

**BÁO CÁO CẬP NHẬT**  
**Nhóm Tập đoàn An Phát**  
NGÀY 01/09/2020

Mã chứng khoán:  
HII, AAA, NHH, APH

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CTCP AN TIẾN INDUSTRIES

Về ngắn hạn, với giá hạt nhựa đã phục hồi trong tháng 7,8, chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2020 đạt 5.053 tỷ đồng ( +9,1% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 62 tỷ đồng (+14,8% yoy).

Trong năm 2021, chúng tôi dự kiến lợi nhuận HII sẽ tăng 56% so với dự phóng 2020 và đạt 158 tỷ đồng, doanh thu tăng 10%.

**HII****MUA**

Giá mục tiêu  
**24.300 VNĐ/CP**

### CTCP NHỰA AN PHÁT XANH

Nhìn vào sản lượng sản xuất 6T/2020 ta có thể thấy hoạt động sản xuất của AAA vẫn duy trì ổn định và không bị ảnh hưởng với dịch Covid như các doanh nghiệp khác. Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng AAA đạt doanh thu 9.549 tỷ đồng (+3,1% yoy), LNST đạt 518 tỷ đồng (+5,5% yoy), hoàn thành 94,2% kế hoạch năm. Năm 2021, với 4 điểm nhấn trong hoạt động kinh doanh, chúng tôi dự phóng LNST công ty mẹ sẽ tăng mạnh 35,7% lên 677 tỷ đồng, EPS 2021 đạt 3.205 VNĐ/CP.

**AAA****MUA**

Giá mục tiêu  
**31.100 VNĐ/CP**

### CTCP NHỰA HÀ NỘI

Chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm 2020 NHH sẽ tăng công suất để bù đắp cho các đơn hàng bị gián đoạn đầu năm. 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. Doanh thu ước tính 2020 đạt 1.681 tỷ, tăng 36,4 % yoy, Lợi nhuận đạt mức 121 tỷ yoy. Năm 2021, các nhà máy An Trung Industries, VMC, VAPA tăng công suất cùng với sự đóng góp của ACP, doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng vượt bậc, đạt 2.551 tỷ doanh thu và 196 tỷ lợi nhuận, EPS ước đạt 5.684 đồng/cp

**NHH****MUA**

Giá mục tiêu  
**83.090 VNĐ/CP**

### CTCP TẬP ĐOÀN AN PHÁT HOLDINGS

Chúng tôi dự phóng kết quả APH trong năm 2020 dựa trên cơ sở sản lượng màng bao bì tiếp tục tăng, doanh thu BĐS ghi nhận vào cuối năm và màng nhựa kỹ thuật tăng sản lượng bù đắp các đơn hàng gián đoạn đầu năm. Từ năm 2021, triển vọng tích cực từ nhu cầu sản phẩm tự hủy sinh học và dự án PBAT sẽ thúc đẩy lợi nhuận màng bao bì, mảng BĐS KCN tiếp tục với dự án BĐS KCN An Bình Quốc Tuấn và mảng nhựa kỹ thuật tăng trưởng nhờ vào nhu cầu linh kiện nhựa từ các hãng điện, điện tử. Do đó, năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu APH đạt 11.138 tỷ đồng (+17,1% yoy), LNST đạt 468 tỷ đồng (-34,3%) và năm 2021 doanh thu và LNST lần lượt đạt 14.262 tỷ đồng, 759 tỷ đồng tương đương tăng 28% và 62,2% so với dự phóng 2020.

**APH****NẮM GIỮ**

Giá mục tiêu  
**70.730 VNĐ/CP**

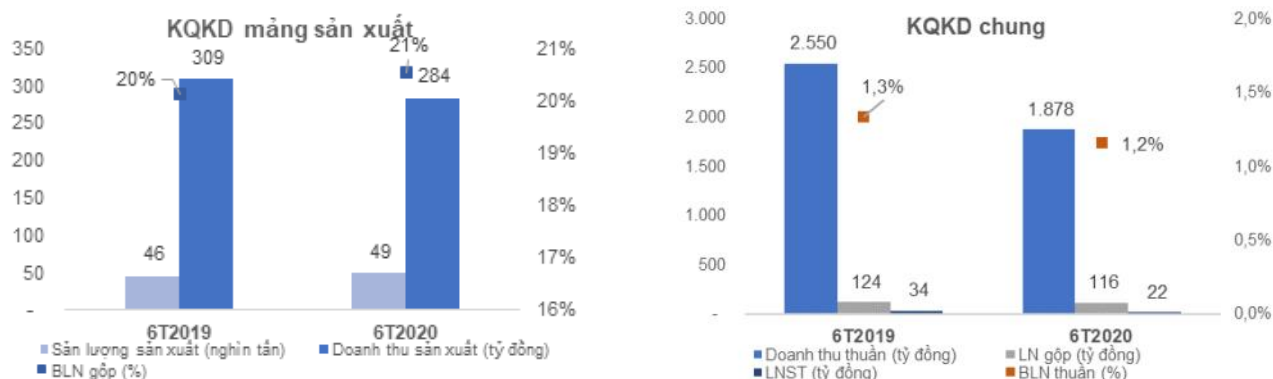
**KHUYẾN NGHỊ: MUA**  
NGÀY 01/09/2020

Giá thị trường: 17,800 VND  
Giá mục tiêu: 24,300 VND  
Tăng trưởng: +36.5%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CẬP NHẬT KQKD 6T/2020:

Lợi nhuận giảm do thiếu vắng lợi nhuận tài chính từ thoái vốn công ty con

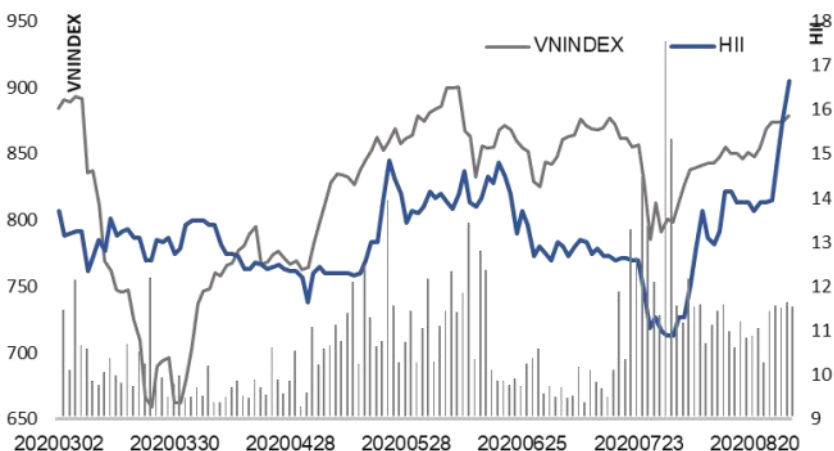


**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 1.883 tỷ (-26% yoy)**, trong đó, mảng thương mại đóng góp 1.537 tỷ (-30% yoy), mảng sản xuất đóng góp 284 tỷ (-8% yoy). Dịch Covid-19 không ảnh hưởng nhiều đến sản lượng sản xuất và thương mại, trong đó sản lượng sản xuất CaCO<sub>3</sub> và filler đạt 48 nghìn tấn, tăng 6% 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 21,8 tỷ đồng (-36% yoy)**, hoàn thành 36,3% kế hoạch năm. Trong kỳ, công ty đã chủ động tiết kiệm chi phí sản xuất, chi phí bán hàng, giảm nợ vay nhằm tiết kiệm chi phí tài chính. Mức giảm về LNST này chủ yếu do trong kỳ không phát sinh khoản doanh thu tài chính do chuyển nhượng công ty con (22,6 tỷ) như trong 1Q2019.

#### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	HII
Giá hiện tại (01/09/2020)	17,800
Số lượng CPLH (tr cp)	27,850,000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17,800
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	9,200
KLGD B/quần 1 tháng (cp/phiên)	123,530
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	496
EPS trailing (VNĐ)	1,373
BVPS (VNĐ)	19,744



#### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTCP nhựa An Phát Xanh	63.54%
Lê Đức Long	5.44%
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	1.23%
Cổ đông khác	29.79%

#### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	3,300
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	60
Cổ tức	10%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H2020 và 2021:****Giá hạt nhựa đã tạo đáy vào tháng 5/2020 và đang trên đà hồi phục, tạo tiền đề tăng trưởng trở lại.**

Giá hạt nhựa PE, PP giảm từ đầu năm, tạo đáy vào tháng 5 và hồi phục mạnh mẽ trong tháng 7, 8. Theo dự báo của ICIS, giá hạt nhựa khu vực Châu Á có thể tăng nhẹ vào tháng 9 và nửa đầu tháng 10 do nhu cầu hạt nhựa tăng (thời điểm các doanh nghiệp nhập hàng để sản xuất cuối năm và giáp Tết), rồi đi ngang trong tháng 11, 12. Như vậy, với sự hồi phục của giá hạt nhựa, doanh thu mảng hạt nhựa phụ gia cũng như thương mại được kỳ vọng hồi phục trở lại từ cuối năm 2020.

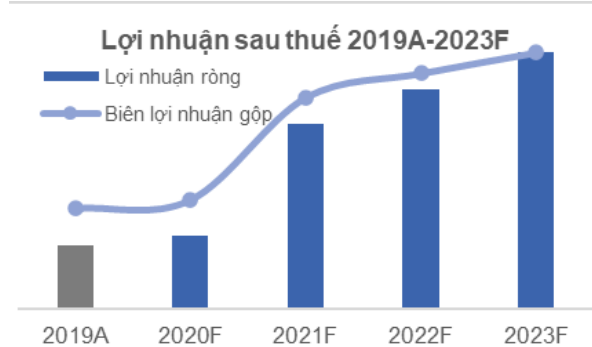
**Thị trường bột đá Canxi Cacbonat (CaCO<sub>3</sub>) dự báo tăng trưởng mạnh tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương**

Theo báo cáo của Marketandmarkets được đăng lại trên Bloomberg mới đây, thị trường bột đá CaCO<sub>3</sub> sẽ tăng trưởng đột biến, đặc biệt trong khu vực châu Á – Thái Bình Dương, cụ thể, có thể đạt tốc độ tăng trưởng kép 6% trong giai đoạn 2019-2024. Nguyên nhân là do: (1) Ngành công nghiệp nhựa sẽ là ngành đạt tăng trưởng nhanh nhất trong giai đoạn sắp tới, kéo theo nhu cầu sử dụng CaCO<sub>3</sub>, (2) Châu Á Thái Bình Dương gia tăng nhu cầu sử dụng CaCO<sub>3</sub>, và (3) CaCO<sub>3</sub> có những ứng dụng tiềm năng như ứng dụng trong y học hay phát triển các vật liệu phân hủy sinh học.

**Triển vọng gia tăng thị phần từ mở rộng sản xuất**

Theo kế hoạch đầu năm của HII, trong năm công ty sẽ đầu tư thêm 4 dây chuyền sản xuất bột đá CaCO<sub>3</sub>, tăng công suất sản xuất CaCO<sub>3</sub> từ 8.000 tấn/tháng lên 16.000 tấn/tháng. Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, tiến độ đầu tư đang chậm lại. Dự kiến, việc đầu tư này vẫn sẽ được thực hiện trong năm 2020, kỳ vọng làm tăng sản lượng sản xuất, gia tăng thị phần trong quý cuối năm 2020.

