

Khuyến nghị

MUA

Giá thị trường (VND) **23.200** (14/2/17)
 Giá mục tiêu (VND) **29.800** (+28,7%)

Thời gian đầu tư **TRUNG HẠN**

Biến động giá và khối lượng 1 năm gần nhất



Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|--------------------|
| Ngành | Chiếu xạ thực phẩm |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 276,2 |
| Số lượng CP lưu hành | 11.804.030 |
| Beta | 0,71 |
| Free Float (%) | n/a |
| Giá cao nhất 52 tuần | 23.400 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 16.200 |
| KLGB bình quân 10 phiên | 63.559 |

Cơ cấu Cổ đông (%)

| | |
|----------------------------------|--------|
| Võ Thùy Dương – CT HĐQT kiêm TGĐ | 23,46% |
| Công ty TNHH Thái Sơn | 18,55% |
| Đào Ngọc Quốc | 8,32% |
| Robert Alexander Stone | 12,73% |
| Cổ phiếu quỹ | 1,8% |

Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài

| | |
|--------------------------------|--------|
| CĐ NĐT nước ngoài | 16,17% |
| Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài | 49,00% |

Tổng quan chung

Công ty Cổ phần Chiếu xạ An Phú là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về dịch vụ chiếu xạ rau quả, thủy sản và bột gia vị. Hiện tại, APC đang nắm giữ 60% thị phần chiếu xạ tại Việt Nam. Năng lực chiếu xạ đạt 30.000 tấn thủy sản/năm và 24.000 tấn trái cây/năm.

Ngoài ra, Công ty còn kinh doanh mảng cho thuê kho lạnh với hệ thống kho 3000 tấn đạt tiêu chuẩn Châu Âu và hiện đều đạt tối đa công suất hữu dụng.

Tiềm năng từ xuất khẩu hoa quả

• **Dự báo xuất khẩu rau quả đạt hơn 3 tỷ USD trong năm 2017** khi kim ngạch xuất khẩu rau quả năm 2016 đã đạt trên 2,5 tỷ USD (+30% yoy) với các mặt hàng chủ lực là các loại trái cây như vải thiều, thanh long, xoài, nhãn, ... Để có thể xuất khẩu vào các thị trường như Mỹ, Úc, Nhật Bản, Châu Âu, ngoài việc sản xuất theo quy trình được kiểm duyệt, trái cây tươi phải được chiếu xạ hay xử lý hơi nước nóng nhằm ngăn chặn những loại dịch hại, làm chậm quá trình chín và kéo dài thời gian bảo quản. Do vậy, những Doanh nghiệp đầu ngành như APC được hưởng lợi rất nhiều khi nhu cầu chiếu xạ tăng cao.

• **Thị trường có tính tập trung cao** khi tại Việt Nam, hoạt động chiếu xạ và khử trùng phải được sự cấp phép của Chính phủ và Cơ quan Năng lượng Nguyên tử Quốc tế (IAEA) và chịu sự giám sát của Viện Năng lượng nguyên tử quốc gia. Do đó, thị trường hiện tại ngoài APC và Công ty Thái Sơn (Thị phần số 2 và đang nắm giữ trên 50% cổ phần APC), chỉ còn lại Công ty Sơn Sơn (chủ yếu chiếu xạ hoa quả) và Trung tâm Chiếu Xạ Hà Nội (bắt đầu chiếu xạ hoa quả từ tháng 4/2016 nhưng công suất còn thấp (20-30 tấn/ngày)).

• **Kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng** khi Quý 4/2016, nhờ sự tăng trưởng xuất khẩu tốt của mặt hàng thủy sản, đặc biệt là tôm và cá tra nên nhu cầu chiếu xạ cũng tăng đột biến. Lũy kế cả năm Công ty đạt 110,4 tỷ đồng DT thuần (+39% yoy), LNST đạt 41 tỷ (+84% yoy), vượt 21% so với kế hoạch năm. Biên LN gộp của APC ở mức rất cao, trung bình trên 50% từ khi niêm yết và là mức thuộc nhóm cao nhất trong số các Doanh nghiệp đang niêm yết hiện nay.

• **Cơ cấu tài chính lành mạnh, quản lý chi phí và nợ vay hiệu quả** khi tỷ lệ chi phí bán hàng & QLDN/LN gộp có xu hướng giảm dần từ mức 40% năm 2011 xuống còn 23,9% năm 2016 (một phần do việc APC cùng Thái Sơn gần như thống lĩnh thị trường nên có khả năng chủ động nâng giá mà không cần đẩy mạnh CPBH). Cuối năm 2016, nợ NH bằng 0 và nợ dài hạn chỉ chiếm 3,1% trong tổng nguồn vốn. Nguồn lợi nhuận sau thuế chưa phân phối dồi dào (38,1% nguồn vốn) giúp APC có khả năng trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm (trung bình 10%/năm).

Rủi ro đầu tư

• **Cạnh tranh từ Trung tâm chiếu xạ Hà Nội** khi các loại hoa quả ở khu vực phía Bắc sẽ không còn mất chi phí vận chuyển vào miền Nam để chiếu xạ, đặc biệt giá chiếu xạ tại Hà Nội chỉ có 0,3 USD/kg trong khi trung bình tại phía Nam lên tới 0,7 USD/kg. Với những loại quả đặc thù như vải, nhãn chỉ trồng được ở khu vực phía Bắc thì trong thời gian tới, APC có khả năng mất đi một lượng đơn hàng nhất định nhưng chỉ mang tính mùa vụ do đặc tính của các loại trái cây này.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

| Chỉ tiêu | 2013A | 2014A | 2015A | 2016 |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần (tỷ đồng) | 91.7 | 97.7 | 79.2 | 110.4 |
| % tăng trưởng | -9.2% | 6.5% | -18.9% | 39.4% |
| LNST Cty mẹ (tỷ đồng) | 15.6 | 25.0 | 22.3 | 41.0 |
| % tăng trưởng | 20.0% | 60.3% | -10.8% | 83.9% |
| Tỷ suất LNST(%) | 17.0% | 25.6% | 28.2% | 37.1% |
| ROA | 7.0% | 11.3% | 9.9% | 16.7% |
| ROE | 9.9% | 14.6% | 12.0% | 18.6% |
| EPS (VND) | 1.360 | 2.160 | 2.240 | 3.471 |
| Book Value (VNĐ) | 13.750 | 14.270 | 15.820 | 18.700 |
| P/E (lần)(*) | 10 | 8,15 | 8,26 | 6,49 |

