

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Báo cáo chi tiết

Ngày 29 tháng 08 năm 2011

Hoa.dinh, Chuyên viên
hoa.dinh@vcsc.com.vn
+84 3 3814 5588, ext 140

THÊM VÀO

Giá mục tiêu 14.600 đ
TL tăng giá 19%

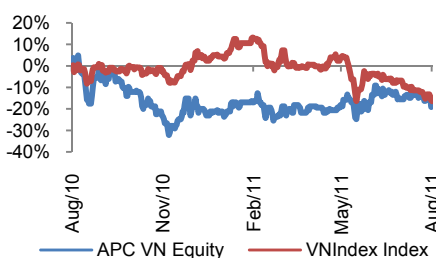
Ngành Dịch vụ thương mại

Các chỉ số chính

Giá @ 29/08/2011	12.300
Giá mục tiêu	14.600
Tăng so với giá mục tiêu	19%
Mức thấp nhất 52 tuần	10.200
Mức cao nhất 52 tuần	17.300
KLGD bình quân 30 ngày	67.359
Số lượng cổ phiếu lưu hành	11,4
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	129,9
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	6,1
TL sở hữu nước ngoài (%)	7,5

Định giá	2008	2009	2010
EPS (đồng)	2.191	2.863	3.047
Tăng trưởng EPS (%)	(34,1%)	30,7%	6,4%
Suất sinh lợi cổ tức (%)	17,0%	5,8%	6,2%
P/E (x)	5,05x	4,30x	4,04x
P/B (x)	0,86x	0,82x	0,71x
EV / EBITDA	3,89x	4,05x	2,94x
ROE	18,9%	20,5%	18,9%
ROA	17,0%	15,9%	13,3%
ROIC	17,9%	16,9%	14,4%
Nợ/Vốn CSH (x)	8,2%	32,7%	29,2%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối %	(13,4%)	(15,3%)	(29,7%)
Giá trị tương đối %	6,4%	10,5%	(13,3%)



Cơ cấu cổ đông

CT cao su Bà Rịa	10,92%
Qũy Tầm nhìn SSI	13,25%
Khác	75,83%

Dẫn đầu thị trường chiếu xạ tại Việt Nam

Công ty Cổ phần chiếu xạ An Phú (HSX: APC) là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam về dịch vụ chiếu xạ thủy sản, rau quả và khử trùng trang thiết bị y tế, chiếm 60% thị phần trong nước với 2 đối thủ cạnh tranh chính là Công ty Thái Sơn và Công ty Sơn Sơn. APC tập trung vào chiếu xạ khử trùng cho các sản phẩm thủy sản (cá, tôm, v.v...) và trái cây, trong đó chiếu xạ thanh long đóng góp 42,5% doanh thu công ty trong nửa đầu năm 2011.

Chúng tôi khuyến nghị **THÊM VÀO** cho cổ phiếu này trên cơ sở đánh giá APC đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng và tốc độ tăng trưởng sẽ ngày càng gia tăng trong các năm tới do nhiều tiềm năng lớn chưa được khai thác. Trong giai đoạn 2011–2015, chúng tôi kỳ vọng APC sẽ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 26%/năm nhờ vào dòng sản phẩm mới là trái cây chiếu xạ. Với giá hiện tại là 12.300 đồng/cổ phiếu, APC đang được giao dịch tại mức P/E 2011 là 4,3x.

Thị trường có tính tập trung cao. 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 thỏa ước về chiếu xạ thực phẩm cho các nước ASEAN. Các doanh nghiệp thực hiện chiếu xạ thực phẩm phải hoạt động theo quyết định 3616/2004/QĐ-BYT của Bộ Y tế ra ngày 14/10/2004 ban hành các quy định về an toàn và vệ sinh thực phẩm bảo quản bằng chiếu xạ. Do vậy, tại Việt Nam, thị trường chiếu xạ tập trung chủ yếu vào ba doanh nghiệp: Sơn Sơn, Thái Sơn, và An Phú.

