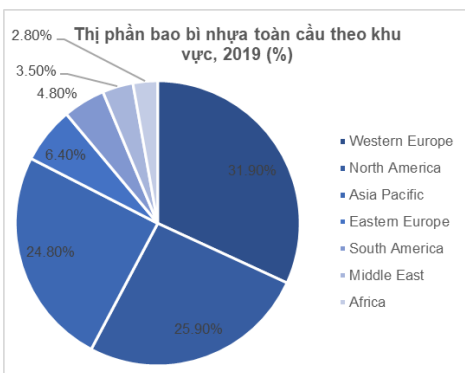
Lĩnh vực logistics được công ty cổ phần Liên vận An Tín đảm nhiệm. Với hơn 100 đầu xe vận chuyển, 150 văn phòng đại diện tại hơn 100 quốc gia, công ty cung cấp các dịch vụ giao nhận quốc tế, vận tải nội địa, dịch vụ hải quan và kho bãi.

Thương mại hạt nhựa

Bên cạnh hoạt động sản xuất, Tập đoàn còn hoạt động kinh doanh thương mại các loại hạt nhựa thông qua các công ty cháu là An Thành Bicsol và An Thành Singapore, đóng góp 4,511 tỷ đồng doanh thu, 118 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho APH năm 2019.



Nguồn: Mordor Intelligence



Nguồn: BCC Research

Ngành bao bì vẫn còn tiềm năng tăng trưởng trong trung hạn do tăng nhu cầu từ ngành bán lẻ và do những cải tiến trong ngành bao bì

II. TRIỂN VỌNG NGÀNH

1. Ngành nhựa bao bì

Tăng trưởng ngành bao bì

Thị trường bao bì nhựa có quy mô 345,91 tỷ USD vào năm 2019 và dự kiến sẽ đạt giá trị 426,47 tỷ USD vào năm 2025, với tốc độ CAGR là 3,47% trong giai đoạn 2020-2025.

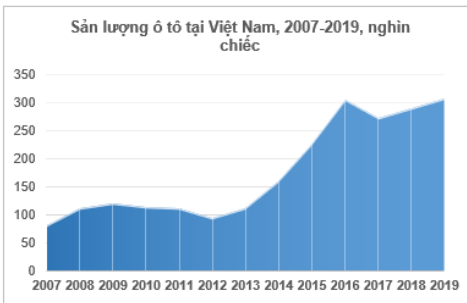
Khu vực Châu Âu là thị trường lớn nhất về bao bì nhựa, chiếm khoảng 31,9% sản xuất toàn cầu. Sau đó là thị trường Bắc Mỹ và thị trường Châu Á Thái Bình Dương. Thị trường APAC được kỳ vọng là thị trường có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất với mức tăng trưởng trung bình năm là 5,8%/năm.

Động lực tăng trưởng dài hạn của ngành:

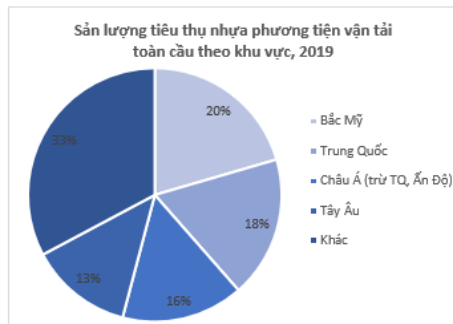
- **Tăng trưởng ngành bán lẻ:** thị trường sản xuất bao bì nhựa tăng trưởng theo ngành bán lẻ toàn cầu. Thị trường bán lẻ toàn cầu dự kiến tăng trưởng 5,6%/năm đạt 30 tỷ USD vào năm 2021. Sự xâm nhập nhanh chóng của ngành bán lẻ trong phân khúc khách hàng tiêu dùng nhanh và nhu cầu ngày càng tăng đối với hàng tiêu dùng, thực phẩm và đồ uống và tạp hóa trong ngành bán lẻ dự kiến sẽ làm tăng số lượng các cửa hàng bán lẻ như đại siêu thị, siêu thị và các cửa hàng tiện lợi khác.
- **Những thay đổi trong ngành bao bì:** những thay đổi trong ngành bao bì về kích thước cũng như tính tiện dụng làm tăng nhu cầu sản xuất bao bì nhựa. Nhiều tính năng sẽ tạo ra nhu cầu tiêu dùng nhựa ngày càng tăng.

Cho mỗi khu vực, có những yếu tố khác nhau ảnh hưởng tới tăng trưởng của thị trường:

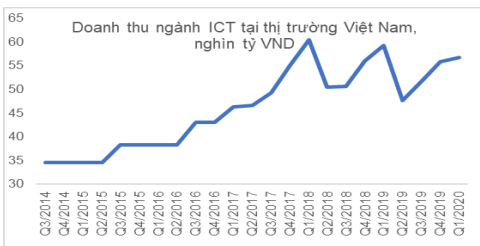
- Tại Châu Âu: thay đổi nhu cầu sống, mối quan tâm tới sức khỏe, và tốc độ đô thị hóa khắp các nước Châu Âu khiến tăng nhu cầu về túi rác.
- Tại Nhật bản: nhu cầu chăm sóc da và chăm sóc sắc đẹp tăng trưởng cũng tăng nhu cầu về các sản phẩm túi nhựa.



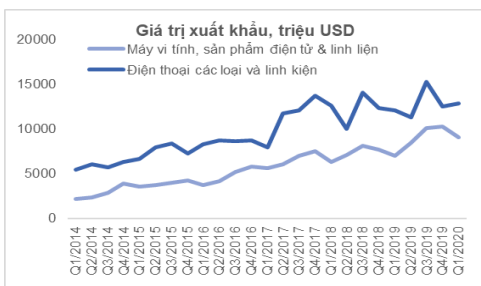
Nguồn: VAMA



Source: UN Environment Programme, 2019



Nguồn: GfK Temax



Nguồn: GSO

Công nghiệp ô tô và công nghiệp điện, điện tử là các ngành phát triển bền vững trong nhiều thập kỷ và sẽ tiếp tục phát triển với tốc độ cao, đặc biệt là tại các thị trường mới nổi như Trung Quốc và Việt Nam, kỳ vọng tạo nên sự phát triển của ngành công nghiệp hỗ trợ

2. Ngành nhựa kỹ thuật

Quy mô ngành nhựa Ô tô dự báo tăng vượt 53 tỷ đô vào năm 2022

Dân số toàn cầu tăng và sự phát triển kinh tế khiến cho nhu cầu di chuyển của người và hàng hóa ngày một tăng. Khoa học công nghệ phát triển giúp việc sở hữu và điều khiển xe ngày càng dễ dàng hơn, dẫn đến xu hướng di chuyển bằng phương tiện cá nhân. Quãng đường di chuyển cá nhân tại Châu Âu được dự đoán sẽ tăng 23% từ nay cho tới năm 2030 (PwC Autofacts). Con số đó là 24% ở Mỹ và 183% ở Trung Quốc. Điều này cho thấy một triển vọng tươi sáng cho ngành công nghiệp ô tô.

Nhựa được coi là vật liệu có nhiều ưu thế và được lựa chọn để sản xuất ngày càng nhiều thành phần của xe. Ưu điểm của nhựa là mức độ ăn mòn thấp, linh hoạt trong thiết kế và độ đàn hồi trong việc tích hợp các thành phần của xe, và dễ dàng tái chế. Các yếu tố này được dự đoán sẽ thúc đẩy thị trường nhựa ô tô.

Tại Việt Nam, theo báo cáo của VAMA, năm 2019, doanh số bán xe đạt 306,073 chiếc, trong đó ô tô con đạt 299.776 chiếc, tăng 20% YoY, trong đó, doanh số bán xe của Toyota, một trong những khách hàng lớn nhất của NHH, đạt 79,326 chiếc, cũng tăng trưởng 20% YoY. Bên cạnh đó, tỷ lệ nội địa hóa ngành ô tô Việt Nam vẫn còn thấp, chỉ ở mức 7-10%, so với mức 40% theo kế hoạch của Bộ Công Thương, cho thấy dư địa tăng trưởng vẫn tốt.

Trong khi đó, thị trường xe máy vẫn ổn định ở mức 3.2-3.4 triệu chiếc được bán ra mỗi năm. Sản lượng xe máy nhìn chung dự báo sẽ không tăng trưởng trong các năm tới, tuy nhiên cũng sẽ không giảm do tăng xuất khẩu xe máy ra thị trường nước ngoài, trong đó, sản lượng xe Honda – khách hàng lớn nhất của NHH - vẫn tiếp tục tăng do gia tăng thị phần.

Nhiều dư địa tăng trưởng cho ngành điện, điện tử

Thị trường điện, điện tử Việt Nam tăng trưởng khá cao trong 5 năm trở lại đây. Theo số liệu của GfK, doanh số tại Việt Nam trong giai đoạn 2014-2019 đã tăng gấp rưỡi từ gần 6 tỷ USD năm 2014 lên hơn 9.2 tỷ USD năm 2019. Theo tổng cục hải quan, năm 2019, quy mô xuất khẩu điện thoại của VN đạt 51.38 tỷ USD, các sản phẩm điện tử khác đạt 35.92 tỷ USD, tăng lần lượt gấp 2 và gấp 3 lần so với năm 2014.

Đối với mặt hàng điện tử, đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Việt Nam là Malaysia, Thái Lan và Trung Quốc. Tuy nhiên, lợi thế về nhân công đã và đang có sự dịch chuyển từ Malaysia và Thái Lan sang Việt Nam. Riêng đối với Trung Quốc, bên cạnh lợi thế của Việt Nam về giá nhân công thì sự phát triển kinh tế được coi là quá nóng của nước này cũng đang tạo ra sự chuyển dịch đầu tư của các tập đoàn điện tử lớn của thế giới sang Việt Nam .