(Nguồn: APC, DNSE tổng hợp và ước tính, Tính theo giá CP ngày 14/02/2017)



TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

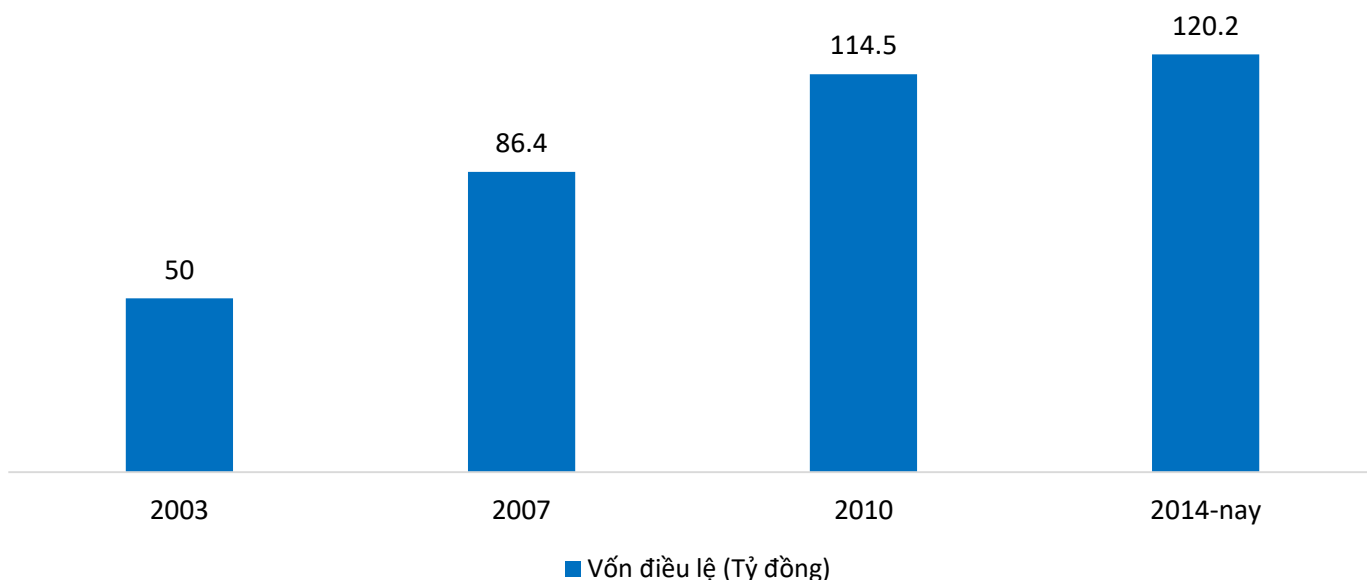
Công ty Cổ phần Chiếu xạ An Phú (APC) được thành lập từ năm 2003 và niêm yết trên sàn chứng khoán từ năm 2010.

Tháng 7/2009, Công ty chính thức được APHIS (Cục kiểm dịch động thực vật – Bộ Nông nghiệp Hoa Kỳ) cấp Giấy chứng nhận đạt chuẩn chiếu xạ trái cây sang Mỹ.

Quá trình tăng vốn

APC hoạt động với vốn điều lệ ban đầu là 50 tỷ đồng, sau 3 lần tăng vốn, hiện nay vốn điều lệ của Công ty đạt 120,2 tỷ đồng.

Quá trình tăng vốn APC



(Nguồn: APC, DNSE tổng hợp)

Cơ cấu cổ đông

Trong cơ cấu cổ đông của APC, đáng chú ý là việc hầu hết các cổ đông lớn nắm giữ đa số cổ phần đều có liên quan đến Công ty TNHH Thái Sơn, trong đó, Thái Sơn trực tiếp tiếp sở hữu 18,55%; bà Võ Thùy Dương, ông Đào Ngọc Quốc, ... đều là những người liên quan đến Thái Sơn. Hiện tại, nhóm Thái Sơn đã nắm giữ hơn 50% cổ phần của APC.

TRIỂN VỌNG CÁC NGÀNH NGHỀ KINH DOANH

Thị trường chiếu xạ có tính tập trung cao, điều kiện gia nhập ngành phức tạp

Dịch vụ chiếu xạ thực phẩm về bản chất là một ngành phức tạp với rào cản gia nhập ngành cao cả về mặt pháp lý lẫn kỹ thuật. Những đơn vị muốn ứng dụng công nghệ chiếu xạ phải đáp ứng những yêu cầu như được Chính phủ cho phép, tiêu chuẩn cho thực phẩm được chiếu xạ, quy tắc hoạt động cho các cơ sở chiếu xạ, những yêu cầu riêng nếu ứng dụng riêng lẻ và các tiêu chuẩn kiểm soát quá trình chiếu xạ theo hệ thống quản lý chất lượng GMP (Good Manufacturing Practice – quy định sản xuất tốt) và GIP (Good Irradiation Practices - quy định chiếu xạ tốt) nếu ứng dụng cho mục đích thương mại. Tại Việt Nam, hoạt động chiếu xạ và khử trùng phải được sự cho phép của Chính phủ và Cơ quan Năng lượng Nguyên tử Quốc tế (IAEA), chịu sự giám sát của Viện Năng lượng nguyên tử quốc gia và phải tuân thủ theo Quy chế hài hoà về chiếu xạ thực phẩm cho các nước ASEAN. Các doanh nghiệp thực hiện chiếu xạ thực phẩm còn phải hoạt động theo quy định của Bộ Y tế về an toàn và vệ sinh thực phẩm bảo quản bằng chiếu xạ.