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	4,632	5,053	5,578	6,120	6,695
Lợi nhuận ròng	54	62	159	188	221
Vốn chủ sở hữu	457	526	672	843	1,042
Tổng tài sản	1,750	1,938	2,181	2,403	2,640
ROA	3.1%	3.2%	7.3%	7.8%	8.4%
ROE	11.8%	11.8%	23.6%	22.3%	21.2%
EPS	1,656	2,074	5,519	6,552	7,673

**DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Qua kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2020, chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh chính của HII là sản xuất bột đá CaCO<sub>3</sub> và hạt Calbest vẫn duy trì tốt với doanh thu chỉ giảm 8%. Nguyên nhân chính khiến lợi nhuận 6T/2020 giảm sút do diễn biến bất lợi của giá hạt nhựa ảnh hưởng lên biên lợi nhuận của công ty.

Về ngắn hạn, với giá hạt nhựa đã phục hồi trong tháng 7,8, chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2020 đạt 5.053 tỷ đồng (+9,1% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 62 tỷ đồng (+14,8% yoy).

Trong năm 2021, chúng tôi dự kiến lợi nhuận HII sẽ tăng 56% so với dự phóng 2020 và đạt 158 tỷ đồng, doanh thu tăng 10%. Các yếu tố chính chúng tôi kỳ vọng vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho giai đoạn năm 2021 gồm: (1) Sự phục hồi của giá hạt nhựa cho đến giữa năm 2021, (2) Sản lượng sản xuất tiếp tục tăng do HII lắp đặt thêm 3 dây chuyền CaCO<sub>3</sub> tăng công suất lên gấp 2 lần và mua thêm 2 máy Ancal mới trong năm 2020, (3) 2 dây chuyền hạt nhựa phụ gia lắp đặt trong năm 2019 đạt công suất tối đa (4) Dịch covid được kiểm soát cơ bản giúp cho hoạt động thương mại HII không bị ảnh hưởng và (5) biên lợi nhuận gộp của mảng Thương mại hạt nhựa cải thiện lên 4,5% sau khi công ty tập trung vào mô hình bán hàng back-to-order thay vì tích trữ hàng tồn kho.

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 11.7, giá trị vốn cổ phần của HII theo giá trị định giá là 676 tỷ đồng, tương đương 24.300 VNĐ/CP. Chúng tôi khuyến nghị MUA HII cho mục tiêu năm 2020.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**  
NGÀY 01/09/2020

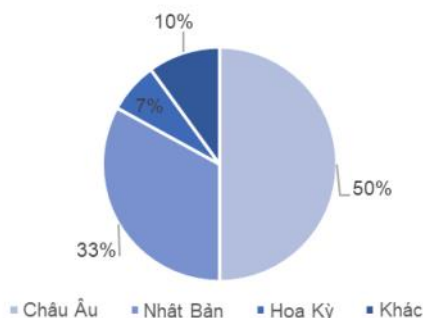
Giá thị trường: 12,550 VND  
Giá mục tiêu: 31,100 VND  
Tăng trưởng: +147.8%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

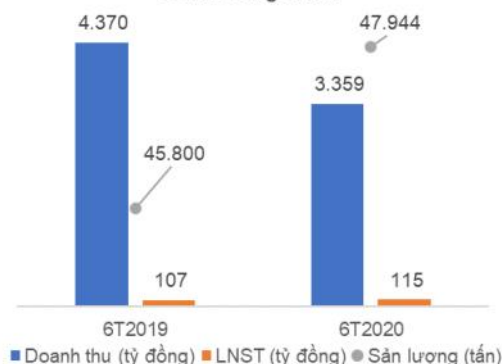
## CẬP NHẬT KQKD 6T/2020:

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

Doanh thu bao bì theo thị trường 6T2020



KQKD mảng cốt lõi

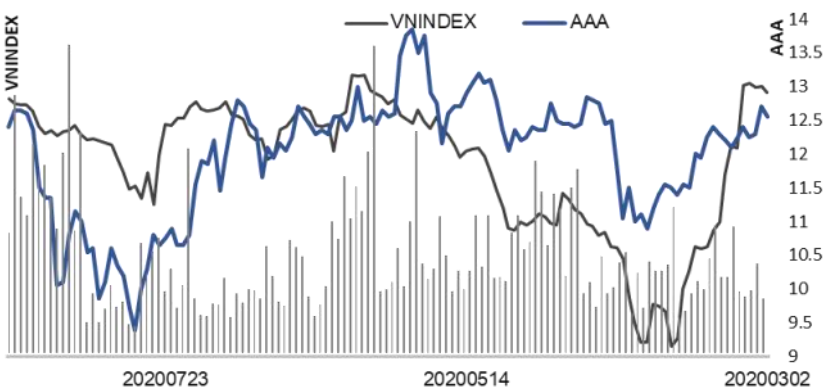


**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 3.383 tỷ (-33% yoy)**, trong đó, hoạt động sản xuất đóng góp 1.801 tỷ (-9% yoy), mảng thương mại đóng góp 1.514 tỷ (-36% yoy). Như đã nêu ở trên, giá hạt nhựa liên tục giảm trong nửa đầu 2020, điều này khiến doanh thu bao bì giảm mặc dù sản lượng sản xuất bao bì đạt 48 nghìn tấn, tăng 5% yoy. Do đại dịch Covid-19, sản lượng bao bì xuất khẩu tới Hoa Kỳ giảm, song nhờ việc đẩy mạnh xuất khẩu tại Châu Âu và Nhật Bản, tổng sản lượng xuất khẩu vẫn tăng so với cùng kỳ. Sản lượng thương mại giảm, cụ thể đạt 82 nghìn tấn (-34% yoy). 6T2020 gần như không phát sinh doanh thu từ BĐS công nghiệp (so với 685 tỷ vào 6T2019) cũng là nguyên nhân khiến tổng doanh thu trong kỳ giảm mạnh.