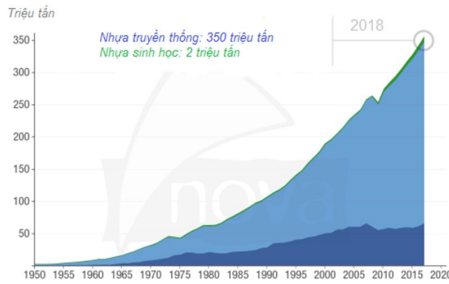
Trong những năm gần đây, Việt Nam nổi lên như một trung tâm sản xuất các sản phẩm điện, điện tử trong khu vực. Các mặt hàng điện, điện tử chiếm gần một phần ba tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, phần lớn do Samsung đầu tư vào các nhà máy sản xuất mới. Với sản lượng đạt khoảng 300 triệu điện thoại hàng năm, nhu cầu về linh kiện điện thoại của Samsung là rất lớn, là cơ hội cho các Vendor tại Việt Nam khi Samsung thực hiện các cam kết nâng tỷ lệ nội địa hóa tại Việt Nam với chính phủ. Sự ra đời của nhà máy sản xuất điện thoại thông minh Vsmart của Vingroup, việc LG chuyển toàn bộ dây chuyền sản xuất từ Hàn Quốc về Hải Phòng và đặc biệt là thỏa thuận ký kết EVFTA cũng hứa hẹn mở ra nhiều cánh cửa mới cho ngành điện tử Việt Nam.

3. Nguyên liệu nhựa phân hủy sinh học

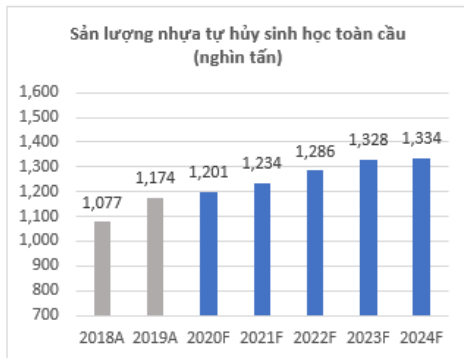
Nhu cầu nhựa sinh học liên tục tăng cao

Những năm gần đây, vấn đề ô nhiễm rác thải nhựa đang rất được quan tâm, đặc biệt là các loại nhựa sử dụng một lần thường mất hàng trăm năm để phân hủy và

Nhu cầu nhựa sinh học toàn cầu



Nguồn: Nova Institute, 2018



Nguồn: Nova Institute, 2019

Mặc dù nhựa phân hủy sinh học đang chiếm một tỷ lệ nhỏ trong tổng nhu cầu nhựa toàn cầu, song việc xã hội nâng cao nhận thức về môi trường và các chính sách hỗ trợ kỳ vọng sẽ dẫn đến sự phát triển của ngành nhựa sinh học trong nhiều thập kỷ tới.

có thể bị phân hủy thành các vi nhựa gây hại cho sinh vật trên trái đất. Tuy nhiên, dân số thế giới tăng khiến nhu cầu về các sản phẩm nhựa lại tăng lên từng ngày. Công suất sản xuất nhựa truyền thống năm 2018 đạt khoảng 350 triệu tấn, tốc độ tăng trưởng thị trường khoảng 15%/năm trong những năm tới. Mặc dù nhựa sinh học chiếm tỷ lệ rất nhỏ, chỉ khoảng 2 triệu tấn, nhưng thị trường được đánh giá tiềm năng, do mức tăng trưởng trung bình khoảng 15%/năm.

Tổng sản lượng thị trường PBAT năm 2018 đạt khoảng 225,000 tấn với các nhà sản xuất chính là BASF (Đức), Novamont (Ý), Zinhui Zhaolong (Trung Quốc), S-Enpol (Hàn Quốc). Thị trường PBAT có tiềm năng tiêu thụ cao, nhưng số lượng nhà sản xuất tham gia thị trường còn ít vì không dễ sản xuất thương mại, không nhiều công ty có thể tự phát triển công nghệ sản xuất. Trong giai đoạn 2019 - 2024, PBAT dự kiến sẽ có tốc độ tăng trưởng cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình, khoảng 15 - 25%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng của ngành nhựa sinh học nói chung. Dự báo đến năm 2024, tổng mức tiêu thụ của thị trường PBAT sẽ vào khoảng 450,000 - 700,000 tấn/năm.

Động lực tăng trưởng của ngành nhựa tự hủy

Sự tăng trưởng cao của ngành bao bì cùng với các quy định ngày càng khắt khe liên quan đến vật liệu đóng gói tái tạo dẫn đến việc sử dụng nhựa sinh học trong sản xuất bao bì ngày càng tăng, kỳ vọng sẽ thúc đẩy thị trường nhựa sinh học. Các động lực tăng trưởng chính bao gồm:

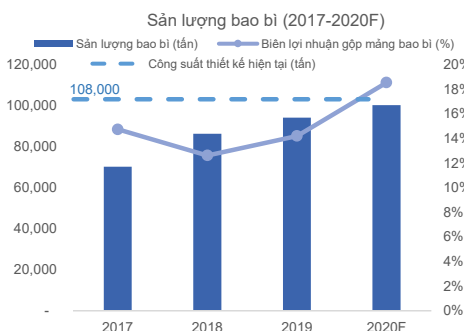
- Chính sách của chính phủ cấm/giảm túi nhựa sử dụng một lần và hỗ trợ các sản phẩm thân thiện môi trường: Khung pháp lý nghiêm cấm sử dụng nhựa không phân hủy sinh học được chính phủ của 112 quốc gia thực hiện. Trong tương lai, nhiều quốc gia sẽ theo đuổi chính sách này và mở rộng lệnh cấm sử dụng nhựa có thể gây hại cho môi trường.
- Nhận thức của người tiêu dùng về môi trường ngày càng được nâng cao.
- Nhiều tập đoàn lớn đã cam kết thực hiện bảo vệ môi trường.
- Sự phát triển của khoa học và công nghệ trong lĩnh vực vật liệu phân hủy sinh học: Vật liệu phân hủy sinh học đã phổ biến trong những thập kỷ gần đây vì sự phát triển vượt trội của khoa học và công nghệ trong lĩnh vực này. Nhiều tập đoàn lớn trên thế giới đã đầu tư vào nghiên cứu và xây dựng các nhà máy sản xuất nhựa và hợp chất phân hủy sinh học như BASF, Novamont, Jinhui Zhaolong, NatureWork, Total Corbion (PLA). Nhựa phân hủy sinh học đang được sản xuất với chi phí hợp lý hơn và chất lượng được cải thiện và đạt được những tính chất không khác gì nhựa truyền thống. Điều đó mở ra thị trường cho nhựa sinh học, đặc biệt là vật liệu phân hủy sinh học, trở thành một thị trường phát triển đặc biệt nhanh với tiềm năng lớn trong tương lai.

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH APH

1. Bao bì và nguyên liệu nhựa

Doanh thu bao bì truyền thống tiếp tục tăng trưởng nhờ vị thế vững chắc, chất lượng ổn định và lợi thế có được từ EVFTA

Mảng sản xuất bao bì hiện nay của APH được tập trung tại 6 nhà máy bao bì, màng mỏng của AAA. Tổng công suất thiết kế của nhà máy khoảng 108 nghìn tấn. Trong đó, 4 nhà máy được xây dựng từ trước năm 2017. Từ năm 2017, AAA tiến hành đầu tư mới nhà máy số 6 và nhà máy số 7 công suất thiết kế 46,600 tấn/năm với hệ thống phòng sạch, đạt tiêu chuẩn của các thị trường Nhật Bản, Mỹ. Trong 3 năm 2017-2019, doanh thu bao bì màng mỏng của APH tăng trưởng liên tục từ 2.820 tỷ đồng lên 3,452 tỷ đồng. Sau khi nhà máy số 6, 7 với các sản phẩm chất lượng cao đi vào hoạt động ổn định, biên lợi nhuận gộp



Nguồn: BCTC AAA, APH, SBSI tổng hợp

bao bì của APH tăng lên 14.2%.

Bên cạnh đó, Hiệp định tự do EVFTA đem lại cho APH lợi thế khi xuất khẩu vào châu Âu, đã được Quốc hội thông qua vào tháng 6/2020, có hiệu lực vào tháng 7/2020. Với hiệp định EVFTA, các sản phẩm bao bì của Việt Nam sẽ được giảm thuế từ 3% còn 0% trong khi mức thuế suất cho Trung Quốc là 6.2%. Với sự cạnh tranh về chất lượng và giá bán (do ưu đãi thuế), bao bì của APH có khả năng vẫn tăng trưởng ổn định trong thời gian tới.

APH hưởng lợi từ quy mô sản xuất, đứng thứ 2 trong khu vực về sản lượng sản xuất

Sau khi nhà máy số 6, 7 đi vào hoạt động ổn định từ năm 2018, sản lượng bao bì của APH tăng mạnh đạt 94,110 tấn/năm và công suất trung bình nhà máy nhanh chóng tăng lên 86%. Nhằm mở rộng hoạt động sản xuất, APH đầu tư thêm nhà máy số 8 với sản phẩm tự hủy sinh học với công suất thiết kế 9,600 tấn/năm. Hiện nay, tiến độ đầu tư nhà máy đạt gần 49% tổng giá trị, dự kiến năm 2021 đi vào hoạt động sẽ giúp cho APH mở rộng công suất sản phẩm tự hủy sinh học và nâng công suất toàn công ty tăng thêm 8.9% lên 117.6 tấn/năm.