Tiềm năng tăng trưởng và mở rộng thị trường. Theo Quyết định số 775/QĐ - TTg ra ngày 02/06/2010, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành nhiều quy định cho quá trình chiếu xạ sau thu hoạch đối với những loại rau quả quan trọng, thị trường gia cầm và các sản phẩm thủy sản tươi sống hoặc đông lạnh. Đến năm 2015, hoạt động chiếu xạ phải được thực hiện trên ít nhất 35% nông sản xuất khẩu và đến năm 2020 là 70%.

Dẫn đầu trên cả hai thị trường dịch vụ chiếu xạ thủy sản và chiếu xạ trái cây xuất khẩu. An Phú hiện đang nắm giữ 60% thị phần thị trường dịch vụ chiếu xạ thủy sản, phần còn lại thuộc về Tập đoàn Thái Sơn. Ngoài ra, cả nước hiện chỉ có 2 doanh nghiệp là Sơn Sơn và An Phú được Cơ quan Kiểm dịch động thực vật Hoa Kỳ (APHIS) cấp giấy chứng nhận Nhà máy đạt chuẩn chiếu xạ trái cây xuất khẩu sang Hoa Kỳ. An Phú hiện chiếm khoảng 70% thị phần trái cây chiếu xạ do lợi thế về công nghệ tiên tiến, công suất mạnh và vị trí nhà máy thuận lợi.

Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2011 tăng trưởng ấn tượng. Trong quý 2/2011, APC đạt doanh thu 33,19 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 8,36 tỷ đồng, tương ứng tăng 132% về doanh thu và 77% về lợi nhuận so với quý 2/2010. Trong 6 tháng đầu năm 2011, doanh thu đạt 63,63 tỷ đồng, tăng 147% và lợi nhuận sau thuế đạt 18,3 tỷ đồng, tăng 133% so với cùng kỳ 2010. Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh là nhờ APC tập trung vào hoạt động chiếu xạ thanh long xuất khẩu, đóng góp 42,5% tổng doanh thu trong nửa đầu năm 2011.

Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu thanh long chiếu xạ. Năm 2011, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của APC sẽ tăng 79%, đạt 120 tỷ đồng với lợi nhuận ròng tăng 30% lên 32,6 tỷ đồng. APC đang tập trung đẩy mạnh xuất khẩu thanh long chiếu xạ vào thị trường Mỹ. Chúng tôi dự báo trong năm 2011, APC sẽ xuất khẩu 1.000 tấn thanh long chiếu xạ và 30.000 tấn thủy sản chiếu xạ, tương ứng tăng 113% và 27% so với năm 2010.

Tiêu điểm đầu tư

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. Trên thế giới, hiện nay có khoảng 50 quốc gia cho phép chiếu xạ hơn 80 loại thực phẩm, mặc dù không phải tất cả các quốc gia này đều sử dụng quá trình chiếu xạ với quy mô thương mại. Trong số này có 34 quốc gia duy trì việc chiếu xạ thường xuyên. Tổng khối lượng thực phẩm chiếu xạ trên toàn thế giới đã tăng từ 200.000 tấn năm 1997 lên ước tính khoảng hơn 500.000 tấn mỗi năm trong những năm gần đây.

Thị trường có tính tập trung cao

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 hòa 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, và An Phú.

Hình 1: Các công ty chiếu xạ trong nước

Tên	Vị trí nhà máy	Công suất	Công suất dự kiến nâng cao	Nguồn-Tia phát	Sản phẩm chủ yếu
CT TNHH Sơn Sơn	Bình Chánh	100 tấn/ngày		Tia X	Trái cây
Tập đoàn Thái Sơn	Cần Thơ	100 tấn/ngày	300 tấn/ngày		Thủy sản
Chiếu xạ An Phú	Bình Dương	120 tấn/ngày		Co.60-	Thủy sản và
	Vĩnh Long	150 tấn/ngày	100 tấn/ngày	Gamma	trái cây