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 136,9 tỷ đồng (-62% yoy)**, hoàn thành 25% kế hoạch năm. Trong đó, lợi nhuận lĩnh vực cốt lõi (ngoại trừ mảng BĐS công nghiệp và thu nhập bất thường năm 2019) vẫn duy trì tăng trưởng.

### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	AAA
Giá hiện tại (01/09/2020)	12,550
Số lượng CPLH (tr cp)	211,199,976
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	16,350
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	9,390
KLGD B/quân 1 tháng (cp/phiên)	2,997,331
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	2,651
EPS trailing (VNĐ)	1,178
BVPS (VNĐ)	15,348

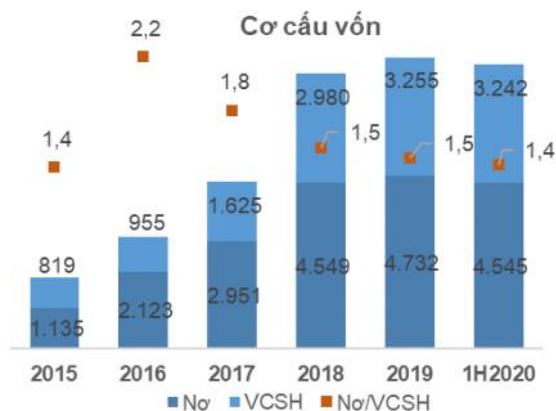


### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	53.18%
PYN Elite Fund	4.03%
Trần Thị Hoàn	0.97%
Cổ đông khác	41.82%

### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	10,000
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	550
Cổ tức	15%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H2020 và 2021:****Giảm gánh nặng nợ vay nhờ tăng vốn từ chứng quyền**

Tháng 7/2020, AAA đã phát hành thành công 40 triệu cổ phiếu tại giá 14.000 đồng/cp nhằm thực hiện 4.000 chứng quyền phát hành năm 2018, thu về 560 tỷ đồng. Một phần số tiền thu được sẽ được dùng để tái cơ cấu các khoản nợ của Công ty.

**Tăng trưởng lợi nhuận biên từ mảng sản phẩm sinh học phân hủy hoàn toàn**

Sản lượng nhựa sinh học tiếp tục tăng trưởng 74% trong 6 tháng đầu năm 2020 cho thấy xu hướng chuyển dịch từ nhựa truyền thống sử dụng một lần sau nhựa sinh học phân hủy hoàn toàn là xu hướng tất yếu, không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Với biên lợi nhuận gộp gần

20%, cao hơn 5% so với biên lợi nhuận gộp của mảng bao bì nhựa truyền thống, cùng giá bán gấp 2 lần. Việc tăng trưởng nhanh của tỷ lệ nhựa sinh học phân hủy hoàn toàn sẽ giúp biên lợi nhuận cùng doanh thu của AAA tăng trưởng dù không đầu tư nhiều thêm để tăng công suất.

Đầu năm 2021, Tập đoàn An Phát Holdings sẽ triển khai Dự án Nguyên liệu nhựa tự hủy sinh học (PBAT). Hiện tại, AAA 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, 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. Dự kiến, AAA sẽ bao tiêu toàn bộ đầu ra nguyên liệu tự hủy từ dự án khi dự án bắt đầu vận hành từ năm 2022.

AAA đang xây dựng nhà máy số 8, chuyên sản xuất sản phẩm bao bì sinh học phân hủy hoàn toàn. Dự án nhà máy số 8 đang được triển khai song chậm lại để chờ nguyên liệu do chính Tập đoàn An Phát Holdings sản xuất. Dự kiến nhà máy số 8 có công suất 9,600 tấn/năm, giúp tăng sản lượng sản xuất của công ty thêm 9%.

**Bao bì An Vinh giúp đa dạng hóa sản phẩm bao bì**

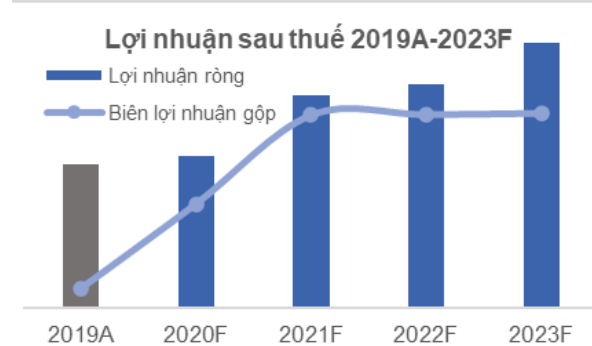
Mới đây AAA đã hoàn tất tăng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Bao bì An Vinh (AVP) lên 56,51%, như vậy kết quả kinh doanh của An Vinh sẽ được hợp nhất vào AAA từ tháng 7/2020. Sản phẩm chính của An Vinh là bao bì jumbo trọng tải lớn dùng trong vận tải công nghiệp. Nhà máy An Vinh có công suất thiết kế 500.000 túi/tháng, tương đương 9 nghìn tấn bao bì/năm và hiện đang hoạt động 60-70% công suất. AAA dự kiến nâng sở hữu tại An Vinh lên 100% vào cuối năm 2020. An Vinh có đóng góp doanh thu trung bình 5-600 tỷ/năm và biên lợi nhuận 5-7% , cao hơn so với biên lợi nhuận bao bì màng mỏng truyền thống.

