

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

NGÀY 21/03/2022

Mã chứng khoán:  
APH

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

Ngày 21/03/2022

Giá thị trường: 25.800 VNĐ/cp

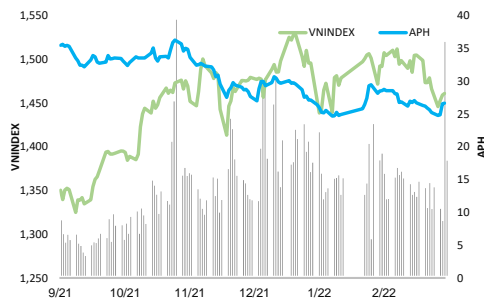
Giá mục tiêu: 54.300 VNĐ/cp

**Thông tin cổ phiếu**

SLCP lưu hành	243.884.268
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	58.661
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	24.729
KLGD BQ 52 tuần (cp/phiên)	3.255.000
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	6.707
BVPS (VNĐ)	23.674

**Cơ cấu cổ đông**

IGG USA Vietnam	27.02%
Cổ đông nội bộ	10%
Cổ đông khác	62,98%



**CẬP NHẬT KQKD QUÝ IV/2021 & CẢ NĂM 2021**

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục tăng trưởng khả quan.** Doanh thu quý 4 của công ty đạt 4.572 tỷ đồng (+87% yoy), lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt 94 tỷ đồng gấp 2,2 lần cùng kỳ. Lũy kế cả năm Doanh thu công ty đạt 14.805 tỷ đồng (+74% yoy) và lợi nhuận thuần từ HĐKD đạt 342 tỷ đồng (+58% yoy).

Kết thúc năm 2021, công ty ghi nhận LNST trên BCTC đạt 273 tỷ đồng (-2% yoy), so với LNST không gồm các khoản bất thường 2020, LNST của công ty tăng 31%.

**Doanh thu 2021 của công ty có bước tăng trưởng ấn tượng** nhờ vào 3 mảng: sản xuất bao bì, mảng thương mại và BĐS KCN.

**Mảng sản xuất bao bì có sự phục hồi** nhờ vào tăng trưởng xuất khẩu trở lại vào thị trường Châu Âu sau khi các nước này mở cửa trở lại với các hoạt động kinh tế và nới lỏng giãn cách. Đặc biệt, các sản phẩm tự hủy ngày càng được sử dụng rộng rãi cùng với bao bì công nghiệp FIBC giúp cho công ty có tỷ suất sinh lời tốt trong năm 2021. Bên cạnh đó, giá bán trung bình tại các thị trường đều tăng và công ty thay đổi phương thức tính giá, dẫn đến giá bán của công ty cao hơn 10%-15% so với năm 2020.

**Mảng thương mại đóng góp vào phần lớn tăng trưởng doanh thu**, chiếm khoảng 69% tăng trưởng tổng doanh thu. Với doanh thu thương mại đạt 7.746 tỷ đồng, gấp 2,3 lần năm 2020, công ty tiếp tục nằm trong nhóm các doanh nghiệp thương mại hạt nhựa lớn nhất cả nước. Để có được tăng trưởng này công ty tiếp tục chiến lược bán hàng theo đơn hàng. Lợi nhuận gộp mảng thương mại của công ty năm 2021 đạt 361 tỷ đồng (+160% yoy) và biên gộp tăng thêm 0,6 điểm phần trăm lên 4,7%.

**Mảng BĐS KCN ghi nhận phần còn lại từ An Phát Complex** sau khi hoàn thiện xong các thủ tục bàn giao đất đã ký với khách hàng bị ảnh hưởng của giãn cách xã hội từ năm trước. Doanh thu BĐS KCN đạt 413 tỷ đồng (gấp 5,7 lần 2020), lợi nhuận gộp đạt 120 tỷ đồng (gấp 2,7 lần). Trong năm 2021, công ty đã bắt đầu nhận đặt chỗ dự án tại An Phát 1, lũy kế diện tích đạt gần 15%.