Về mặt kỹ thuật, loại hình kinh doanh này đòi hỏi chi phí vốn cao để xây dựng cơ sở chiếu xạ, mua nguồn xạ, vật liệu phóng xạ và xây dựng hệ thống kho lạnh. Do đó, tại Việt Nam, thị trường chiếu xạ tập trung chủ yếu vào 3 doanh nghiệp: Sơn Sơn, Thái Sơn, An Phú và một trung tâm chiếu xạ tại Hà Nội.

| Đơn vị | Vị trí Nhà máy | Công suất | Nguồn tia phát | Sản phẩm chủ yếu |
|---------------------------|----------------------------|---|----------------|----------------------|
| CT TNHH Sơn Sơn | Bình Chánh/Tp. Hồ Chí Minh | 100 tấn/ngày | Tia X | Trái cây |
| CT TNHH Thái Sơn | Cần Thơ | 150 tấn/ngày | Co.60-Gamma | Thủy sản |
| CTCP Chiếu xạ An Phú | Bình Dương & Vĩnh Long | Bình Dương: 120 tấn/ngày Vĩnh Long: 150 tấn/ngày | Co.60-Gamma | Thủy sản và trái cây |
| Trung tâm chiếu xạ Hà Nội | Hà Nội | 20-30 tấn/ngày | Co.60-Gamma | Trái cây |

(Nguồn: DNSE tổng hợp)

Triển vọng tăng trưởng thị trường chiếu xạ

Chiếu xạ thực phẩm ngày càng được ủng hộ

Chiếu xạ thực phẩm là quá trình chiếu thực phẩm với bức xạ ion hóa để tiêu diệt các vi sinh vật, vi khuẩn, virus, hoặc các côn trùng. Việc chiếu xạ đã bắt đầu được nghiên cứu từ những năm 1980 nhưng chỉ mới bắt đầu được sử dụng phổ biến hơn trong những năm gần đây do ngày càng có nhiều lo ngại về sản lượng lương thực sụt giảm do ô nhiễm, hư hại cũng như những căn bệnh truyền qua thực phẩm. Hiện nay, chiếu xạ thực phẩm đã được ứng dụng ở hơn 50 quốc gia trên thế giới. Trong đó, nhiều nước đã ứng dụng chiếu xạ như một biện pháp kiểm dịch thực vật hiệu quả để phòng ngừa các dịch hại kiểm dịch thực vật lây lan và phát tán theo con đường thương mại quốc tế nông sản và rau quả tươi.

Nhằm mục đích nâng cao vị thế mặt hàng trái cây xuất khẩu, xử lý chiếu xạ đã và đang từng bước được sử dụng như một biện pháp xử lý kiểm dịch thực vật các đối tượng dịch hại kiểm dịch thực vật vì đây là biện pháp mang lại hiệu quả xử lý cao, ít gây ảnh hưởng đến chất lượng và mẫu mã của mặt hàng xuất khẩu.

Hiện nay, Việt Nam có tổng diện tích đất trồng cây ăn quả của Việt Nam khoảng 775.500 ha, phân bố đều trên cả nước với sản lượng gần 3,9 triệu tấn/năm. Dự kiến, sản lượng trái cây cả nước sẽ được nâng lên 11,3 triệu tấn vào năm 2020 và 17,7 triệu tấn vào năm 2030. Trong khi đó, số lượng doanh nghiệp vào đơn vị chiếu xạ tại Việt Nam vẫn còn quá ít và công suất hiện tại vẫn chưa đáp ứng được trước sự gia tăng mạnh mẽ của nhu cầu.

Chiếu xạ thủy sản

Đối với thị trường thủy sản xuất khẩu, các sản phẩm tiềm năng nhất để thực hiện chiếu xạ là tôm đông lạnh và các sản phẩm thủy hải sản khác. Việc tiết trùng sản phẩm thủy sản chủ yếu là để đáp ứng nhu cầu của những thị trường khó tính như Hoa Kỳ, Úc, New Zealand, và Nhật Bản.

Trong năm 2016, xuất khẩu thủy sản của cả nước đạt 7,05 tỷ USD, tăng 7,31% so với năm 2015. Hoa Kỳ và Nhật Bản là 2 thị trường đứng đầu về tiêu thụ thủy sản của Việt Nam; trong đó xuất sang Hoa Kỳ chiếm 20,4% trong tổng kim ngạch, đạt 1,44 tỷ USD, +9,7% yoy; xuất sang Nhật Bản chiếm 15,6%, đạt 1,1 tỷ USD, +6% yoy; xuất khẩu sang Úc đạt 0,19 tỷ USD, +8,8% yoy; xuất sang New Zealand đạt 21 triệu USD, -3,1% yoy. Như vậy, 4 thị trường Hoa Kỳ, Nhật Bản, Úc và New Zealand đã chiếm tới gần 40% tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2016. Với các yêu cầu về rào cản kỹ thuật khắt khe đối với thủy sản đông lạnh tại các nước này, các nhà xuất khẩu có động lực mạnh hơn để chiếu xạ sản phẩm nhằm đáp ứng các tiêu chuẩn về chất lượng của các nước nhập khẩu.

Trong Quyết định số 775/QĐ – TTg đã nêu rõ quy hoạch của ngành chiếu xạ đến năm 2020, ít nhất 35% tổng sản lượng nông sản xuất khẩu được chiếu xạ là 70%. Với vị thế dẫn đầu ngành về cả thị phần lẫn danh tiếng, APC sẽ có nhiều tiềm năng tăng trưởng khối lượng sản phẩm chiếu xạ.