**Khu Công nghiệp bán chậm nhưng sẽ ghi nhận vào 2H20 và năm 2021**

Hưởng lợi từ làn sóng chuyển dịch sản xuất từ Trung Quốc sang Việt Nam, ngay khi dịch Covid-19 cơ bản được kiểm soát tại Việt Nam, đã có nhiều doanh nghiệp đến thuê/mua đất và nhà xưởng tại KCN An Phát Complex (thuộc công ty con của AAA). Cuối tháng 6/2020, An Phát Complex đã bàn giao 2 block nhà xưởng với diện tích hơn 23.000m<sup>2</sup>, ghi nhận doanh thu từ 3Q2020. Dự kiến đến cuối năm 2020, An Phát Complex sẽ thực hiện bán/cho thuê toàn bộ 18ha đất và 4ha nhà xưởng còn lại của KCN, đóng góp lớn cho doanh thu, lợi nhuận của AAA trong 2H20. Bên cạnh đó, với việc triển khai giải phóng mặt bằng KCN An Bình Quốc Tuấn (dự án KCN được AAA mua lại từ 2019, hiện nắm 92% vốn điều lệ) từ đầu năm 2021, AAA kỳ vọng sẽ ghi nhận doanh thu từ dự án ngay từ 2021. Dự án có tổng diện tích 180ha, tổng vốn đầu tư 1.273 tỷ đồng, giá bán đất dự kiến 65-85 USD/m<sup>2</sup>/50 năm. Mảng Khu công nghiệp dự kiến đem lại doanh thu trung bình 600-700 tỷ/năm và LNST trung bình 180 tỷ/năm cho AAA.

**DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	9,258	9,549	11,829	12,610	14,310
Lợi nhuận ròng	491	519	731	766	909
Vốn chủ sở hữu	3,255	3,937	4,347	4,790	5,368
Tổng tài sản	7,987	9,715	10,625	10,879	12,063
ROA	6.1%	5.3%	6.9%	7.0%	7.5%
ROE	15.1%	13.2%	16.8%	16.0%	16.9%
EPS	2,180	2,361	3,205	3,323	3,949

**Kết quả kinh doanh ước tính năm 2020**

Nhìn vào sản lượng sản xuất 6T/2020 ta có thể thấy hoạt động sản xuất của AAA vẫn duy trì ổn định và không bị ảnh hưởng với dịch Covid như các doanh nghiệp khác. So với 6T/2019, kết quả kinh doanh năm 2020 sụt giảm phần lớn do không có đóng góp từ mảng BĐS KCN. Dựa trên triển vọng về 6 tháng cuối năm: (1) Ghi nhận doanh thu BĐS KCN, (2) Giá hạt nhựa phục hồi trong tháng 7, 8 giúp cho hoạt động thương mại hạt nhựa cải thiện, chúng tôi dự phóng AAA đạt doanh thu 9.549 tỷ đồng (+3,1% yoy), LNST đạt 518 tỷ đồng (+5,5% yoy), hoàn thành 94,2% kế hoạch năm.

**Kết quả kinh doanh ước tính năm 2021**

Điểm nhấn hoạt động trong năm 2021 của AAA: (1) Sản lượng AAA tiếp tục tăng lên trên 100.000 tấn/năm (~92,6% công suất thiết kế, tăng 4,3% so với dự phóng 2020), (2) Dịch chuyển sản phẩm sang sản phẩm phân hủy sinh học có biên lợi nhuận gộp cao hơn, mục tiêu năm 2023 đạt 50% doanh thu từ sản phẩm phân hủy sinh học, (3) Ghi nhận phần còn lại của KCN An Phát Complex và bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ KCN An Bình Quốc Tuấn, (4) Kết quả hoạt 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 và (5) đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ Bao bì An Vinh (AVP).

Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng doanh thu AAA năm 2021 sẽ tăng thêm 2.280 tỷ đồng, tương đương tăng 23,9% so với dự phóng 2020. LNST công ty mẹ tăng mạnh 35,7% lên 677 tỷ đồng, EPS 2021 đạt 3.205 VNĐ/CP. So với EPS năm 2019, EPS AAA tăng 19,1%.

**Định giá**

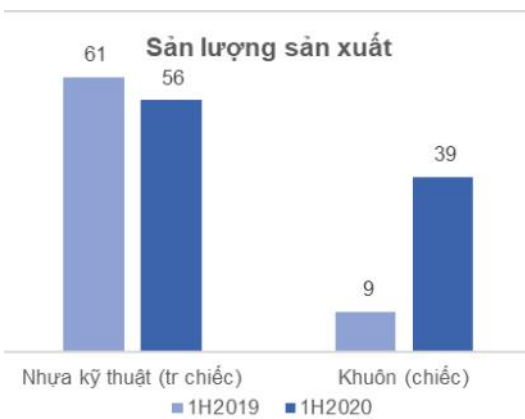
Do hoạt động kinh doanh của AAA có thêm mảng BĐS KCN do đó chúng tôi chọn 2 phương pháp định giá là phương pháp so sánh P/E và phương pháp DCF. Đối với phương pháp P/E, chúng tôi chọn 6 doanh nghiệp trong nước và nước ngoài với mức P/E trung bình là 11,7 lần. Đối với phương pháp DCF, chúng tôi chia 2 giai đoạn 2020-2025 và sau 2025 để phản ánh hết giá trị mà dự án BĐS KCN An Bình Quốc Tuấn đem lại. Theo đó, giá trị trung bình vốn chủ sở hữu AAA dựa trên 2 phương pháp trên là 6.557 tỷ đồng. Với triển vọng khả quan trong nửa cuối năm 2020, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu AAA với mức giá mục tiêu là **31.100 VNĐ/CP**.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**  
NGÀY 01/09/2020