Cơ hội từ mở rộng thị trường tiêu thụ sang Mỹ, Nhật Bản

Trong cơ cấu thị trường, màng bao bì của APH xuất khẩu chiếm đến trên 93%. Thị trường Châu Âu là thị trường chính của APH chiếm khoảng 50% doanh thu bao bì. Đây cũng là khu vực có mức tiêu thụ bao bì nhựa lớn nhất thế giới, khoảng ~38.3%. Các sản phẩm của APH được xuất khẩu đến các chuỗi siêu thị lớn ở Châu Âu như Kaufland, ICA, Lidl... Từ 2019, Châu Âu hạn chế sử dụng sản phẩm nhựa dùng 1 lần, điều này dẫn đến việc mở rộng tại thị trường này trở lên khó khăn cho APH trong thời gian tới.

Trước những khó khăn có thể gặp tại thị trường Châu Âu, APH đã mở rộng các thị trường khác nhằm đảm bảo tăng trưởng, trọng tâm là thị trường Nhật Bản và Mỹ. Trong năm 2018, doanh thu thị trường Mỹ Nhật bản tăng mạnh trong đó thị trường Nhật Bản sản lượng tăng 1.5 lần sau khi nhà máy số 6 được đưa vào vận hành cuối năm 2017.

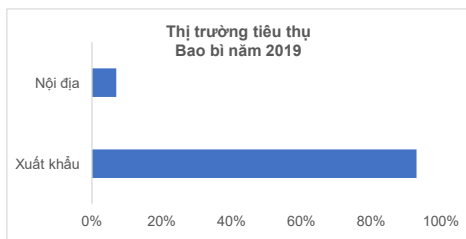
Tại trường Mỹ, APH hiện đang cung cấp sản phẩm chính là túi draw-tape, draw-string. Đây cũng là các sản phẩm được ưa chuộng tại thị trường này. Tương tự thị trường Nhật Bản, trong năm 2018-2019, doanh thu từ thị trường Mỹ tăng gần 2 lần, chiếm 10.2% tổng doanh thu.

Theo dự báo, ngành bao bì, màng mỏng tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới do chưa có sản phẩm thay thế hoàn toàn được bao bì, màng mỏng nhựa. So với các doanh nghiệp khác, APH có lợi thế về quy mô sản xuất với chi phí nhân công, chi phí quản lý, chi phí cố định thấp. Nhà máy số 8 đảm bảo tăng trưởng về sản lượng và sản xuất các sản phẩm tự hủy sinh học theo xu hướng thế giới. Như vậy, mảng kinh doanh bao bì màng mỏng của APH sẽ tăng trưởng ổn định trong thời gian tới và có khả năng tăng trưởng vượt trung bình ngành khi nhà máy 8 đi vào hoạt động.

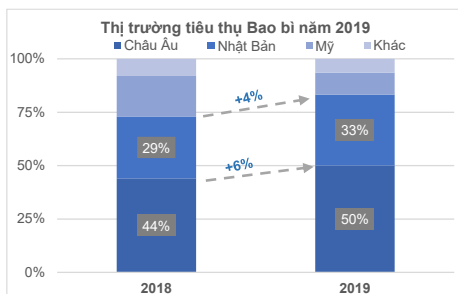
Bao bì FIBC là nhân tố thúc đẩy doanh thu từ năm 2020.

Ngoài các sản phẩm bao bì màng mỏng, APH còn sản xuất các sản phẩm bao bì có kích thước lớn chuyên sử dụng để vận chuyển sản phẩm, nguyên vật liệu có trọng lượng vận chuyển lên đến 1,000kg. Nhà máy hiện nay được đặt tại khu công nghiệp An Phát Complex với diện tích 32,000 m2, công suất thiết kế 12,000 tấn sản phẩm/năm, là một trong những trong những nhà máy sản xuất bao bì FIBC có quy mô lớn nhất tại Việt Nam. Nhà máy được đầu tư với dây chuyền sản xuất hiện đại đến từ các nhà cung cấp hàng đầu như Lohia, Juki... và bắt đầu đóng góp doanh thu cho APH từ năm 2020. Khách hàng sử dụng túi FIBC của APH khá đa dạng gồm doanh nghiệp xuất nhập khẩu trong nước và nước ngoài.

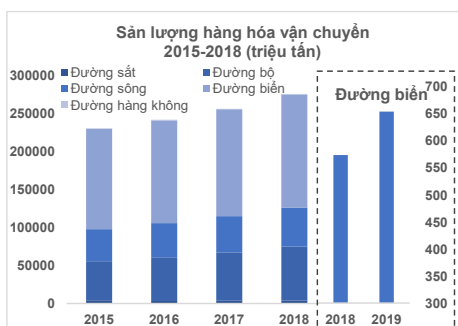
Các sản phẩm bao bì FIBC của APH đang được hưởng lợi từ nhu cầu vận chuyển hàng hóa gia tăng mạnh tại Việt Nam trong những năm gần đây. Theo số liệu của



Nguồn: APH, SBSI tổng hợp



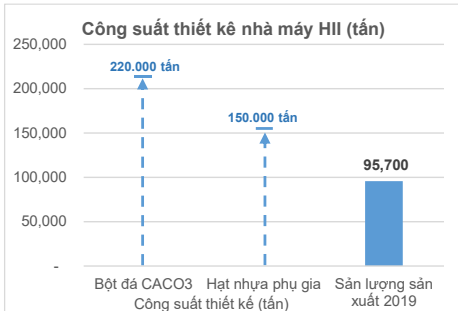
Nguồn: APH, SBSI tổng hợp



Nguồn: GSO, Cục Hải Quan, SBSI tổng hợp

tổng cục thống kê, tổng lượng hàng hóa luân chuyển trong giai đoạn 2015-2018 tăng 20%, trong đó đường bộ, đường biển tăng lần lượt 37% và 12.3%. Trong năm 2019, Cục Hải Quan cho biết sản lượng hàng hóa thông quan cảng biển Việt Nam ước đạt 654.6 triệu tấn tăng 14% so năm trước. Mặc dù ảnh hưởng bởi dịch Covid 19, quý 1/2020, sản lượng hàng hóa thông qua cảng biển vẫn đạt 159 triệu tấn, tăng 8.4% yoy.

Trong ngắn hạn, động lực tăng trưởng mảng nguyên liệu APH đến từ nhà máy hạt nhựa phụ gia và bột đá CACO3.



Nguồn: APH, SBSI tổng hợp

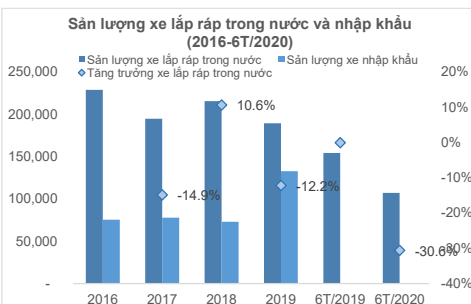
Theo số liệu của tổng cục hải quan, trong năm 2019, Việt Nam nhập khẩu 6,389 nghìn tấn nguyên liệu nhựa bao gồm cả hạt phụ gia nhựa, tăng 14.3% so với năm 2018, tương đương 75%-80% nhu cầu nguyên liệu nhựa trong nước.

APH hiện nay đang sở hữu nhà máy CACO3 có công suất thiết kế 222,000 tấn/năm và nhà máy sản xuất hạt nhựa phụ gia có công suất thiết kế 150k tấn/năm. Sản lượng bột đá, hạt nhựa phụ gia năm 2019 đạt 95,700 tấn, tương đương khoảng 64% công suất tối đa nhà máy. Nhà máy của APH đặt tại tỉnh Yên Bái, khu vực có trữ lượng đá vôi lớn và có chất lượng cao tại Việt Nam. Nhờ vào nguồn nguyên liệu chất lượng cao, các sản phẩm của APH được cung cấp rộng rãi cho các doanh nghiệp sản xuất trong nước và đáp ứng các tiêu chuẩn quốc tế để xuất khẩu đi các nước Châu Á, Châu Âu, Trung Đông... Bên cạnh đó, APH sở hữu CTCP An Thành Bicol, là doanh nghiệp thương mại hạt nhựa lớn thứ 2 tại Việt Nam. Điều này giúp cho APH có lợi thế trong việc phân phối các sản phẩm hạt nhựa tới các doanh nghiệp sản xuất.

Trong năm 2019, APH đã đầu tư thêm 2 dàn máy sản xuất hạt nhựa phụ gia với công suất 1,000 tấn sản phẩm/tháng tương đương 12,000 tấn/năm. Đầu tư thêm dàn máy giúp nâng sản lượng thực tế của APH thêm 12.5%. Ngoài ra, APH cũng tập trung R&D cho các hạt nhựa phụ gia cao cấp nhằm gia tăng giá trị sản phẩm và lợi nhuận.

2. Nhựa kỹ thuật: Đa dạng hóa khách hàng sang lĩnh vực điện tử, điện thoại.

Đơn hàng từ các hãng xe ô tô tăng ổn định

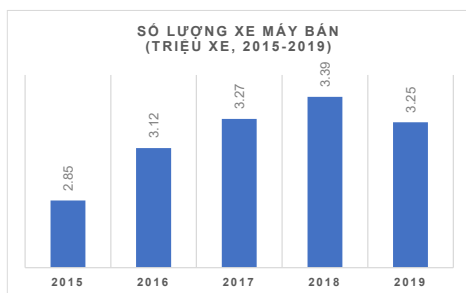


Nguồn: VAMA, SBSI tổng hợp

Theo báo cáo của VAMA, trong năm 2019, tổng số lượng xe tiêu thụ tại thị trường Việt Nam đạt 306,073 xe, trong đó xe ô tô con đạt 229,706 xe, tăng 20% so với 2018. Số lượng xe tiêu thụ của Toyota vẫn tăng và đạt 79,326 xe, tăng 20% so với năm trước, trong đó mẫu xe Vios dẫn đầu doanh số bán. NHH hiện đang là đối tác cung cấp linh kiện nhựa cho dòng xe Vios. Dự kiến, sản lượng linh kiện nhựa ô tô của APH sẽ tăng khi nhu cầu xe lắp ráp nội địa tăng do: (1) Tỷ lệ sở hữu ô tô tại Việt Nam vẫn ở mức thấp, (2) Số lượng người thuộc tầng lớp trung lưu tăng, (3) Giá xe nội địa rẻ hơn do nhận được các ưu đãi về chính sách đối với xe có tỷ lệ nội địa hóa cao nhằm đạt mục tiêu tỷ lệ nội địa hóa do chính phủ đặt ra.