Ngoài ra, An Phú cũng có lợi thế hơn các đối thủ trong ngành khi nhà máy chiếu xạ Bình Minh tại khu công nghiệp Bình Minh, tỉnh Vĩnh Long có vị trí địa lý rất thuận lợi, gần với các doanh nghiệp nuôi trồng, chế biến và xuất khẩu thủy sản tại 6 tỉnh miền Tây, qua đó giúp giảm chi phí vận chuyển và thời gian bảo quản thủy sản khi đưa đi chiếu xạ. Bên cạnh đó, khu công nghiệp Bình Minh nằm ngay giữa

sông Tiền và sông Hậu, được coi là cửa ngõ và cầu nối giữa hai trung tâm kinh tế lớn Hồ Chí Minh và Cần Thơ và nhà máy của An Phú nằm ngay trên đường vận chuyển thành phẩm từ các Công ty thủy sản tại khu vực miền Tây đến cảng Sài Gòn để xuất khẩu.

Chiếu xạ hoa quả xuất khẩu

Theo số liệu của Tổng cục Thống kê, trong tháng 1/2017, xuất khẩu rau quả đã thu về 230 triệu USD (+14% yoy) và dự báo xuất khẩu rau quả trong năm 2017 sẽ đạt khoảng 3 tỷ USD. Từ vị trí là mặt hàng khiếm tốn, rau quả đã có bước tiến đáng kể để trở thành mặt hàng xuất khẩu chủ lực, vươn xa tới gần 60 thị trường trên toàn thế giới. Riêng các loại trái cây như vải thiều, chôm chôm, thanh long, xoài, nhãn, ...sau khi được xử lý bằng chiếu xạ đã vượt qua được những tiêu chuẩn khắt khe để có mặt tại những thị trường khó tính như Mỹ, Úc, Nhật Bản, Hàn Quốc, ...

Năm 2016, lần đầu tiên, kim ngạch xuất khẩu rau quả vượt qua kim ngạch xuất khẩu mặt hàng gạo (2,4 tỷ USD so với 2,2 tỷ USD). Năm 2016, có hơn 10.500 tấn hoa quả tươi được kiểm dịch bằng chiếu xạ để xuất khẩu sang các thị trường Mỹ, Nhật Bản, tăng gấp đôi so với năm 2015, trong đó, sản lượng thanh long sang Mỹ và xoài sang Hàn Quốc đều tăng trưởng trên 2 lần.

Trong khi đó, không ít nhà nhập khẩu từ Mỹ, Nhật Bản, Hàn Quốc... đã tìm đến với Việt Nam để tìm các nhà cung ứng. Đơn cử, Tập đoàn Meika Shoji (Nhật Bản) đang tìm kiếm nhà xuất khẩu chuối Việt Nam với số lượng lớn để tiêu thụ tại Nhật.

Đối với trái cây chiếu xạ xuất khẩu, cả nước hiện chỉ có 2 doanh nghiệp là Sơn Sơn và An Phú được cấp giấy chứng nhận từ Cơ quan Kiểm dịch động thực vật Hoa Kỳ (APHIS) xác nhận Nhà máy đạt chuẩn chiếu xạ trái cây xuất khẩu sang Hoa Kỳ.

Trong đó, công nghệ chiếu xạ của An Phú vượt trội hơn đối thủ Sơn Sơn do sử dụng xạ Cobalt 60 phát tia Gamma, phù hợp với nhiều loại mặt hàng thực phẩm và được sử dụng phổ biến hơn ở các nước tiên tiến trong khi Sơn Sơn sử dụng máy gia tốc phát tia X.

Bên cạnh đó, nhà máy tại Bình Dương của An Phú cũng có vị trí rất thuận lợi khi nằm ngay cạnh Bình Thuận, vùng trồng thanh long chủ yếu của Việt Nam, chiếm tới 70% sản lượng thanh long toàn quốc. Chi nhánh Bình Minh tại Vĩnh Long cũng gần sát khu vực Tiền Giang, Bến Tre và Long An, nơi được coi là vựa hoa quả của miền Nam, rất tiện cho việc vận chuyển.

Tuy nhiên, với việc Trung tâm chiếu xạ Hà Nội chính thức đi vào hoạt động từ tháng 4/2016 thì các loại trái cây đặc thù của miền Bắc như vải, nhãn sẽ không cần vận chuyển vào miền Nam để chiếu xạ nhằm tiết giảm chi phí vận chuyển. Tuy vậy, công suất chiếu xạ của Trung tâm còn khá khiêm tốn (20-30 tấn/ngày) trong khi đặc điểm thu hoạch của vải và nhãn thường thu hoạch đồng loạt vào một khoảng thời gian ngắn trong năm nên vẫn cần đến các nhà máy chiếu xạ miền trong như An Phú.