**Cơ cấu nguồn vốn tiếp tục dịch chuyển tích cực** sau khi công ty huy động thành công 557 tỷ đồng từ cổ đông hiện hữu. Tỷ lệ nợ vay giảm dần, tính đến 31/12/2021 tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm xuống dưới 1, còn khoảng 0,83 lần, tỷ lệ nợ phải trả/VCSH giảm từ 2,38 lần xuống còn 2,07 lần. Chi phí lãi vay trung bình giảm từ 0,3 điểm phần trăm còn 5,3%.

Tính thời điểm cuối năm 2021, công ty huy động được nguồn tiền dồi dào lên đến 2.612 tỷ để thực hiện dự án PBAT, dự án BĐS KCN và kế hoạch kinh doanh trong năm 2022.

**Hàng tồn kho và phải thu tăng tuy nhiên vòng quay tồn kho, phải thu cải thiện đáng kể.** Tồn kho và phải thu lần lượt tăng 13% và 37% so với đầu năm 2021, vòng quay tồn kho và phải thu lần lượt tăng từ 6 lên 10,6 và 3,5 lên 6, phần lớn mức tăng đến từ phải thu khách hàng và hàng tồn kho.

### CHIẾN LƯỢC PHÁT TRIỂN 20 NĂM TIẾP THEO: LÀM CHỦ NGUỒN NGUYÊN LIỆU TỰ HỦY

An Phát Holdings thường được nhắc đến như một doanh nghiệp nhựa đầu ngành, hoạt động đa lĩnh vực trong hệ sinh thái ngành nhựa. Với lịch sử hình thành và phát triển 20 năm, Công ty đang khép kín hệ sinh thái ngành của mình bằng nút thắt cuối cùng là Dự án xây dựng Nhà máy sản xuất chất dẻo phân hủy sinh học PBAT với mức đầu tư là 120 triệu USD. Để thấy được chiến lược dài hạn của An Phát Holdings, chúng tôi sẽ phân tích từng bước đi của Công ty, kết nối các sự kiện để thấy được giá trị xuyên suốt và tiềm năng phát triển.

#### Hệ sinh thái An Phát



### Giai đoạn 1 (2002 – 2009): Tìm đường phát triển

- **Chiến lược ưu tiên xuất khẩu:** Trước khi trở thành doanh nghiệp đầu ngành nhựa, An Phát Holdings là 1 công ty nhỏ (tiền thân là Công ty Nhựa và Môi trường xanh An Phát) trong một thị trường rộng đầy cạnh tranh. Doanh nghiệp ra đời trong giai đoạn những năm 2000, khi thị trường bao bì trong nước phân mảnh, đa phần là các nhà máy bao bì nhỏ sản xuất bao bì tái chế. Đây cũng là giai đoạn Việt Nam bắt đầu áp thuế môi trường đối với bao bì nhựa tiêu thụ trong nước. Nhận thấy tiềm năng thị trường trong nước không nhiều, khó cạnh tranh về giá so với các doanh nghiệp bao bì tái chế, An Phát Holdings đã nhanh chóng chuyển hướng sang xuất khẩu. Khi đó Châu Âu là khu vực có nhu cầu bao bì rất lớn, việc sản xuất tại Việt Nam có chi phí nhân công thấp giúp An Phát Holdings có lợi thế cạnh tranh lớn trong việc xuất khẩu sang thị trường này.
- **Chiến lược cạnh tranh bằng chất lượng:** Câu chuyện về người tiên phong chỉ là điều kiện cần, những khác biệt về chất lượng chính là điều kiện đủ để An Phát Holdings có được chỗ đứng riêng trên thị trường. Thời điểm đó, tại Châu Âu, cũng có nhiều đơn vị cung cấp bao bì giá rẻ đến từ Trung Quốc. Thay vì cạnh tranh bằng giá bán, An Phát Holdings nhận ra lợi thế cạnh tranh bền vững so với các doanh nghiệp khác chính là chất lượng. Do vậy, công ty đã thực hiện tăng chất lượng bao bì, đầu tư nhà máy theo tiêu chuẩn cao hơn mặt bằng chung. Đó cũng là tiền đề để An Phát Holdings mở rộng sang thị trường khó tính hơn như Nhật Bản và Mỹ.