Tuy nhiên, các doanh nghiệp phụ trợ trong nước cũng đối mặt những khó khăn. Theo nghị định số 57/2020/NĐ-CP có hiệu lực từ tháng 07/2020, các doanh nghiệp được ưu đãi thuế nhập khẩu linh kiện ô tô là 0% nếu đáp ứng các điều kiện về sản lượng. Trong các doanh nghiệp ô tô tại Việt Nam hiện chỉ có một số DN đạt được là Trường Hải, Toyota Việt Nam, TC Motor.... Ngoài ra hiệp định EVFTA với mức lãi suất ưu đãi cho các dòng xe nhập khẩu từ châu Âu sẽ tạo ra áp lực đối với các doanh nghiệp lắp ráp trong nước và gián tiếp ảnh hưởng lên các doanh nghiệp phụ trợ như APH.

Không nhiều dư địa tăng trưởng mảng linh kiện nhựa xe máy nhưng tiềm năng từ xe máy điện



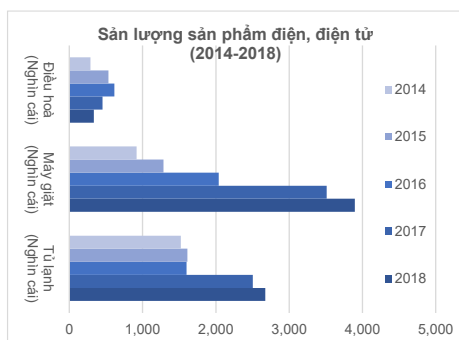
Nguồn: VAMA, SBSI tổng hợp

Hiện tại, thị trường linh kiện xe máy không còn nhiều dư địa tăng trưởng do thị trường đã bão hòa. Tại Việt Nam hiện nay có 5 thương hiệu xe phổ biến là Honda, Yamaha, Suzuki, SYM và Piaggio. Theo số liệu từ VEMA, trong năm 2017-2018, 5 doanh nghiệp trên đã sản xuất ra khoảng 3,25 triệu xe, riêng Honda sản xuất 2,57

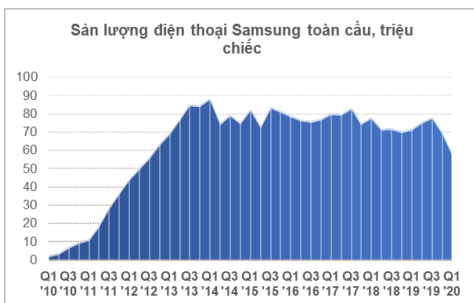
triệu chiếc. Mặc dù tổng số xe máy tiêu thụ không tăng, thị phần Honda – khách hàng lớn nhất của NHH – lại mở rộng và nhu cầu của người tiêu dùng thay thế xe ga trong thời gian tới giúp cho APH duy trì sản lượng đối với mảng linh kiện nhựa xe máy.

Tại Việt Nam, có khá nhiều hãng xe máy điện đã gia nhập thị trường như Pega, Yadea, Mbigo, Vinfast, Honda, Kymco... Các hãng xe máy lớn tại Việt Nam như Honda, Yamaha cũng đã giới thiệu các dòng sản phẩm Hybrid đến thị trường Việt Nam. Thị trường Việt Nam tiêu thụ trung bình khoảng 500,000 xe điện một năm sản lượng tiêu thụ xe điện tăng lên trong những năm gần đây nhờ vào: (1) Công nghệ phát triển như pin, chuyển động, (2) các chức năng đáp ứng đủ nhu cầu, (3) Giá xe điện tương đối đa dạng, mức giá trung bình khoảng 20 triệu - 60 triệu đồng và phù hợp với thu nhập.

Hiện nay, APH cũng đã tham gia vào cung ứng linh kiện nhựa cho xe máy điện. Công ty con của APH là CTCP Nhựa Hà Nội thông qua liên doanh VAPA đang là đơn vị cung cấp linh kiện nhựa cho các dòng xe máy điện của VinFast. Trong năm 2019, Vinfast đã nhận được 50,000 đơn đặt hàng dòng xe máy điện mặc dù mới gia nhập thị trường được 1 năm.



Nguồn: GSO, SBSI tổng hợp



Nguồn: Statista

Tiềm năng từ mở rộng mảng linh kiện nhựa kỹ thuật cho điện máy, điện thoại

Theo số liệu GSO, sản lượng sản xuất các thiết bị điện máy (tủ lạnh, máy giặt, điều hòa) tăng trung bình với CAGR 26.1% trong giai đoạn 2014-2018. Các chính sách và điều kiện kinh doanh thuận lợi đang thúc đẩy các doanh nghiệp FDI mở rộng sản xuất tại Việt Nam, đặc biệt là các doanh nghiệp sản xuất các thiết bị điện, điện tử. Trong đó có các doanh nghiệp là khách hàng của APH như Samsung, Panasonic, LGE...

Cạnh tranh thương mại Mỹ, Trung dẫn đến các doanh nghiệp dịch chuyển sản xuất sang Việt Nam. Các nhà sản xuất máy tính HP và Dell dự định chuyển 30% công suất sản xuất máy tính xách tay ra khỏi Trung Quốc. Tập đoàn Foxconn Việt Nam đang xem xét đầu tư dự án nhà máy linh kiện màn hình với quy mô 10ha, tổng mức đầu tư giai đoạn 1 là 40 triệu USD.

Việt Nam là một trong 5 nước Samsung đặt nhà máy. Trung bình mỗi năm Samsung sản xuất ra khoảng 300 triệu điện thoại trong đó một nửa sản lượng điện thoại Samsung bán ra trên thế giới được sản xuất tại Việt Nam. Năm 2019, Samsung ngừng sản xuất điện thoại tại Trung Quốc và chuyển sản lượng sang các nhà máy khác của hãng. Ngoài ra trong năm 2020, do ảnh hưởng của dịch Covid 19, Samsung tạm thời chuyển sản xuất dòng điện thoại cao cấp sang Việt Nam. Các doanh nghiệp phụ trợ cho Samsung đang được hưởng lợi từ sự dịch chuyển này.

APH bắt đầu tham gia vào chuỗi các doanh nghiệp phụ trợ cho thị trường điện, điện tử thông qua việc M&A CTCP Nhựa Hà Nội và thành lập CTCP An Trung Industries. Các nhà máy của APH có công suất thiết kế 12,000 tấn sản phẩm/năm và tăng lên 19,000 tấn sản phẩm/năm sau khi CTCP An Trung Industries lắp đặt thêm máy ép. Ngoài ra, APH còn có thể tự sản xuất khuôn nhựa thông qua nhà máy tại công ty VMC (Công ty con của CTCP Nhựa Hà Nội).

Hiện nay, An Trung đang là vendor cấp 1 của Brother, vendor cấp 2 của Samsung và là đối tác cung cấp linh kiện nhựa kỹ thuật cho nhiều khách hàng FDI khác. Trong thời gian tới, An Trung dự kiến sẽ trở thành vendor cấp 1 của Samsung

Tiềm năng xuất khẩu sản phẩm ván sàn Anpro

Anpro là thương hiệu sản phẩm ván sàn, ốp tường, ốp nội thất của tập đoàn An Phát. Anpro được sản xuất tại nhà máy có quy mô 28,000 m² tại khu công nghiệp An Phát Complex. Nhà máy có công suất thiết kế 4 triệu sản phẩm ván sàn/năm và 806,000 tấm ốp/năm. APH phân phối sản phẩm Anpro thông qua hơn 300 đại lý trên

toàn quốc.

Trong quý 1/2020, sản phẩm Anpro đã được cấp giấy chứng nhận Floorscore, đây là giấy chứng nhận về chất lượng sản phẩm, bảo vệ sức khỏe con người. Giấy chứng nhận đã mở ra cơ hội cho APH xuất khẩu sản phẩm Anpro sang thị trường Mỹ.

3. Nhựa tự hủy sinh học

APH sở hữu nhà máy sản xuất bao bì tự hủy đảm bảo khả năng tiêu thụ PBAT
Hiện tại, APH đã có sẵn dây chuyền sản xuất sản phẩm tự hủy và đang đầu tư thêm nhà máy số 8 để sản xuất túi tự hủy. Với tiềm năng thị trường lớn, đặc biệt tại Châu Âu và Mỹ, APH 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 APH, việc tự sản xuất nguyên liệu sẽ giúp APH tiết kiệm được 30-40% chi phí nguyên liệu so với việc nhập khẩu như hiện tại, điều này giúp APH đưa ra được giá bán cạnh tranh, đảm bảo đầu ra cho sản phẩm. Dự kiến, APH sẽ bao tiêu toàn bộ đầu ra cho sản phẩm compound từ dự án khi dự án bắt đầu vận hành từ năm 2022.

Ngành nguyên liệu có hỗ trợ của chính sách và rào cản gia nhập ngành cao

Như đã phân tích ở trên, sản xuất nguyên liệu tự hủy có rào cản gia nhập ngành cao, chỉ có các nhà sản xuất quy mô lớn được hưởng lợi. Với kinh nghiệm lâu năm và quy mô sản xuất bao bì nhựa lớn nhất Đông Nam Á, APH có đủ khả năng để đầu tư công nghệ sản xuất hiện đại nhất (công nghệ sản xuất liên tục của Zimmer), dễ dàng tiếp cận với đội ngũ chuyên gia từ Hàn Quốc và các nhà cung cấp thiết bị, nguyên vật liệu, giảm thiểu chi phí sản xuất.