Triển vọng thị trường kho lạnh

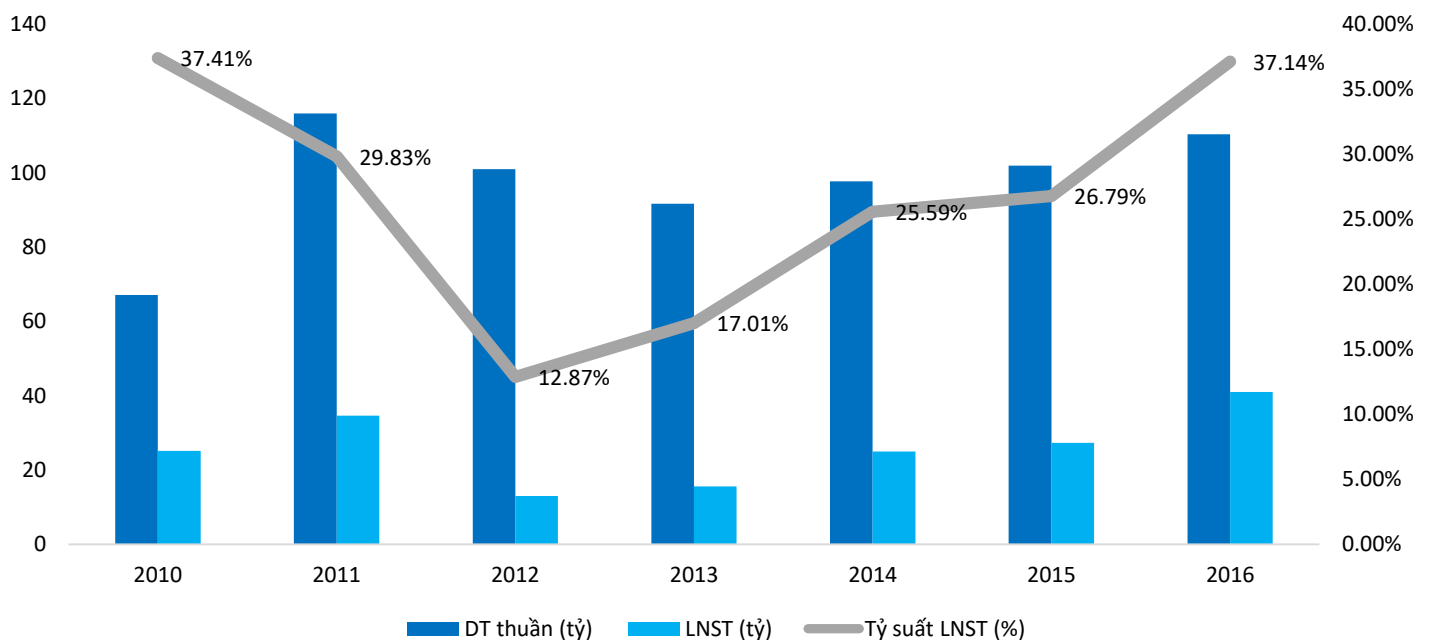
Kho lạnh hiện tại là một trong những phân ngành dịch vụ vận tải nhiều hứa hẹn nhất ở Việt Nam, một nền kinh tế mà nông nghiệp đóng góp 16% GDP cả nước. Tính đến thời điểm này mới có một số ít doanh nghiệp tham gia vào thị trường này, nhưng chưa công ty nào cung cấp được chuỗi dịch vụ cung ứng đầy đủ.

Nhu cầu sử dụng kho lạnh đến từ bốn lĩnh vực chính gồm thủy sản, thịt, rau quả và bán lẻ. Trong đó, xuất khẩu thủy sản và hàng bán lẻ được kỳ vọng trở thành động lực chính cho việc tăng nhu cầu kho lạnh ở Việt Nam.

Tuy nhiên, sức chứa của hệ thống kho lạnh của An Phú còn khá khiêm tốn, chỉ 3000 tấn và chủ yếu nhằm phục vụ các doanh nghiệp bảo quản hàng hóa sau khi chiếu xạ. Trong chiến lược phát triển của Công ty, APC chủ trương tập trung vào mảng ngành nghề kinh doanh cốt lõi là dịch vụ chiếu xạ và chỉ xem dịch vụ kho lạnh là một mảng nhỏ nhằm hỗ trợ cho các khách hàng của mình, chưa có ý định đầu tư mở rộng hệ thống.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết quả Hoạt động kinh doanh giai đoạn 2010 - 2015

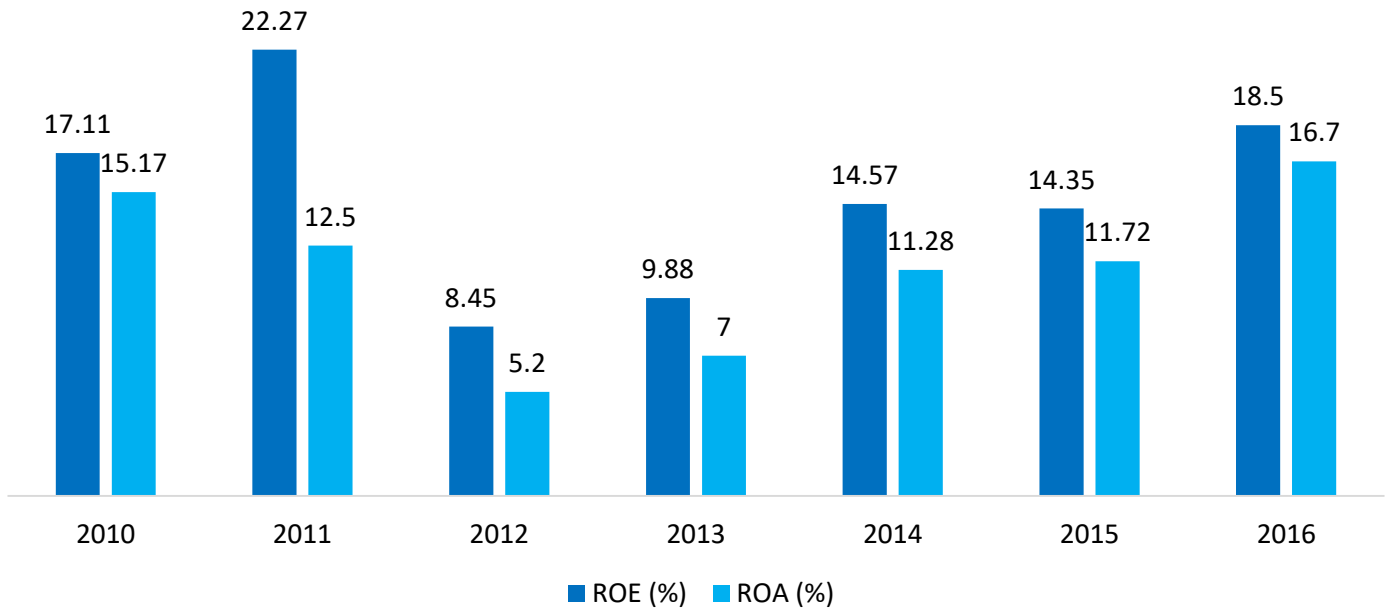


(Nguồn: BCTC APC)