Giá thị trường: 83,550 VND  
Giá mục tiêu: 83,090 VND  
Tăng trưởng: +47.1%

Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

### CẬP NHẬT KQKD 6T/2020:

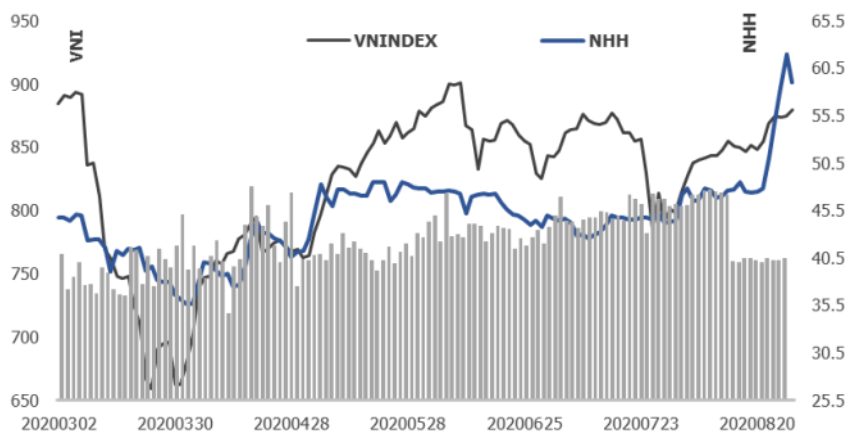


**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 457 tỷ (-17% yoy).** Do đại dịch Covid-19, một số khách hàng lớn của NHH bị gián đoạn sản xuất 1-2 tháng trong nửa đầu 2020, dẫn đến đơn hàng giảm và doanh thu NHH giảm trong kỳ. Cụ thể, sản lượng nhựa kỹ thuật 6T2020 đạt 56 triệu chiếc, giảm 8% so với cùng kỳ. Sản lượng khuôn đạt 39 chiếc (gấp 3 lần cùng kỳ), mặc dù đóng góp tỷ trọng nhỏ trong doanh thu, song cho thấy mức tăng trưởng tốt của VMC, công ty con của NHH mới đầu tư từ 2019.

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 19,3 tỷ đồng (-2% yoy),** hoàn thành 13% kế hoạch năm. Do dịch Covid-19, việc đầu tư thêm máy móc, tăng công suất sản xuất tại các nhà máy, tìm kiếm thêm các khách hàng lớn theo kế hoạch đầu năm 2020 của Công ty bị hoãn lại, do đó dẫn đến lợi nhuận không tăng trưởng như kỳ vọng. Tuy nhiên, lợi nhuận biên gộp cho thấy sự cải thiện rõ rệt khi NHH tập trung cải thiện hiệu quả sản xuất và tối ưu các chi phí sản xuất, chi phí quản lý.

#### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	NHH
Giá hiện tại (01/09/2020)	56,500
Số lượng CPLH (tr cp)	34,440,000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	62,000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	25,909
KLGD B/quần 1 tháng (cp/phiên)	185,120
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	1,946
EPS trailing (VNĐ)	1,543
BVPS (VNĐ)	14,088



#### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTCP Tập đoàn An Phát Holdings	55.17%
CTCP QLQĐT MB&QĐTGT MBCapital	20.23%
Bùi Thanh Nam	0.27%
Cổ đông khác	24.33%

#### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	1,860
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	146
Cổ tức	20%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H2020 và 2021:****Nhu cầu linh kiện nhựa ô tô, xe máy hồi phục hậu Covid-19**

Theo báo cáo của VAMA, tốc độ tăng trưởng số lượng ô tô con bán ra tại Việt Nam hàng năm đạt mức 20% trong những năm gần đây. 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. Đối với mảng linh kiện xe máy, mặt hàng chủ lực của NHH vẫn là linh kiện cho xe máy Honda, ngoài ra còn tham gia vào cung ứng linh kiện nhựa cho xe máy điện Vinfast, mặc dù mới ra mắt thị trường từ 2019 song đến nay đạt đc mức tăng trưởng nhanh chóng, kỳ vọng là động lực tăng trưởng cho mảng linh kiện này của NHH.

**Tiềm năng từ mở rộng mảng linh kiện nhựa điện thoại và khuôn mẫu**

Hiện nay An Trung Industries, công ty con của NHH, đang là vendor cấp 2 của Samsung. 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. 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 vendor của Samsung như An Trung đang được hưởng lợi từ sự dịch chuyển này. Ngoài Samsung, ATI còn có nhiều khách hàng là các công ty FDI như Brother Printers, Panasonic... Nhiều doanh nghiệp sản xuất linh kiện điện tử, điện thoại cũng đang nhắm Việt Nam là nơi đến lý tưởng, tạo cơ hội cho các doanh nghiệp phụ trợ như An Trung.

Doanh thu từ mảng Khuôn mẫu sẽ tăng mạnh năm 2021: Với công suất hơn 200 mẫu khuôn, VMC đang hoạt động ở 100% công suất và sẽ bàn giao phần lớn các mẫu khuôn đang sản xuất vào năm 2021. Dự kiến doanh thu mảng khuôn năm 2021 là 136 tỷ đồng và LNST đạt 26 tỷ đồng, đóng góp 13% LNST doanh nghiệp.