APH có sẵn cơ sở khách hàng tại thị trường Châu Âu, Mỹ, các chính sách về sản phẩm tự hủy cũng đc hỗ trợ

Thị trường Châu Âu và Mỹ đang là thị trường chủ lực của APH với rất nhiều khách hàng trung thành. Các nước Châu Âu, Mỹ đều là các nước phát triển, người dân đã quan tâm đến vấn đề môi trường từ nhiều năm, các chính sách về môi trường đã tương đối hoàn chỉnh thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm tự hủy như nhựa tự hủy sinh học. Các thị trường này là thị trường tiềm năng của sản phẩm tự hủy. Ngoài ra, Châu Âu, Mỹ là thị trường truyền thống của APH, do đó có sẵn khách hàng, kênh phân phối trong việc đưa sản phẩm tự hủy sinh đến người tiêu dùng. Đây là lợi thế rất lớn của APH so với các nhà sản xuất mới bước chân vào ngành nhựa tự hủy.

Công nghệ được mua tại Hàn Quốc, sản phẩm đã được sản xuất và thương mại thành công tại Hàn Quốc. Nguyên liệu đã được AAA sản xuất và đạt chứng nhận về chất lượng sản phẩm.

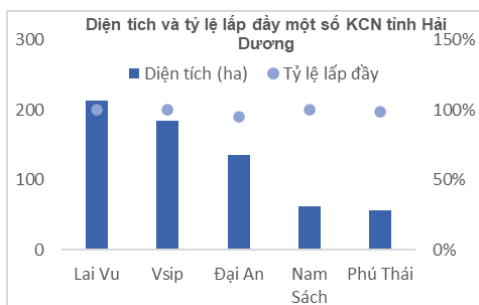
Sản phẩm PBAT đã được thương mại thành công tại Hàn Quốc bởi S-enpol (đổi tên thành AnKor sau khi gia nhập APH). Đây là công ty có nhiều năm kinh nghiệm trong nghiên cứu sản xuất nguyên liệu tự hủy với các chuyên gia đầu ngành, sản phẩm của S-enpol được bán nội địa HQ và xuất khẩu đi nhiều nước, trong đó có VN. Các sản phẩm AnEco cũng nhập nguyên liệu từ đây, và đã đưa vào kinh doanh thành công tại thị trường VN, các sản phẩm đều được chứng nhận về chất lượng sản phẩm. Với sự gia nhập của AnKor vào Tập đoàn, APH đã được kế thừa công nghệ và công thức chế tạo sản phẩm, khi kết hợp với quy mô sản xuất lớn của APH, sẽ là một sự đột phá về chất lượng và giá đối với ngành nhựa tự hủy nói chung và với APH nói riêng.

4. Tăng trưởng các ngành kinh doanh khác

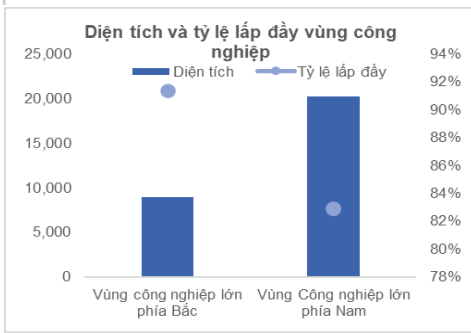
4.1. Bất động sản khu công nghiệp

Dự án Complex và dự án An Bình Quốc Tuấn của APH nằm trong khu vực có tiềm năng phát triển BĐS khu công nghiệp.

Ngành bất động sản khu công nghiệp vẫn đang có xu hướng tăng trưởng nhờ vào triển vọng tăng trưởng của nền kinh tế Việt Nam. Trong 2 năm gần đây, kinh tế Việt



Nguồn: SBSI tổng hợp



Nguồn: CBRE, SBSI tổng hợp

Nam đều giữ được mức tăng trưởng cao trung bình trên 7%. Các yếu tố ví mô đều được cải thiện như lạm phát duy trì ở mức dưới 4%, thặng dư thương mại, dự trữ ngoại hối cao và tỷ giá ổn định. Ngoài ra, các hiệp định thương mại đã tạo ra động lực cho bất động sản khu công nghiệp phát triển. Việt Nam hiện nay có khoảng 13 hiệp định thương mại đã ký kết, có hiệu lực và 3 hiệp định đang đàm phán.

Mặt khác, Việt Nam thu hút chuyển dịch các doanh nghiệp từ Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ Trung. Chiến tranh thương mại đã khiến các doanh nghiệp dịch chuyển nhà máy từ Trung Quốc sang các nước khác trong khu vực. Việt Nam có lợi thế về vị trí địa lý, chi phí nhân công giá rẻ tương đối với các nước trong khu vực, chi phí thuê đất, nhà xưởng ở mức thấp tạo cơ hội lớn cho các doanh nghiệp bất động sản khu công nghiệp hưởng lợi từ sự dịch chuyển này.

Theo số liệu Bộ kế hoạch đầu tư, diện tích đất khu công nghiệp Việt Nam năm 2019 đạt 65,900 ha, tăng 1,900 ha so với năm 2018. Số khu công nghiệp đang hoạt động là 258 khu trên tổng số 330 khu công nghiệp tại Việt Nam. Tỷ lệ lấp đầy trung bình trên toàn quốc đạt 74.3%. Mặc dù ảnh hưởng từ hạn chế dịch chuyển do Covid 19, giá thuê BĐS khu công nghiệp tại Việt Nam tiếp tục tăng cho thấy nhu cầu thuê vẫn ở mức cao. Theo khảo sát của JLL, trong quý 1/2020 giá thuê đất bình quân trong quý 1 đạt 99 USD/m² theo chu kỳ thuê, tăng 6.5% so với cùng kỳ. Giá thuê nhà xưởng xây sẵn với doanh nghiệp vừa nhỏ dao động 4-5 USD/m²/tháng.

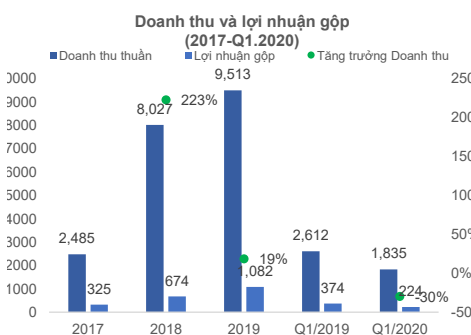
Theo báo cáo của CBRE, vùng công nghiệp lớn phía Bắc (Hà Nội, Hải Phòng, Bắc Ninh, Hải Dương, Hưng Yên) có khoảng 8,942 ha đất công nghiệp, tỷ lệ lấp đầy đạt 91.4%. Giá cho thuê trung bình trong khoảng 65-260 USD/m². Trong đó Hải Dương là tỉnh có đứng thứ 2 về tỷ lệ lấp đầy và mức giá cho thuê thấp nhất trong vùng công nghiệp lớn phía Bắc. Các khu công nghiệp đang hoạt động tại Hải Dương theo khảo sát hầu hết đã lấp đầy như Vsip Hải Dương, Đại An, Phú Thái, Nam Sách... Trung bình các khu công nghiệp tại tỉnh đều đạt tỷ lệ lấp đầy trên 80% sau 5 năm đi vào hoạt động, một số khu công nghiệp có tốc độ lấp đầy nhanh như Vsip Hải Dương lấp đầy 150ha trong 2 năm. Trong những năm gần đây tỉnh Hải Dương cũng không phát triển thêm các khu công nghiệp mới do đó nguồn cung BĐS khu công nghiệp trên địa bàn tỉnh không còn nhiều. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng của tỉnh được đầu tư đồng bộ với các tuyến cao tốc kết nối tới Hải Phòng, Quảng Ninh... thuận tiện cho việc vận chuyển hàng hóa.

Trong các lĩnh vực kinh doanh của APH, bao bì nhựa là mảng kinh doanh cốt lõi, với triển vọng tăng trưởng ổn định sẽ tạo dòng tiền cho Tập đoàn. Nhựa kỹ thuật với cơ hội từ EVFTA và nhựa phụ gia với sự chuyển dịch cơ cấu sang hạt nhựa cao cấp hơn là 2 mảng có quy mô nhỏ hơn nhưng biên lợi nhuận cao hơn và tốc độ tăng trưởng nhanh hơn, sẽ là động lực tăng trưởng chính của APH trong ngắn hạn 2-3 năm tới. Nguyên liệu nhựa tự hủy với kỳ vọng phát triển vượt bậc do xu hướng tất yếu của thị trường và vị trí dẫn đầu của APH trong khu vực, sẽ là bộ phận về doanh thu, lợi nhuận của APH trong tương lai xa hơn.

An Phát complex là dự án BĐS Khu công nghiệp đầu tiên mà APH tham gia đầu tư. Dự án bắt đầu được APH khai thác từ năm 2019 và đem về cho APH 707 tỷ đồng doanh thu. Tính đến cuối năm 2019, tỷ lệ lấp đầy của khu công nghiệp đạt 60% và dự kiến sẽ lấp đầy tối đa trong năm 2020. Sau dự án Complex, APH dự kiến sẽ phát triển thêm dự án An Bình Quốc Tuấn với tổng diện tích 180ha. Hiện nay, dự án An Bình Quốc Tuấn đã được tỉnh Hải Dương phê duyệt quy hoạch 1/500.