Trong các năm từ 2012 trở lại đây, mặc dù Doanh thu thuần của An Phú gần như không biến động nhiều, lợi nhuận sau thuế lại chứng kiến sự gia tăng rất ấn tượng khi biên lợi nhuận sau thuế của Công ty được cải thiện từ mức chỉ gần 13% vào năm 2012 lên tới trên 37% vào năm 2016. Biên lợi nhuận gộp của APC cũng là rất cao, trung bình trên 50%, đây là mức thuộc nhóm cao nhất trong các doanh nghiệp hiện đang niêm yết trên sàn. Một trong những nguyên nhân giúp cải thiện biên lợi nhuận của An Phú đến từ vị thế số một trong ngành chiếu xạ, hơn nữa, sau khi kết hợp với Thái Sơn, công ty có khả năng điều tiết giá chiếu xạ mà không sợ ảnh hưởng quá lớn đến thị phần. Ngoài ra, trong quý 3/2015, APC đã đầu tư trên 30 tỷ mua nguyên liệu chiếu xạ (gấp đôi mức sử dụng trung bình năm) nhằm tăng cường hoạt động của nhà máy Bình Minh.

Tỷ suất sinh lời cao và ổn định

Tỷ suất sinh lời APC



(Nguồn: APC, DNSE tổng hợp)

Từ năm 2012, chỉ số sinh lời của APC đã cải thiện rõ rệt và có dấu hiệu tăng dần đều. Các chỉ số hiệu quả hoạt động có sự giảm sút mạnh vào năm 2012 do nguyên nhân đến từ việc Doanh nghiệp đưa vào hoạt động nhà máy Bình Minh làm phát sinh thêm chi phí khấu hao cũng như chi phí lãi vay do xây dựng nhà máy.

Cơ cấu tài chính lành mạnh

Trong các năm gần đây, sau khi vay vốn để xây dựng nhà máy Bình Minh, An Phú gần như chưa thực hiện một khoản đầu tư đáng kể nào, do vậy, Công ty tập trung vào trả dần các khoản nợ khiến cho tổng nợ và chi phí lãi vay đã giảm mạnh từ 95,5 tỷ vào năm 2012 xuống còn 24,2 tỷ vào cuối năm 2016. Đáng chú ý, đến cuối năm 2016, công ty không còn vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn cũng như khoản vay dài hạn chỉ ở mức 7,6 tỷ đồng (chiếm 3,1% tổng nguồn vốn), điều này cho thấy sự an toàn và lành mạnh trong cơ cấu vay nợ của APC.

Tỷ suất cổ tức tiền mặt cao và ổn định qua các năm

Trong các năm từ khi niêm yết, APC luôn duy trì tỷ lệ trả cổ tức tiền mặt rất đều đặn và ổn định.

Điều này thể hiện tình hình tài chính lành mạnh cũng như dòng tiền sản xuất kinh doanh thực dương, đều đặn và ổn định của Công ty.

| Năm | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|
| Tỷ lệ cổ tức tiền mặt | 25% | 20% | 10% | 8% | 10% | 10% |

(Nguồn: APC, DNSE tổng hợp)

TÌNH HÌNH ĐẦU TƯ

Khả năng sáp nhập với Thái Sơn

APC có dự tính sẽ sáp nhập với Thái Sơn và trên thực tế, Thái Sơn và người liên quan hiện đang nắm giữ trên 50% số cổ phần tại An Phú và 2 đơn vị này cũng đã chuyển từ đối đầu sang hợp tác từ sau sự kiện thu tóm.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, việc sáp nhập nếu có sẽ khiến cho khả năng sinh lời của APC giảm sút do Thái Sơn hiện đứng thứ 2 trong ngành sau APC với công suất bằng một nửa nhưng thị phần chỉ chiếm 10% so với 60% của An Phú, từ đó có thể thấy hiệu quả hoạt động của đơn vị này đang có vấn đề.

Việc Thái Sơn hiện đang nắm giữ số cổ phần chi phối tại APC sẽ làm xuất hiện các rủi ro trong ngắn hạn về sáp nhập giữa 2 doanh nghiệp nhưng về dài hạn sẽ giúp APC nhanh chóng tăng trưởng về quy mô, công suất để nâng cao và chiếm lĩnh thị phần, đảm bảo vị thế trong ngành khi mà theo định hướng của Chính phủ, Việt Nam sẽ nới lỏng các quy định để nhiều doanh nghiệp có thể tham gia vào thị trường chiếu xạ.

APC cũng một kế hoạch đầu tư một nhà máy ở phía Bắc với vốn đầu tư 150 tỷ đồng nhằm đón đầu xuất khẩu vải tại khu vực này, tuy nhiên, đến thời điểm hiện tại, Công ty vẫn chưa chuẩn bị phương án đầu tư cụ thể do cần nhiều thời gian để nghiên cứu, quyết định xâm nhập thị trường vốn không phải là thế mạnh của mình.

DỰ PHÓNG TĂNG TRƯỞNG

| Năm | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DT thuần (tỷ) | 79.2 | 110.4 | 132.5 | 159.0 | 190.8 | 228.9 |
| Tăng trưởng % | -19% | 39% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Giá vốn hàng bán (tỷ) | 40.3 | 48.6 | 67.6 | 87.4 | 108.7 | 137.4 |
| Lợi nhuận gộp (tỷ) | 38.9 | 61.9 | 64.9 | 71.5 | 82.0 | 91.6 |
| Biên lợi nhuận gộp % | 49.1% | 56.1% | 49.0% | 45.0% | 43.0% | 40.0% |
| EBIT (tỷ) | 31.1 | 52.7 | 63.6 | 69.9 | 80.1 | 89.3 |
| Tỷ suất EBIT % | 39.3% | 47.7% | 48.0% | 44.0% | 42.0% | 39.0% |
| Lợi nhuận trước thuế (tỷ) | 29.0 | 51.4 | 62.6 | 68.9 | 79.1 | 88.3 |
| Tỷ suất LNTT % | 36.6% | 46.6% | 47.2% | 43.4% | 41.5% | 38.6% |
| Thuế TNDN (tỷ) | 6.7 | 10.4 | 12.5 | 13.8 | 15.8 | 17.7 |
| Thuế suất thực tế % | 23% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| LNST (tỷ) | 22.3 | 41.0 | 50.1 | 55.2 | 63.3 | 70.6 |