Nguồn: VCSC, dữ liệu các công ty

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

APC dẫn đầu trong cả hai lĩnh vực kinh doanh chính**Chiếu xạ thủy sản**

Thị trường dịch vụ chiếu xạ thủy sản được phân chia giữa An Phú và Tập đoàn Thái Sơn, với 60% thị phần thuộc về An Phú. Mặc dù có thị phần thấp hơn nhưng trước đây, Thái Sơn có lợi thế hơn về vị trí nhà máy nằm tại khu công nghiệp Trà Nóc, tỉnh Cần Thơ, gần với sáu tỉnh miền tây là nơi tập trung của hầu hết các doanh nghiệp chế biến thủy sản. Trong khi đó, nhà máy của An Phú nằm tại Bình Dương, khá xa các công ty thủy sản, khiến chi phí vận chuyển tăng cao và làm giảm lợi thế cạnh tranh của Công ty. Tuy nhiên, để khắc phục bất lợi này, An Phú đang xây dựng một nhà máy chiếu xạ tại khu công nghiệp Bình Minh, tỉnh Vĩnh Long, với tổng công suất lên tới 250 tấn/ngày từ năm 2013. Nhà máy mới không những vượt trội so với nhà máy của Thái Sơn về vị trí chiến lược mà còn về cả công suất hoạt động. KCN Bình Minh tọa lạc 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. Nhà máy mới nằm trên đường vận chuyển thành phẩm từ các công ty thủy sản tại khu vực miền Tây đến cảng Sài Gòn để xuất khẩu. Trong khi đó, nhà máy hiện tại của Thái Sơn không nằm trên lộ trình này và nằm trên hướng đi An Giang. Hơn nữa, tổng công suất của An Phú đạt 120 tấn đơn vị/ngày, cao hơn so với mức công suất 100 tấn đơn vị/ngày của Thái Sơn.

Chiếu xạ trái cây xuất khẩu

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. An Phú hiện chiếm khoảng 70% thị phần do lợi thế về công nghệ ưu việt, công suất lớn và vị trí nhà máy thuận lợi.

Về công nghệ, Sơn Sơn sử dụng máy gia tốc phát tia X, chủ yếu thích hợp để diệt vi khuẩn trong các loại trái cây trong khi An Phú sử dụng Cobalt 60 phát tia Gamma, phổ biến hơn ở các nước tiên tiến và phù hợp với nhiều mặt hàng như nông sản, lương thực thực phẩm, sản phẩm công nghiệp.

Về công suất, An Phú và Sơn Sơn đều có công suất khoảng 100 tấn/ngày. Tuy nhiên, khi nhà máy mới của An Phú tại Vĩnh Long đi vào hoạt động dự kiến trong Q3/2011, công suất của An Phú sẽ được nâng cao đáng kể, gần gấp 3 lần so với Sơn Sơn.

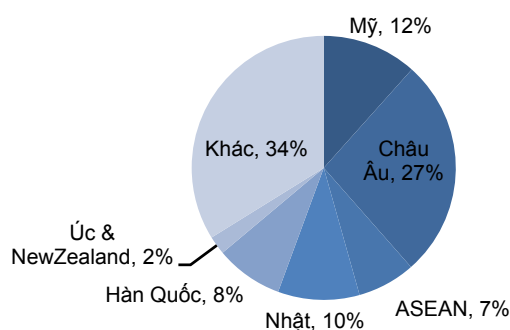
Về vị trí, nhà máy tại Bình Dương của An Phú nằm gần tỉnh Bình Thuận, vùng trồng thanh long chủ yếu của Việt Nam, chiếm 70% sản lượng thanh long cả nước. Nhà máy mới tại Vĩnh Long cũng nằm cạnh khu vực Tiền Giang, Bến Tre và Long An được mệnh danh là cái nôi thanh long của Việt Nam. Nhìn chung, An Phú có lợi thế trong tất cả các khía cạnh về công nghệ, công suất và vị trí nhà máy để đẩy mạnh mảng kinh doanh chiếu xạ trái cây xuất khẩu.