4.2. Thương mại

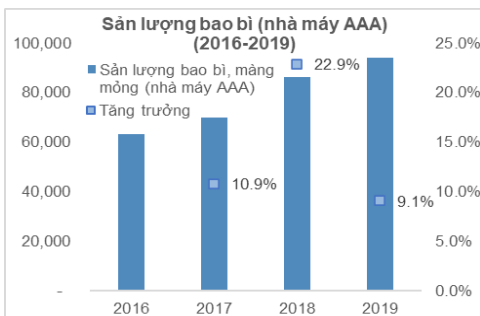
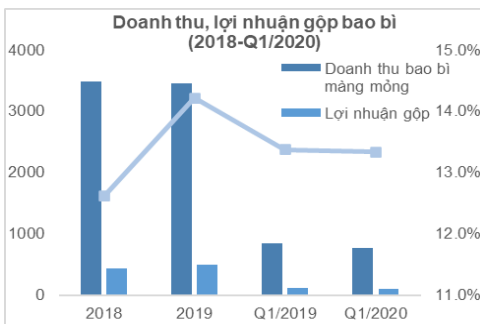
Nhu cầu nguyên liệu nhựa tại Việt Nam hiện vẫn đang tăng trưởng ở mức 10%/năm và được dự báo vẫn giữ mức tăng trưởng như vậy trong ít nhất 5 năm tới. Với lợi thế về quy mô, Tập đoàn có thể nhập hạt nhựa hàng hóa với giá tương đối tốt và bán lại cho các nhà sản xuất nhỏ hơn. Mặc dù biên lợi nhuận gộp mảng thương mại này chỉ khoảng 2,6%, song do các đơn hàng đều có khối lượng lớn và đến từ các khách hàng quen, nên mảng này vẫn giúp tạo ra dòng tiền ổn định (khoảng 4.000 tỷ doanh thu/năm) cho Tập đoàn.



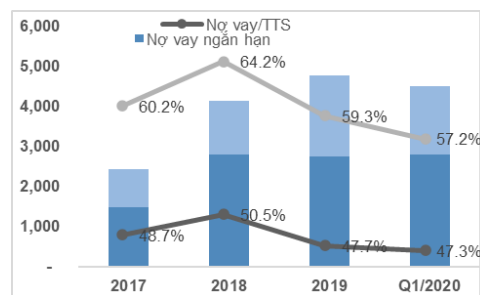
IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Kết quả kinh doanh tăng trưởng nhanh

Doanh thu thuần của APH trong 3 năm gần đây đều tăng trưởng mạnh nhờ vào hoạt động M&A cùng với sự tăng trưởng tại các công ty sau khi được mua lại. Năm 2017, công ty đầu tư vào CTCP Nhựa An Phát Xanh (AAA) với tỷ lệ sở hữu 46,62% và quyền biểu quyết trên 50%. Sau khi AAA trở thành công ty con, doanh thu hợp



Nguồn: APH, SBSI tổng hợp



Nguồn: APH, SBSI tổng hợp

nhất APH năm 2018 tăng gấp 3,2 lần năm 2017 đạt 8.027 tỷ đồng. Năm 2019, APH tiếp tục đầu tư vào mảng nhựa kỹ thuật với việc sở hữu 55,2% CTCP Nhựa Hà Nội (NHH). Cùng với đó, doanh thu AAA năm 2019 tiếp tục tăng mạnh 15.6%. Do đó, doanh thu APH năm 2019 tăng tương ứng 19% đạt 9,513 tỷ đồng.

Về cơ cấu doanh thu, doanh thu 2019 bao gồm doanh thu sản xuất chiếm 44%, doanh thu thương mại chiếm 47%, và doanh thu bất động sản 7%. So với 2018, doanh thu thương mại và doanh thu sản xuất của công ty tiếp tục tăng lần lượt 9% và 10%. Doanh thu BĐS năm 2019 ghi nhận 707 tỷ đồng sau khi APH đưa KCN Complex vào khai thác. Theo BCTC quý 1/2020, Doanh thu APH đạt 1,835 tỷ đồng, giảm 30% so với cùng kỳ. Doanh thu giảm do APH thu hẹp mảng thương mại hạt nhựa trước những biến động mạnh trên thị trường dầu mỏ.

Giai đoạn 2017-2019, lợi nhuận gộp APH tăng gấp 3.3 lần. Cụ thể, lợi nhuận gộp 2019 tăng 60.5% đạt 1,082 tỷ đồng. Trong đó, gần 60% lợi nhuận gộp đến từ hoạt động sản xuất, còn lại 10,9% đến từ hoạt động thương mại và 28.5% đến từ kinh doanh BĐS. Biên lợi nhuận gộp của APH trung bình khoảng 11%. Năm 2018 do những biến động bất lợi của giá nguyên liệu và chính sách giữ giá nhằm đảm bảo khả năng tiêu thụ cho nhà máy 6, 7 khiến biên lợi nhuận gộp của APH giảm còn 8.4%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp đã tăng trở lại 11.4% trong năm 2019.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi sản xuất bao bì của APH vẫn duy trì tăng trưởng. Trong năm 2019, lợi nhuận gộp từ sản xuất đạt 647 tỷ đồng, tăng gần 20% so với năm 2018. Sản lượng bao bì sản xuất đạt 94.110 tấn, tăng 9% so với cùng kỳ. Doanh thu sản xuất bao bì đạt 3,453 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp sản xuất bao bì tăng từ 12,6% năm 2018 lên 14.2% năm 2019 nhờ vào việc vận hành ổn định nhà máy số 6, 7 và tăng sản lượng hàng tự hủy.

Lợi nhuận ròng tăng liên tục trong 3 năm. Năm 2017, lợi nhuận ròng APH chỉ đạt 133 tỷ đồng, năm 2018 lợi nhuận ròng tăng 32.3% và năm 2019 tăng gấp 4 lần lên 711.7 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ tăng từ 23.5 tỷ đồng từ 2018 lên 438 tỷ đồng 2019. Trong đó năm 2019, APH có khoản 241 tỷ đồng lợi nhuận bất thường từ đánh giá lại khoản đầu tư NHH. Loại bỏ khoản lợi nhuận bất thường, lợi nhuận sau thuế APH năm 2019 vẫn tăng gấp 8.4 lần cùng kỳ. Khả năng sinh lời ROE, ROA của APH năm 2019 lần lượt đạt 10.2% và 3.9%, cao hơn trung bình các doanh nghiệp trong ngành bao bì tại Việt Nam.

2. Nợ vay cải thiện, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh dương

Năm 2019, nợ vay tài chính tăng mạnh ở cả nợ dài hạn và nợ ngắn hạn. Trong đó nợ dài hạn tăng lên 2,020 tỷ cho mục đích thực hiện dự án BĐS Complex và đầu tư nhà máy số 8. Nợ ngắn hạn gần như không đổi trong năm 2019 nhờ vào việc kiểm soát tốt vốn lưu động, giảm chiếm dụng vốn từ các khách hàng và giảm tồn kho hàng hóa thương mại. Tính đến quý 1/2020, tổng nợ vay giảm 259 tỷ (-5.4% qoq) còn 4,506 tỷ đồng, trong đó nợ vay dài hạn giảm 302 tỷ đồng.

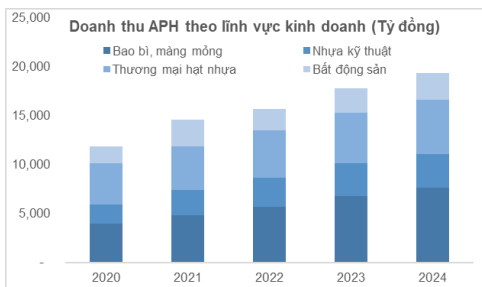
Tỷ lệ nợ vay giảm trong năm 2019 và tiếp tục giảm trong quý 1/2020. Tổng nợ vay hợp nhất trong 3 năm 2017-2019 tăng 86%. Trong đó năm 2018 APH mở rộng hoạt động thương mại với chính sách thương mại nới lỏng nhằm đạt mục tiêu thị phần dẫn đến nợ ngắn hạn tăng mạnh và năm 2019 APH đầu tư cho KCN Complex, nhà máy 8 dẫn đến nợ dài hạn tăng mạnh. Mặc dù tổng nợ vay tăng nhưng tỷ lệ nợ vay lại giảm cho thấy APH vẫn kiểm soát tốt tỷ lệ vay nợ. Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản giảm từ 50.5% năm 2018 còn 47.7% 2019 và tiếp tục giảm xuống 47.3% trong quý 1/2020.

Năm 2018-2019, APH tập trung đầu tư mở rộng sản xuất và tiến hành M&A các doanh nghiệp dẫn đến lưu chuyển tiền thuần từ đầu tư luôn âm. Phần lớn nguồn vốn tài trợ cho hoạt động đầu tư của công ty đến từ nguồn vốn chủ và vay thương mại. Trong năm 2018, APH và các công ty thành viên huy động thông qua phát hành cho đối tác chiến lược, cổ đông hiện hữu thu về 1,432 tỷ đồng và vay thêm

1,688 tỷ đồng. Năm 2019, tập đoàn huy động thêm 140 tỷ đồng vốn chủ và vay thêm 597 tỷ đồng. Dòng tiền hoạt động sản xuất kinh doanh của đạt 38 tỷ đồng năm 2018 và 359 tỷ đồng năm 2019 cho thấy hoạt động kinh doanh hợp nhất sau M&A và đầu tư vẫn tạo ra dòng tiền dương, giảm áp lực trong việc huy động vốn vay.

3. Rủi ro về nợ vay

Tính đến quý 1/2020, vay dài hạn của APH còn 1,718 tỷ đồng. Trong đó bao gồm 770 tỷ đồng trái phiếu phát hành từ năm 2018 với thời hạn 3 năm. Như vậy, đến năm 2021, các khoản vay dài hạn của APH sẽ đến hạn. Theo BCTC Quý 1/2020, APH hiện đang nắm giữ 1,290 tỷ đồng tiền, tiền gửi và trái phiếu đầu tư. Bên cạnh đó, tỷ lệ thanh toán hiện tại đạt 1.4 lần cho thấy APH có đủ khả năng thanh toán các khoản nợ vay đến hạn.