| | | | | | | |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LNST Công ty mẹ (tỷ) | 22.3 | 41.0 | 50.1 | 55.2 | 63.3 | 70.6 |
| Biên lợi nhuận ròng % | 28.2% | 37.1% | 37.8% | 34.7% | 33.2% | 30.9% |
| Số lượng cp (triệu đv) | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 | 11.8 |
| EPS (VNĐ) | 1,890 | 3,475 | 4,243 | 4,675 | 5,364 | 5,985 |

(Nguồn: DNSE tổng hợp & dự phóng)

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

| Chi phí vốn | | FCFF (5 năm) | |
|-----------------------------|--------|--------------------------------------|--------|
| Hệ số Beta | 0.71 | Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 65.8 |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 8.5 | Giá trị cuối cùng (6.0% g) | 277.0 |
| Lãi suất phi rủi ro % | 6.5 | Tổng DTTDCK và GTCC | 342.8 |
| Chi phí vốn CSH % | 12.535 | cộng Tiền & đầu tư ngắn hạn | 17.1 |
| Chi phí vốn vay % | 5.0% | trừ Vay nợ | 7.6 |
| Nợ/Vốn CSH | 0.06 | trừ Lợi ích cổ đông thiểu số | - |
| Tỷ lệ vốn CSH % | 94.1% | Giá trị vốn CSH | 352.3 |
| Tỷ lệ nợ % | 5.9% | Cổ phiếu (triệu) | 11.8 |
| WACC % | 11.8 | Giá cổ phiếu (VNĐ) | 29,858 |

(Nguồn: DNSE tổng hợp & dự phóng)

DÒNG TIỀN

| Dòng tiền (tỷ đồng) | 2015 | 2016F | 2017F | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT | 31.1 | 52.7 | 63.6 | 69.9 | 80.1 | 89.3 |
| trừ Thuế | 6.7 | 10.4 | 12.5 | 13.8 | 15.8 | 17.7 |
| cộng Khấu hao | 13.1 | 11.5 | 12.1 | 12.7 | 13.3 | 14.0 |
| trừ Mua sắm tài sản cố định | 4.0 | 14.5 | 15.2 | 16.0 | 16.8 | 17.6 |
| trừ Thay đổi vốn lưu động | 30.4 | 32.9 | 34.5 | 36.3 | 38.1 | 40.0 |
| Dòng tiền tự do | 3.1 | 6.4 | 13.4 | 16.6 | 22.7 | 28.0 |
| Giá trị hiện tại của DTTD | | 6.4 | 12.0 | 13.3 | 16.3 | 17.9 |

(Nguồn: DNSE tổng hợp & dự phóng)

| KẾT QUẢ HĐKD | 2013A | 2014A | 2015A | 2016 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Doanh thu thuần | 91.7 | 97.7 | 79.2 | 110.4 |
| Giá vốn | 48.9 | 47.1 | 40.3 | 48.6 |
| Lãi gộp | 42.8 | 50.6 | 38.9 | 61.9 |
| Chi phí bán hàng | 4.1 | 3.8 | 1.8 | 1.4 |
| Chi phí quản lý | 12.4 | 12.2 | 8.1 | 13.4 |
| DT HĐ tài chính | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 6.0 |
| Chi phí tài chính | 7.2 | 3.8 | 0.1 | 1.4 |
| Lợi nhuận khác | -0.8 | -0.1 | -0.4 | -0.2 |
| LN Công ty LD, LK | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 18.5 | 31.3 | 29.0 | 51.4 |
| Thuế TNDN hiện hành | 4.2 | 6.1 | 6.7 | 10.4 |
| Thuế TNDN hoãn lại | -1.3 | 0.2 | 0.0 | 0.0 |
| LN sau thuế | 15.6 | 25.0 | 22.3 | 41.0 |
| LNST cổ đông thiểu số | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| LNST (Công ty mẹ) | 15.6 | 25.0 | 22.3 | 41.0 |
| EBIT | 25.1 | 34.7 | 31.1 | 52.7 |
| EBITDA | n/a | 49.80 | 44.20 | 64.20 |

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | 2013A | 2014A | 2015A | 9T/2016 |
|----------------------------|--------|-------|--------|---------|
| Tăng trưởng so với cùng kỳ | | | | |
| Doanh thu | -97.7% | 6.5% | -18.9% | -7.6% |
| Lợi nhuận gộp | -88.7% | 18.2% | -23.1% | -8.6% |
| EBITDA | n/a | n/a | -11.2% | |
| EBIT | -91.3% | 38.2% | -10.4% | |
| Lợi nhuận sau thuế | -88.1% | 60.3% | -10.8% | 82.3% |
| Tổng tài sản | -95.1% | -0.4% | 2.1% | 8.7% |
| Vốn chủ sở hữu | -79.6% | 9.0% | 8.3% | 2.9% |

| Khả năng sinh lợi | | | | |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| LN gộp / Doanh thu | 46.7% | 51.8% | 49.1% | 56.1% |
| LN HĐKD / Doanh thu | 28.7% | 35.4% | 36.6% | 42.7% |
| EBITDA / Doanh thu | n/a | 51.0% | 55.8% | 58.2% |
| EBIT / Doanh thu | 27.4% | 35.5% | 39.3% | 47.7% |
| LNST / Doanh thu | 17.0% | 25.6% | 28.2% | 37.1% |
| ROA | 7.0% | 11.3% | 9.9% | 16.7% |
| ROE | 9.9% | 14.6% | 12.0% | 18.6% |