Như vậy, với hai chiến lược này, An Phát Holdings đã tiếp cận một thị trường mới, tránh bị cạnh tranh trực tiếp bởi các đối thủ trong nước, đồng thời tự tạo lợi thế cạnh tranh riêng trên thị trường xuất khẩu.

### Giai đoạn 2 (2009 – 2018): Mở rộng sản xuất

- **Chiến lược tự chủ nguyên liệu:** Năm 2009, An Phát Holdings thành lập công ty con An Tiến Industries (Mã CK: HII) để cung cấp bột đá sử dụng trong chế biến hạt phụ gia ngành nhựa. Cũng giai đoạn này, công ty mở rộng hoạt động thương mại hạt nhựa, trở thành một trong những nhà cung cấp hạt nhựa nguyên sinh lớn nhất cho thị trường trong nước. Do đó, An Phát Holdings tự chủ được nguồn nguyên liệu, tiết kiệm được chi phí sản xuất, giảm giá thành, khiến sản phẩm bao bì ngày càng cạnh tranh hơn trên thị trường.
- **Chiến lược mở rộng theo chiều ngang:** Nhờ lợi thế quy mô, công ty đã có nhiều đơn hàng giá trị cao hơn, với các đối tác uy tín hơn. Tuy nhiên không dừng lại ở chừng 10 nước Châu Âu, Công ty đã tận dụng thế mạnh để mở rộng hoạt động sang nhiều thị trường khác. Đặc biệt, những năm 2014-2016, để có được thị trường Nhật Bản, công ty đã phải thực hiện cải cách toàn diện về nhân sự, quy trình, cơ sở vật chất.

Đây là một quyết định mang tính bước ngoặt đối với sự phát triển của công ty. Các nhà máy tiêu chuẩn 5S tại Việt Nam nói chung tại thời điểm đó không nhiều, trong ngành nhựa thì chưa có, Công ty đã mất nhiều thời gian và chi phí để chuyển đổi. Kết quả là các đơn hàng từ Nhật Bản đến rất nhanh chóng, kéo theo nhiều đơn hàng lớn hơn từ các thị trường phát triển.

Việc tự chủ nguyên liệu, áp dụng tiêu chuẩn sản xuất cao hơn đã giúp công ty mở rộng nhanh trong giai đoạn này. Năm 2018, công ty chính thức trở thành doanh nghiệp xuất khẩu nhựa lớn nhất Đông Nam Á.