Nguồn: APH, SBSI tổng hợp

V. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh APH dựa trên việc dự phóng từng mảng hoạt động kinh doanh của công ty bao gồm 4 nhóm. Trong đó, nhóm chính gồm: doanh thu sản xuất bao bì, doanh thu sản xuất nguyên liệu nhựa, doanh thu nhựa kỹ thuật và khuôn và doanh thu khác gồm doanh thu từ BĐS, doanh thu thương mại. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng trong ngắn hạn, APH tăng trưởng nhờ vào: (1) Tỷ trọng doanh thu hàng tự hủy tăng lên trong bối cảnh khi doanh thu bao bì truyền thống tăng chậm, (2) Doanh thu nhựa kỹ thuật tăng nhờ vào số đơn hàng hàng công ty An Trung tăng và công ty khuôn VMC, công ty Viexim lắp đặt thêm máy nhằm tăng công suất. Trong dài hạn, tăng trưởng của APH đến từ dự án PBAT với công suất 20,000 tấn/năm. Dự án được triển khai vào năm 2021 và dự kiến bắt đầu vận hành vào đầu năm 2022. Với chi phí sản xuất thấp hơn chi phí nhập hạt nhựa tự hủy, chúng tôi dự kiến biên lợi nhuận gộp bao bì tự hủy của APH tăng lên khoảng 20-25% và tỷ trọng bao bì tự hủy chiếm khoảng 50% doanh số bao bì màng mỏng của APH. Cụ thể:

1. Doanh thu bao bì

Doanh thu màng bao bì màng mỏng năm 2020 đạt 3.980 tỷ đồng tăng 15.4% yoy và tăng trung bình với CAGR gần 17% trong 5 năm tới. Trong đó bao bì tự hủy chiếm khoảng 50% sản lượng sản xuất vào năm 2024. Biên lợi nhuận gộp màng bao bì trung bình đạt 18.5% trong năm 2020 và tăng dần lên 29% trong năm 2024 sau khi dự án PBAT 20,000 tấn đạt 100% công suất. Ngoài ra từ năm 2020, APH bắt đầu có sự đóng góp doanh thu từ sản phẩm bao FIBC với sản lượng 12,000 tấn sản phẩm/năm, doanh thu trung bình ước khoảng 500-600 tỷ đồng.

2. Doanh thu sản xuất nguyên liệu nhựa

Sản xuất nguyên liệu nhựa của APH gồm:

Hạt nhựa phụ gia CACO3: hạt nhựa phụ gia CACO3 do CTCP An Tiến Industries sản xuất, ngoài ra còn có bột đá siêu mịn CACO3. Hạt nhựa phụ gia CACO3 được sử dụng rộng rãi trong nước và được HII xuất khẩu ra các nước trong khu vực như Trung Đông, Châu Âu... Trong năm 2020, HII dự kiến tối ưu dàn máy đầu tư năm 2019 và đầu tư thêm máy nghiền bột đá đồng thời thay đổi cơ cấu sản phẩm sang các sản phẩm có biên lợi nhuận gộp cao hơn. Dự kiến HII sẽ đầu tư thêm dàn máy Ancal mới nếu sản lượng trong năm 2020 đạt tối đa. Với sản lượng nguyên liệu nhựa chỉ đáp ứng khoảng 20% nhu cầu trong nước, thị trường cho HII là khá rộng và dư địa tăng trưởng lớn. Chúng tôi dự phóng sản lượng hạt nhựa phụ gia của APH sẽ đạt khoảng 95% kế hoạch 9,000 tấn hạt nhựa/tháng. Trong 5 năm tới, sản lượng của HII tăng dần lên 12,500 tấn/tháng tương

đương mức công suất tối đa 150,000 tấn/năm của nhà máy.

Hạt nhựa tự phân hủy sinh học: Dự án PBAT sẽ đi vào hoạt động từ cuối năm 2021 với công suất 20,000 tấn/năm, tổng mức đầu tư 1,500 tỷ. Theo thông tin từ APH, hạt nhựa tự hủy PBAT sẽ được các nhà máy AAA, NHH sử dụng để sản xuất bao bì màng mỏng và dao thìa đĩa tự hủy sinh học. Theo dự báo, nhu cầu PBAT của thế giới tăng trung bình 15%-25%/năm trong giai đoạn 2019-2024. Tổng sản lượng tiêu thụ sẽ đạt 450,000-700,000 tấn/năm. Chúng tôi cho rằng, với tốc độ tăng trưởng nhu cầu PBAT như hiện nay cùng với lợi thế đã phân tích bên trên, nhà máy của APH sẽ đạt công suất tối đa 20,000 tấn/năm vào năm 2024, sau 3 năm nhà máy đi vào vận hành. Dự kiến doanh thu hạt nhựa tự phân hủy sinh học đến năm 2024 đạt khoảng 1,800 tỷ đồng biên lợi nhuận gộp khoảng 25%.

3. Doanh thu nhựa kỹ thuật và khuôn

Chúng tôi dự kiến doanh thu Nhựa kỹ thuật và khuôn sẽ tăng khoảng 36% đạt 1,680 tỷ đồng. Động lực tăng trưởng đến từ việc: (1) Sản lượng đơn hàng từ Honda, Toyota, Piaggio... tăng; (2) Công suất nhà máy An Trung tăng lên 80% năm 2020 và 100% năm 2021. Ngoài ra trong giai đoạn 2020-2022, An Trung dự kiến lắp đặt thêm máy ép nhựa, nâng công suất tối đa lên 10,000 tấn sản phẩm/năm; (3) Nhà máy khuôn của công ty VMC tăng công suất lên 100 khuôn năm 2020 và 200 khuôn trong giai đoạn 2021-2025 nhằm phục vụ nhu cầu cho các doanh nghiệp sản xuất linh kiện nhựa, Honda, Toyota, Samsung, Brother...; (4) Sản phẩm Anpro đẩy mạnh xuất khẩu vào thị trường Mỹ công suất thiết kế của nhà máy là 4 triệu m² ván sản, 806,000 m² ốp tường, đem lại doanh thu 600-700 tỷ/năm từ năm 2021

4. Doanh thu khác

Doanh thu thương mại

Doanh thu thương mại được dự báo giảm trong năm 2020, đạt gần 4,200 tỷ đồng doanh thu, giảm 7% so với cùng kỳ. Mặc dù doanh thu giảm nhưng biên lợi nhuận gộp của mảng thương mại hạt nhựa được cải thiện. Chúng tôi dự phóng mức biên lợi nhuận gộp mảng thương mại năm 2020 đạt khoảng 3% so với 2.6% năm 2019 và có thể tăng lên đến 4.1% trong các năm sau. Cơ sở đưa ra dự phóng này đến từ việc APH đã tái cơ cấu lại hoạt động thương mại, thay vì tập trung mở rộng thị phần như năm 2019, APH dần chuyển sang bán hàng theo các đơn hàng và có sự chọn lọc các đối tác. Đây là một trong những giải pháp phù hợp trước những biến động bất thường của giá dầu dẫn đến rủi ro trong hoạt động thương mại hạt nhựa tăng cao.

Doanh thu bất động sản

Doanh thu BĐS dự báo đạt khoảng 760 tỷ đồng trong năm 2020. Khu công nghiệp An Phát Complex có tổng diện tích 46.38 ha, diện tích khai thác thương mại khoảng 76.5% tương đương 35.5 ha và chia thành 26 block. Tính đến cuối năm 2019, tỷ lệ lấp đầy của khu công nghiệp đạt khoảng 60% thu về 707 tỷ đồng doanh thu và 309 tỷ đồng lợi nhuận gộp tương đương biên lợi nhuận gộp đạt 43.7%.

Chúng tôi dự phóng đơn giá cho thuê đất Khu công nghiệp An Phát Complex tiếp tục ở mức 80 USD/m²/tháng và đơn giá cho thuê nhà xưởng là 4 USD/m²/tháng. Ngoài ra, hầu hết các khu công nghiệp ở Hải Dương đều đã được lấp đầy, do đó chúng tôi dự kiến khu công nghiệp An Phát Complex có thể sẽ được khai thác hết trong năm 2020 theo dự kiến của APH. Từ năm 2021, APH dự kiến sẽ bắt đầu khai thác giai đoạn 1 dự án Khu công nghiệp An Bình Quốc Tuấn với mức giá trung bình 70-80 USD/m². Chúng tôi dự kiến 180ha dự án sẽ được lấp đầy tối đa trước năm 2026

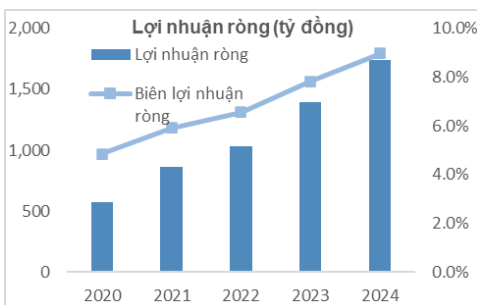
5. Lợi nhuận gộp

Lợi nhuận gộp của APH được dự báo sẽ đạt hơn 1.600 tỷ đồng, tăng gần 51% so với năm 2019. Biên lợi nhuận gộp của APH dự kiến sẽ tăng từ 11.4% năm 2019 lên khoảng 14% trong năm 2020 chủ yếu nhờ vào:

- (1) Các nhà máy tăng công suất lên mức tối đa tại các nhà máy số 6, 7 sản xuất bao bì cho thị trường Nhật Bản, Mỹ,
- (2) Mở rộng công suất đối với nhà máy khuôn, nhựa kỹ thuật và dịch chuyển sang các sản phẩm có biên lợi nhuận cao như bao bì tự hủy, hạt Ancal cao cấp.
- (3) Chính sách tiết kiệm chi phí nhân công (~3%) và chi phí nguyên liệu giảm.