**M&A doanh nghiệp sản xuất sản nhựa An Cường Plastics (ACP)**

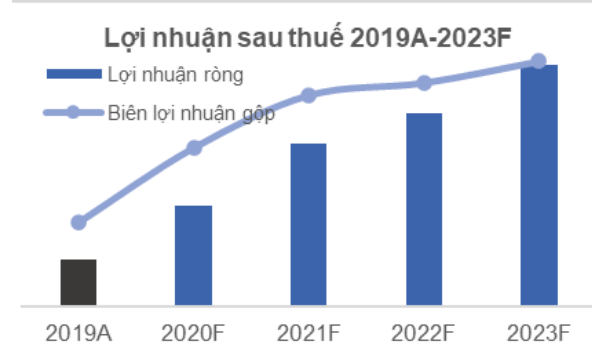
NHH đang đàm phán để mua lại toàn bộ ACP, công ty sản xuất ván và sản nhựa SPC xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ. ACP có công suất thiết kế 4 triệu m<sup>2</sup> sản SPC, hiện đang chạy ở mức 30% công suất do công ty mới có chứng chỉ sản xuất sản SPC từ đầu năm 2020. ACP có kế hoạch đạt 100% công suất vào cuối năm 2020, đem lại doanh thu trung bình tháng là 60 tỷ đồng. Biên lợi nhuận 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	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	1,233	1,681	2,552	2,928	3,393
Lợi nhuận ròng	57	121	196	233	291
Vốn chủ sở hữu	492	582	701	856	1,069
Tổng tài sản	1,151	2,132	2,148	2,140	2,225
ROA	4.9%	5.7%	9.1%	10.9%	13.1%
ROE	11.5%	20.8%	27.9%	27.2%	27.2%
EPS	1,645	3,511	5,684	6,758	8,448



Mặc dù chịu ảnh hưởng của dịch COVID19 tuy nhiên chúng tôi cho rằng 6 tháng cuối năm 2020 NHH sẽ tăng công suất để bù đắp cho các đơn hàng bị gián đoạn đầu năm. 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. Doanh thu ước tính đạt 1.681 tỷ, tăng 36,4 % so với năm 2019, Lợi nhuận đạt mức 121 tỷ, tăng 113 % YOY.

Năm 2021, chúng tôi ước tính khi các nhà máy An Trung Industries, VMC, VAPA tăng công suất cùng với sự đóng góp của ACP, doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng vượt bậc, đạt 2551 tỷ doanh thu và 196 tỷ lợi nhuận, EPS ước đạt 5.684 đồng/cp.

Trên cơ sở đó, chúng tôi lựa chọn phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ FCFE 2 giai đoạn cho hoạt động kinh doanh cốt lõi sản xuất linh kiện nhựa kỹ thuật, khuôn và sản nhựa do đây là các mảng có dòng tiền ổn định từ 2025. Dựa trên kết quả định giá, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NHH. Mức giá mục tiêu cho năm 2021 là 83.090 VNĐ/CP cao hơn 41% so với giá thị trường.

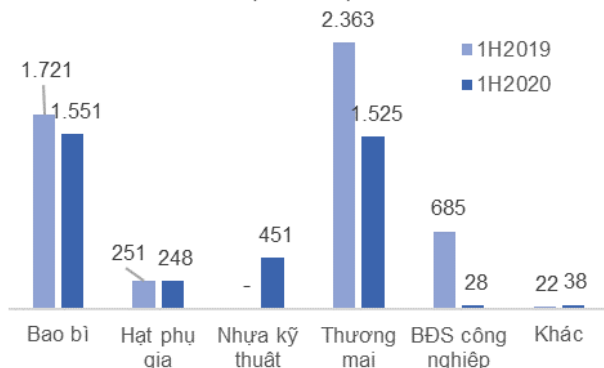
**KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ**  
NGÀY 01/09/2020

Giá thị trường: 73,300 VND  
Giá mục tiêu: 70,730 VND  
Tăng trưởng: -3.5%

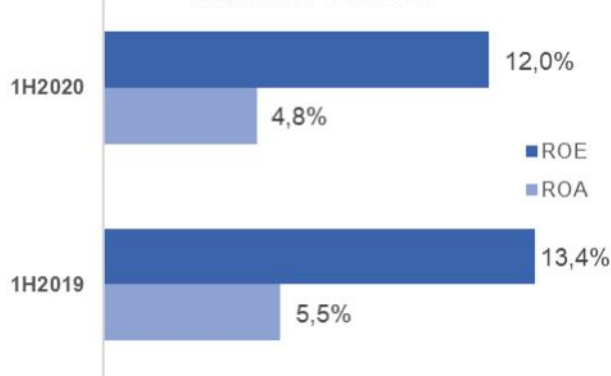
Phòng phân tích  
Email: research@sbsi.vn