| Hiệu quả hoạt động (x) | | | | |
|------------------------|------|--------|--------|--------|
| Vòng quay phải thu | 0.07 | 7.34 | 5.41 | 5.71 |
| Vòng quay HTK | 0.44 | 134.57 | 201.50 | 486.00 |
| V/q khoản phải trả | 0.10 | 7.92 | 6.45 | 7.59 |

| Khả năng thanh toán (x) | | | | |
|-------------------------|---|------|------|---|
| Hiện hành | - | 3.82 | 1.77 | - |
| Nhanh | - | 3.79 | 1.76 | - |

| Cấu trúc tài chính | | | | |
|----------------------|------|------|------|------|
| Tổng nợ/ Vốn CSH | 0.41 | 0.29 | 0.22 | 0.11 |
| Vay NH/ Vốn CSH | 0.08 | 0.07 | 0.09 | - |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH | 0.25 | 0.13 | 0.05 | 0.03 |

| BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN | 2013A | 2014A | 2015A | 2016 |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tiền & tương đương | 8.6 | 20.6 | 10.7 | 17.1 |
| Đầu tư TC NH | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Phải thu NH | 14.8 | 14.5 | 17.7 | 24.8 |
| Tồn kho | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.1 |
| TSNH khác | 9.6 | 8.9 | 2.0 | 0.8 |
| Tài sản NH | 33.3 | 44.3 | 30.4 | 42.7 |
| Phải thu DH | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| TS cố định | 140.9 | 125.9 | 114.8 | 117.9 |
| TS dở dang DH | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| BĐS đầu tư | 0.0 | 0.00 | 0.0 | 0.0 |
| Đầu tư TC DH | 0.0 | 0.0 | 3.1 | 0.0 |
| TS DH khác | 48.1 | 51.3 | 76.8 | 83.2 |
| Lợi thế thương mại | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tài sản DH | 189.0 | 177.1 | 195.8 | 202.2 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TỔNG TÀI SẢN | 222.3 | 221.5 | 226.2 | 244.9 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | |
|-----------------------|------|------|------|-----|
| Phải trả người bán | 6.0 | 5.9 | 6.6 | 6.2 |
| Phải trả NLĐ | 1.9 | 2.4 | 2.8 | 0.4 |
| Vay & nợ NH | 13.0 | 11.6 | 17.2 | 0.0 |
| Phải trả dài hạn khác | - | - | - | - |
| DT chưa thực hiện | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tổng nợ | 64.9 | 49.9 | 40.4 | 24.2 |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|

| | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vốn chủ sở hữu | 157.4 | 171.5 | 185.8 | 220.7 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Vốn ĐT CSH | 114.5 | 120.2 | 120.2 | 120.2 |
| Thặng dư | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Lợi nhuận chưa phân pp | 33.7 | 42.0 | 58.3 | 93.4 |
| Quỹ đầu tư phát triển | 5.5 | 5.5 | 9.3 | 9.3 |
| Các quỹ khác | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

| | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TỔNG NGUỒN VỐN | 222.3 | 221.5 | 226.2 | 244.9 |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ | 2013A | 2014A | 2015A | 2016 |
|--------------------|-------|-------|-------|------|
|--------------------|-------|-------|-------|------|

| | | | | |
|---------------------|------|-------|-------|-------|
| LN TT | 18.5 | 31.3 | 29.0 | 51.4 |
| Khấu hao TSCĐ | 14.9 | 15.1 | 13.1 | 11.5 |
| Chi phí lãi vay | 6.6 | 3.4 | 2.1 | 1.3 |
| Thay đổi VLĐ | 3.2 | -14.1 | -30.4 | -32.9 |
| Tiền thuần từ HĐKD | 40.8 | 35.4 | 10.8 | 26.2 |
| Thay đổi TSCĐ | -1.3 | 0.0 | -4.0 | -14.5 |
| Mua/bán công cụ nợ | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 3.1 |
| Lãi cho vay, cổ tức | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 2.9 |

| | | | | |
|---------------------------|---------------|------------|--------------|---------------|
| Tiền thuần từ HĐĐT | -240.1 | 5.9 | -10.6 | -193.2 |
|---------------------------|---------------|------------|--------------|---------------|

| | | | | |
|---------------------|-------|-------|------|------|
| Thu/trả lại vốn góp | 0.0 | 5.8 | -2.0 | -0.2 |
| Vay/trả nợ gốc vay | -28.8 | -18.2 | -8.4 | -5.4 |
| Cổ tức, LN đã trả | -9.2 | -11.4 | -5.9 | -5.9 |

| | | | | |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền thuần từ HĐTC | -38.0 | -23.7 | -16.4 | -11.4 |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

| | | | | |
|---------------------|-----|------|------|-----|
| Tiền thuần trong kỳ | 1.8 | 12.1 | -9.0 | 6.4 |
|---------------------|-----|------|------|-----|

| | | | | |
|---------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| Tiền đầu năm | 7.2 | 8.6 | 19.7 | 10.7 |
|---------------------|------------|------------|-------------|-------------|

| | | | | |
|----------------------|------|------|-----|-----|
| Ảnh hưởng của tỷ giá | -0.4 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
|----------------------|------|------|-----|-----|

| | | | | |
|---------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Tiền cuối kỳ | 8.6 | 20.6 | 10.7 | 17.1 |
|---------------------|------------|-------------|-------------|-------------|

(Đơn vị: tỷ đồng)

(Nguồn: BCTC APC)

Thông tin liên hệ**TS. Đỗ Thái Hưng****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM
DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

Trụ sở: Tầng 12A, Centre Building Hapulico Complex, Số

01 Nguyễn Huy Tưởng, Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (04) 7304 7304

Fax: (04) 6262 0656

Website: www.dnse.com.vn**1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ**

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

** Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.