Chi phí nhân công giảm tỷ trọng trong tổng chi phí do APH thực hiện chủ trương cắt giảm chi phí nhân công 3% tại các công ty thành viên. Trung bình chi nhân công chiếm khoảng 20% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của APH. Năm 2019, APH chi trả khoảng 230 tỷ đồng chi phí nhân công, chiếm khoảng 19.4% chi phí sản xuất kinh doanh. Với mức cắt giảm 3% chi phí nhân công, chúng tôi dự kiến mỗi năm APH tiết kiệm được 7 tỷ chi phí nhân công, tương đương gần 0.6% tổng chi phí sản xuất.

Chi phí nguyên liệu giảm do giá hạt nhựa thế giới giảm. Tăng trưởng kinh tế chậm lại kết hợp với giá dầu giảm dẫn đến giá hạt nhựa tiếp tục giảm 20% trong năm 2019. Trong năm 2020, ảnh hưởng kép từ căng thẳng thương mại Mỹ Trung và dịch Covid có thể dẫn đến nhu cầu nhựa không thể tăng mạnh và giá hạt nhựa vẫn ở mức thấp. Ngoài ra, APH tích cực cải thiện quy trình sản xuất nhằm giảm tỷ lệ phế qua đó giúp APH giảm giá vốn sản phẩm.



Nguồn: SBSI

6. Chi phí tài chính:

Nợ vay dài hạn của công ty bao gồm nợ vay NHTM, trái phiếu phát hành và vay các tổ chức khác. Theo BCTC Quý 1/2020, APH hiện đang vay 4,506 tỷ đồng gồm 2,788 tỷ đồng nợ ngắn hạn và 1,718 tỷ đồng nợ dài hạn. Các khoản nợ dài hạn của APH phần lớn là trái phiếu có lãi suất 6.5%-8.5%, các khoản vay ngắn hạn theo lãi suất thị trường trong đó phần lớn là vay USD với lãi suất 2.9%-4%.

Để phục vụ việc mở rộng các nhà máy và đầu tư dự án PBAT, chúng tôi dự kiến dư nợ cho vay của APH sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2020-2021. Cụ thể, nợ vay dài hạn sẽ tăng thêm gần 1,000 tỷ đồng lên 2,700 tỷ đồng, phần lớn dư nợ tăng thêm là cho dự án PBAT. Dự án PBAT có tổng mức đầu tư gần 1,500 tỷ đồng, trong đó vốn đầu tư của APH chiếm khoảng 40%-50% do APH huy động thông qua IPO và phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược. Vốn vay thương mại khoảng 50% tương đương 750 tỷ đồng. Thời gian đầu tư của dự án là 2 năm.

Với dư nợ vay dự kiến tăng lên 2,700 tỷ đồng, chúng tôi dự kiến chi phí lãi vay của APH sẽ tăng 30% trong năm 2020 lên 344 tỷ đồng. Sau khi dự án PBAT đi vào hoạt động, chi phí tài chính của công ty sẽ giảm dần và duy trì ở mức trung bình 1.7%-1.8% doanh thu, tương đương gần 2% tổng chi phí sản xuất kinh doanh.

7. Lợi nhuận sau thuế

Với biên lợi nhuận gộp tăng lên 14% trong năm 2020, chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của APH đạt 576 tỷ đồng, hoàn thành 89% kế hoạch ĐHCĐ đặt ra. Lợi nhuận chúng tôi ước tính giảm 20% so với năm 2019, nhưng nếu loại bỏ lợi nhuận bất thường từ việc M&A với NHH, lợi nhuận ước tính cho năm 2020 tăng 21% so với 2019. Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ sẽ tăng nhanh khi APH có kế hoạch nâng sở hữu tại AAA và NHH lên 65% mỗi công ty. Với các triển vọng kinh doanh đã phân tích trên, chúng tôi dự kiến lợi nhuận sau thuế APH tăng trung bình 19.6% trong 5 năm tới.

8. Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá là phương pháp so sánh sử dụng hệ số EV/EBITDA và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Do APH đang ở trong giai đoạn đầu tư mạnh cho dự án mới, chúng tôi cho rằng phương pháp P/E sẽ không phản ánh được tiềm năng và giá trị tài sản của công ty.

Đối với phương pháp so sánh, hệ số trung bình ngành EV/EBITDA các doanh nghiệp tương đồng với APH trong khu vực là 8.35 lần. Với lợi thế về quy mô trong khu vực và triển vọng đã nêu, chúng tôi định giá APH dựa trên tỷ lệ EV/EBITDA không chiết khấu. Chúng tôi dự phóng EBITDA trong năm 2020 đạt 1.508 tỷ đồng, giá trị doanh nghiệp đạt 6,673 tỷ.

Đối với phương pháp FCFF, trong ngắn hạn chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng từ mở rộng công suất của nhà máy bao bì số 8, nhà máy của An Trung, VMC. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng vào dự án PBAT và xu hướng sử dụng sản phẩm tự hủy sinh học sẽ giúp cho APH tăng trưởng mạnh.

Tổng hợp kết quả định giá

Kết quả định giá từ 2 phương pháp trên cho giá trị mỗi cổ phần doanh nghiệp nằm trong khoảng 45,496 đ/cp và 60,043 đ/cp. Với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, trung bình giá trị định giá là 52,770 đ/cp.

Tại giá niêm yết ngày đầu tiên là 41,500 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với

Thông tin tham chiếu:

Đơn vị: tỷ đồng

STT	Tên công ty	Mã CK	EV/EBITDA	Phương pháp EV/EBITDA	
1	CTCP Nhựa Bình Minh	BMP	5.10	EBITDA	1,508,7
2	CTCP Thuận Đức	TDP	12.59	EV	12,590.6
3	CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong	NTP	6.36	Tiền	2,604.2
4	CTCP Tập đoàn Nhựa Đông Á	DAG	5.78	Nợ vay	6,305.6
5	CTCP Nhựa Đồng Nai	DNP	12.92	NCI	1,943.0
6	CTCP Rạng Đông Holding	RDP	7.08	Giá trị thị trường Cổ phiếu ưu đãi	352.9
7	CTCP Nhựa Tân Đại Hưng	TPC	8.59	Giá trị doanh nghiệp	6,673.3
	Trung bình		8.35	P (EV/EBITDA)	45,496

Phương pháp chiết khấu dòng tiền	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
CFO	1,439.3	1,895.5	793..	1,645.3	1,723.8
Lãi vay	275.2	288	312.1	283.6	282.3
Đầu tư Capex	486.9	1,230.5	992.8	185.3	67.0
FCFF	1,651	2,838.1	1,474.0	1,547.0	1,508.5

Giả định	
Chi phí vốn chủ	17.5 %
Chi phí vốn vay	10.0%
Chi phí vốn bình quân	12.0%
Tăng trưởng	1.0%

Bảng tính giá trị doanh nghiệp		
Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị
EV/EBITDA	50%	45,496
FCFF	50%	60,043
P trung bình		52,770

Đơn vị: tỷ đồng

Bảng cân đối kế toán				
Năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	3,986	5,564	8,126	3,951
Tiền và tương đương tiền	652	321	2,181	3,925
Hàng tồn kho	864	1,333	2,100	2,133
Khoản phải thu	1,572	2,438	2,303	2,474
Tài sản dài hạn	4,206	4,424	4,864	5,508
Tài sản cố định	2,201	2,481	3,750	4,591
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	1,208	364	95	115
Đầu tư dài hạn	512	314	304	304
Tổng tài sản	8,191	9,988	12,990	14,859
Nợ phải trả	5,258	5,925	8,317	9,237
Nợ ngắn hạn	3,913	3,781	5,256	6,104
Nợ vay ngắn hạn	2,791	2,745	3,580	4,042
Phải trả người bán	623	745	1,046	1,196
Phải trả ngắn hạn khác	498	291	630	866
Nợ dài hạn	1,345	2,144	3,060	3,133
Nợ vay dài hạn	1,345	2,020	2,725	2,692
Vốn chủ sở hữu	2,934	4,063	4,674	5,623
Vốn điều lệ	1,283	1,424	1,536	1,606
Thặng dư vốn cổ phần	274	486	79	500
Lãi sau thuế chưa phân phối	(264)	188	647	891
Tổng nguồn vốn	8,191	9,988	12,990	14,859

Đơn vị: tỷ đồng

Báo cáo kết quả kinh doanh APH				
Năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Doanh thu thuần	8,027	9,513	11,843	14,568
Giá vốn	7,353	8,432	10,195	12,317
Lợi nhuận gộp	674	1,082	1,648	2,251
Thu nhập tài chính	67	483	146	149
Chi phí tài chính	212	317	421	443
Chi phí bán hàng	157	220	315	460
Chi phí quản lý	171	238	336	414
Lãi/Lỗ từ hoạt động kinh doanh	210	816	721	1,083
Thu nhập khác	8	7	27	29
Lợi nhuận trước thuế	218	822	748	1,113
Thuế TNDN	42	111	172	251
Lợi nhuận sau thuế	176	712	576	862
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	30	438	258	502
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
Năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Lưu chuyển tiền từ HĐKD (CFO)	441	359	1,439	1,896
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư (CFI)	(3,317)	(1,363)	(92)	(989)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính (CFF)	3,017	674	833	516
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	142	(330)	2,181	1,423
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	511	652	321	2,502
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	652	321	2,181	3,925

Các chỉ số tài chính cơ bản

Năm tài chính	2018A	2019A	2020F	2021F
Tỷ suất EBIT	4.3%	11.4%	9.2%	10.1%
Tỷ suất EBITDA	7.6%	14.6%	12.7%	13.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.4%	11.4%	13.9%	15.5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	2.2%	7.5%	4.9%	5.9%
ROA	2.7%	7.8%	5.0%	6.2%
ROE	7.2%	20.3%	13.2%	16.7%
Hệ số thanh toán hiện thời	1.0	1.5	1.5	1.5
Hệ số thanh toán nhanh	0.8	1.1	1.1	1.2
EPS	187	3,433	1,678	3,125
BVPS	22,866	28,538	30,422	35,006

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 © 2020 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