## CẬP NHẬT KQKD 6T/2020:

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



**KHẢ NĂNG SINH LỜI**

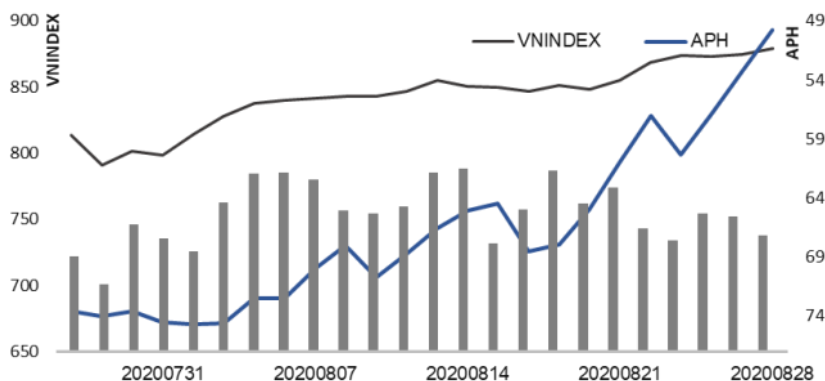


**Doanh thu thuần hợp nhất đạt 3.837 tỷ (-21% yoy)**, trong đó mảng bao bì và thương mại hạt nhựa chiếm tỷ trọng cao nhất (40% mỗi mảng). Như đã đề cập ở trên, các nguyên nhân chính dẫn đến sự suy giảm doanh thu của APH bao gồm: (1) giá dầu giảm đầu năm 2020, (2) ảnh hưởng của Covid-19 lên sản lượng thương mại hạt nhựa và sản lượng linh kiện nhựa ô tô xe máy, và (3) đầu năm không phát sinh doanh thu từ BĐS công nghiệp

**Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 108 tỷ đồng (-71% yoy)**, hoàn thành 17% kế hoạch năm. Lợi nhuận giảm do nguyên nhân tương tự công ty AAA khi lợi nhuận khu công nghiệp 6T2020 không đáng kể so với cùng kỳ năm 2019.

### Thông tin cổ phiếu

Mã chứng khoán	APH
Giá hiện tại (01/09/2020)	73,300
Số lượng CPLH (tr cp)	132,562,459
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	74,700
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	49,800
KLGD B/quần 1 tháng (cp/phiên)	418,844
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	9,717
EPS trailing (VNĐ)	1,967
BVPS (VNĐ)	30,754



### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
CTTNHH IGG USA VN	39.23%
KB Securities	10.65%
Phạm Ánh Dương	3.24%
Cổ đông khác	46.88%

### Kế hoạch kinh doanh

Doanh thu (Tỷ VNĐ)	12,000
Lợi nhuận (Tỷ VNĐ)	650
Cổ tức	10%

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2H2020 và 2021:**

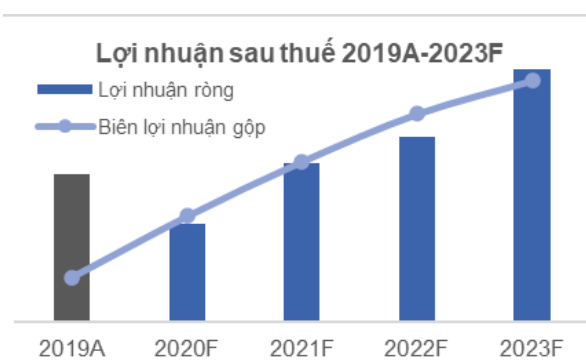
**Màng bao bì:** Màng bao bì truyền thống và thương mại hạt nhựa được cải thiện trong nửa cuối năm 2020 do triển vọng giá hạt nhựa phục hồi và tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2021. Sản phẩm tự hủy là động lực tăng trưởng trong tương lai của APH: Mục tiêu doanh thu sản phẩm tự hủy của APH chiếm khoảng 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 tăng tỷ lệ nội địa hóa của các hãng sản xuất ô tô và điện thoại tại Việt Nam. Dịch Covid-19 cơ bản được kiểm soát ở Việt Nam giúp đem trở lại các đơn hàng trong 2H20. 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 khác, Việt Nam đang thu hút chuyển dịch các doanh nghiệp từ Trung Quốc do căng thẳng thương mại Mỹ Trung. Với vị trí tốt, quỹ đất rộng, cơ sở hạ tầng và các giải pháp đồng bộ so với các KCN tỉnh Hải Dương, An Phát Complex và An Bình Quốc Tuấn kỳ vọng đóng góp doanh thu tốt trong 2H20 và 2021.

**DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ**

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	9,513	11,138	14,262	15,405	17,553
Lợi nhuận ròng	712	468	759	890	1,213
Vốn chủ sở hữu	4,063	4,606	5,452	6,256	7,585
Tổng tài sản	9,988	12,808	14,653	15,305	16,788
ROA	7.1%	3.7%	5.2%	5.8%	7.2%
ROE	17.5%	10.2%	13.9%	14.2%	16.0%
EPS	3,415	1,479	3,282	4,081	5,985

**Dự phóng**

Chúng tôi dự phóng kết quả APH trong năm 2020 dựa trên cơ sở sản lượng màng bao bì tiếp tục tăng, doanh thu BĐS ghi nhận vào cuối năm và màng nhựa kỹ thuật tăng sản lượng bù đắp các đơn hàng gián đoạn đầu năm. Từ năm 2021, triển vọng tích cực từ nhu cầu sản phẩm tự hủy sinh học và dự án PBAT sẽ thúc đẩy lợi nhuận màng bao bì, mảng BĐS KCN tiếp tục với dự án BĐS KCN An Bình Quốc Tuấn và màng nhựa kỹ thuật tăng trưởng nhờ vào nhu cầu linh kiện nhựa từ các hãng điện, điện tử. Do đó, năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu APH đạt 11.138 tỷ đồng (+17,1% yoy), LNST đạt 468 tỷ đồng (-34,3%) và năm 2021 doanh thu và LNST lần lượt đạt 14.262 tỷ đồng, 759 tỷ đồng tương đương tăng 28% và 62,2% so với dự phóng 2020.

**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 70.730 VNĐ/CP.

Trên cơ sở định giá và triển vọng doanh nghiệp trong 5 năm tới, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu APH.

## **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](mailto:info@sbsi.vn)