### Giai đoạn 3 (2018 – nay): Hoàn thiện chuỗi giá trị

- **Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm:** Năm 2018, An Phát Holdings thực hiện mua lại CTCP Nhựa Hà Nội – doanh nghiệp đầu ngành nhựa công nghiệp phụ trợ, mở ra một lĩnh vực kinh doanh mới cho Công ty. Công ty cũng mua An Trung Industries (sản xuất linh kiện nhựa điện thoại, điện tử) và An Cường (sản xuất nhựa nội thất) để gia tăng số lượng mặt hàng trong nhánh này.
- **Chiến lược hoàn thiện chuỗi giá trị:** Khi đã trở thành doanh nghiệp dẫn đầu, An Phát Holdings bắt đầu chiếm lấy các mắt xích khác trong chuỗi giá trị ngành nhựa. Chuỗi giá trị ngành nhựa bao gồm: (1) Sản xuất nguyên liệu – (2) Nhập nguyên liệu – (3) Sản xuất thành phẩm – (4) Phân phối. Cơ cấu hoạt động của công ty gồm công ty AAA (sản xuất bao bì), công ty HII (sản xuất nguyên liệu phụ gia), An Thành (nhập khẩu hạt nhựa PE, PP) và An Tín Logistics (dịch vụ vận chuyển đường bộ). An Phát Holdings đã có được mắt xích số (3), số (4), 1 phần trong số (1), số (2). và đang hướng đến kiện toàn nốt chuỗi giá trị này.
  - **Hoàn thiện mắt xích số (2) Hoạt động đầu vào bổ trợ:** Một trong số các chi phí khá lớn trong sản xuất đó là tiền thuê đất làm nhà máy. Nhận thấy điều đó, năm 2018, An Phát Holdings bắt đầu đầu tư phát triển Khu công nghiệp kỹ thuật cao An Phát, vừa để cung cấp nhà xưởng cho nội bộ Tập đoàn, vừa để thu hút các nhà đầu tư khác trong khu vực. Năm 2021, Tập đoàn tiếp tục đầu tư cung cấp dịch vụ suất ăn công nghiệp, hoàn thiện chuỗi giá trị dịch vụ khu công nghiệp. Bên cạnh đó, công ty cũng đầu tư vào Bao bì An Vinh, sản xuất bao bì công nghiệp, phục vụ cho việc đóng gói, vận chuyển hàng hóa, sử dụng nội bộ và xuất khẩu. Tại nhánh Nhựa Hà Nội, Công ty cũng đầu tư làm nhà máy sản xuất khuôn – một trong những phần khá lớn cấu thành nên giá thành sản phẩm nhựa kỹ thuật.
  - **Hoàn thiện mắt xích số (1) Sản xuất nguyên liệu:** Đây là mắt xích thượng nguồn của ngành nhựa, đòi hỏi năng lực sản xuất, tài chính và trình độ công nghệ cao hơn so với các mắt xích còn lại, nhưng nếu thành công sẽ đem lại một nguồn lợi nhuận rất lớn cho doanh nghiệp. Dự án xây dựng Nhà máy sản xuất chất dẻo phân hủy sinh học PBAT vừa khởi công đầu năm 2022 là mắt xích quan trọng nhất. Dự án không những hỗ trợ cho việc sản xuất các

sản phẩm tự hủy của nội bộ, mà còn đáp ứng nhu cầu về nguyên liệu này tại thị trường nước ngoài. Khi xã hội càng phát triển, nhu cầu “sống xanh” của con người ngày càng lớn, xu hướng chuyển dịch sang sử dụng các sản phẩm tự hủy sinh học, thân thiện với môi trường là xu hướng tất yếu. An Phát Holdings là doanh nghiệp tiên phong đón đầu xu hướng, cung cấp nguyên liệu cho nhu cầu này.

Như vậy có thể thấy, ban đầu chỉ là một công ty bao bì nhỏ, An Phát Holdings đã hoàn thiện chuỗi giá trị từ nguyên liệu đầu vào, nhập nguyên liệu, sản xuất hàng hóa, cuối cùng là kho vận. Hiện công ty đã trở thành 1 một đầu mối cung cấp tất cả các sản phẩm, dịch vụ trong chuỗi giá trị ngành nên công ty giữ 1 sức mạnh đàm phán ( bargaining power) rất lớn so với từng doanh nghiệp riêng lẻ. **Việc sở hữu gần như cả chuỗi giá trị dọc từ sản xuất đến phân phối khiến An Phát Holdings giữ được lợi nhuận cho mình và tránh phải chia sẻ cho các đối tác như khi chỉ là 1 mắt xích trong cả chuỗi giá trị đó.**

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

### Các giả định

Việt Nam hiện đang từng bước mở cửa lại nền kinh tế sau dịch Covid 19, cơ sở hạ tầng liên kết giữa các KCN liên tục được đầu tư mở rộng và nhiều dự án hạ tầng trọng điểm được thực hiện trong giai đoạn 2021-2025. Với vị trí nằm trên tuyến giao thông huyết mạch kết nối tam giác kinh tế Hà Nội - Hải Phòng - Quảng Ninh, chúng tôi kỳ vọng dự án An Phát 1 và các dự án tiếp theo của An Phát Holdings sẽ được hưởng lợi từ các dự án đầu tư hạ tầng trong khu vực. Chúng tôi dự phóng dự án An Phát 1 sẽ đạt tỷ lệ lấp đầy đến 90%-95% vào năm 2025.

Chúng tôi cho rằng APH sẽ tiếp tục cải thiện được biên lợi nhuận gộp mảng sản xuất bao bì khi dự án PBAT đi vào hoạt động và tỷ trọng các sản phẩm bao bì tự hủy tăng lên, đồng thời sự phục hồi của lĩnh vực logistic, xuất nhập khẩu sẽ thúc đẩy nhu cầu bao bì công nghiệp FIBC của công ty trong năm 2022.

Ngoài ra, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và chi phí quản lý cao trong năm 2021 là tạm thời. Các chi phí này dự kiến sẽ quay về mức trung bình trước năm 2020 sau khi dịch Covid được kiểm soát do chi phí phòng chống dịch và chi phí vận tải giảm.

### Phương pháp DCF

Chúng tôi xác định 2 giai đoạn phát triển tương ứng với các dự án trọng điểm của công ty gồm dự án PBAT và BĐS KCN.

- (1) Giai đoạn 2022-2025 là giai đoạn công ty phát triển nhanh với dự án PBAT đi vào hoạt động. Chúng tôi cập nhật lại tiến độ dự án BĐS KCN An Phát 1 với doanh thu được ghi nhận từ năm 2022 gồm cả diện tích đã đặt chỗ trong năm 2021.
- (2) Giai đoạn sau 2025 là giai đoạn dòng tiền APH ổn định với các nhà máy đã hoàn thành đầu tư và mở rộng.

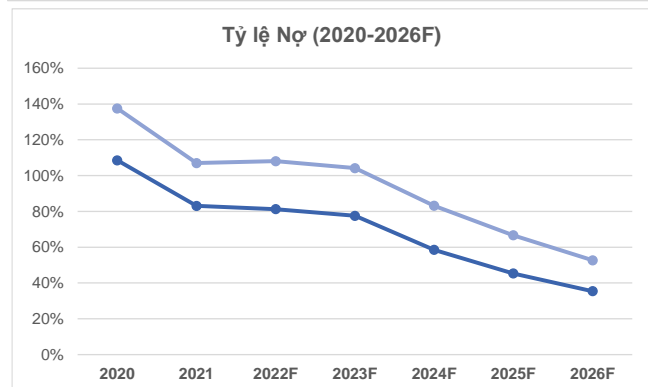
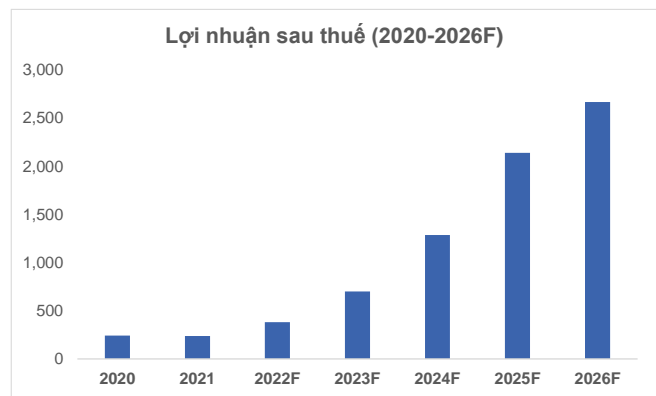
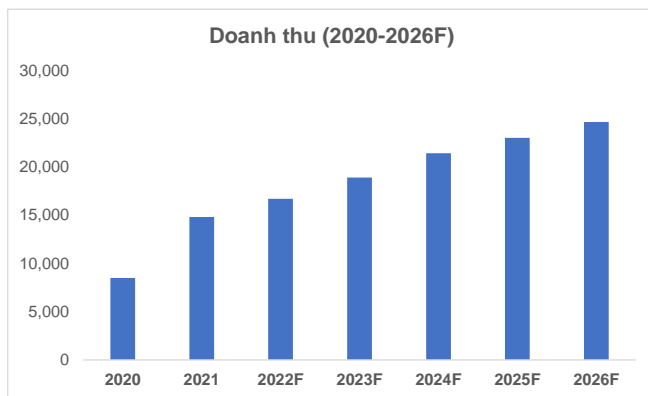
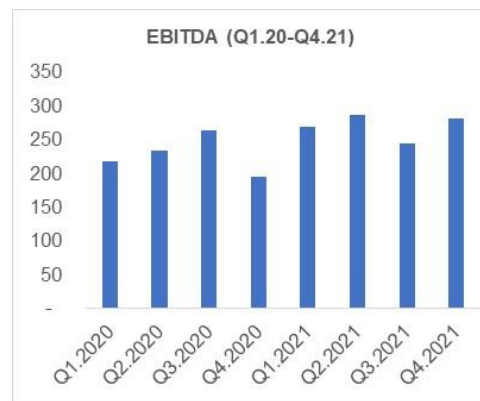
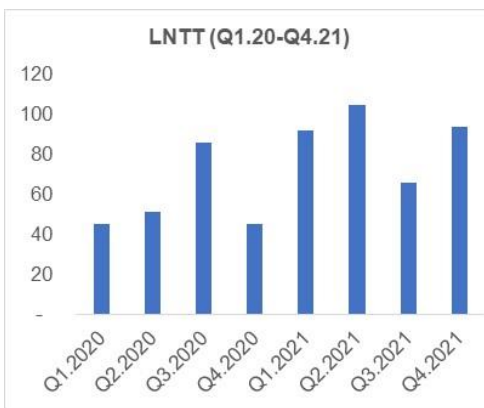
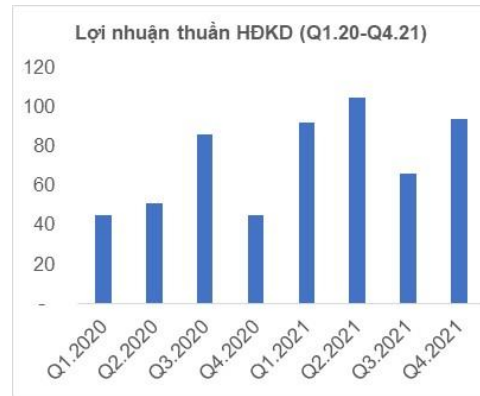
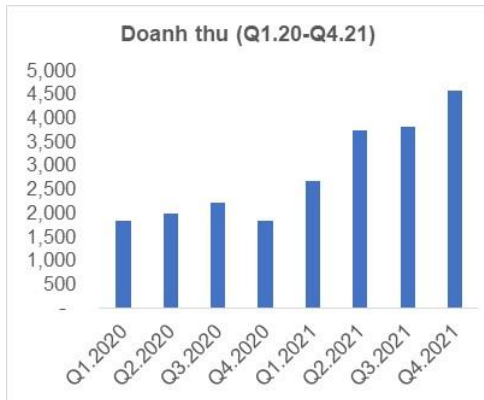
### Phương pháp SOTP

Chúng tôi xác định giá trị công ty dựa trên định giá công ty mẹ, giá trị mảng kinh doanh PBAT tại công ty mẹ và khoản đầu tư tại công ty con AAA, NHH.

### Định giá

Với tỷ trọng 50% mỗi Phương pháp, Chúng tôi đưa ra **khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu APH với giá mục tiêu là **54.300 VNĐ/CP**

APH	Tỷ trọng	Giá trị (Tỷ đồng)	Giá trị (VNĐ/cp)
FCFE	50%	14.328	57.000
SOTP	50%	12.955	51.600
<b>Trung bình</b>			<b>54.300</b>

**KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ DỰ PHÓNG**


### 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 © 2022 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)