Tiềm năng tăng trưởng và mở rộng thị trường

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. Bốn nước này chiếm 24% tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2010. Với yêu cầu chiếu xạ cá 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.

Hình 2: Thị trường nhập khẩu thủy hải sản Việt Nam (2010)



Nguồn: Vasep

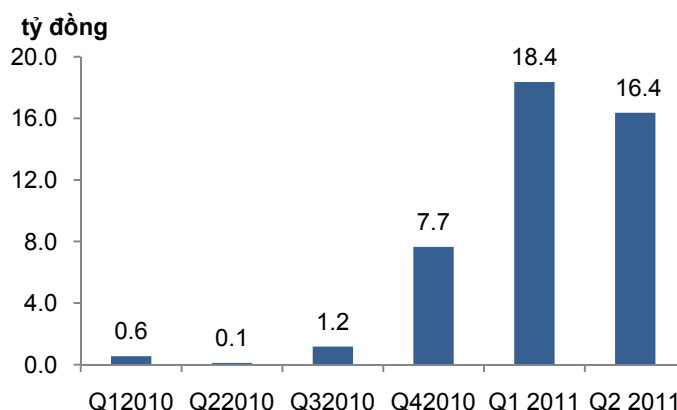
Tính đến năm 2010, sản lượng thủy sản được chiếu xạ tiết trùng chỉ chiếm 3% tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu. Tuy nhiên, trong đầu tháng 6/2010, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 775/QĐ - TTg khuyến khích ứng dụng bức xạ trong nông nghiệp cho đến năm 2020. Quyết định này mở ra triển vọng lạc quan cho APC vì theo đó, Chính phủ sẽ có những chính sách phù hợp và tiến hành đào tạo cán bộ để hỗ trợ ngành. Theo Quyết định này, việc phát triển và ứng dụng bức xạ trong nông nghiệp phải gắn với quá trình công nghiệp hóa và hiện đại hóa nông nghiệp. Chính phủ chủ trương xây dựng quy trình chiếu xạ sau thu hoạch cho những loại rau quả và trái cây chủ yếu, thịt gia súc gia cầm và các sản phẩm thủy sản tươi sống hoặc đông lạnh. Mục tiêu là đến năm 2015, ít nhất 35% tổng sản lượng nông sản xuất khẩu được chiếu xạ và đến năm 2020 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.

Triển vọng lợi nhuận

Kết quả kinh doanh 6 tháng 2011 tăng trưởng ấn tượng. APC công bố kết quả kinh doanh quý 2 với doanh thu đạt 33,19 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 8,36 tỷ đồng, tương ứng tăng 132% về doanh thu và 77% về lợi nhuận so với quý 2/2010. Doanh thu 6 tháng đầu năm 2011 đạt 63,63 tỷ đồng, tăng 147% và lợi nhuận sau thuế đạt 18,38 tỷ đồng, tăng 133% so với cùng kỳ năm 2010.

Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng mạnh là nhờ APC tập trung vào hoạt động chiếu xạ thanh long xuất khẩu, đóng góp 42,5% tổng doanh thu trong nửa đầu năm 2011. Công ty tích cực khai thác những tiềm năng hấp dẫn của hoạt động xuất khẩu trái cây chiếu xạ. Trong tháng 7/2009, APC đã đạt thỏa thuận với APHIS về việc chiếu xạ 16 loại trái cây để xuất khẩu vào thị trường Mỹ. APC hiện đang chiếu xạ thanh long đỏ xuất khẩu, tiếp đến sẽ là chôm chôm, nhãn và vải.

Hình 3: Tăng trưởng doanh thu chiếu xạ thanh long qua các quý



Nguồn: APC

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động xuất khẩu trái cây chiếu xạ thấp hơn so với chiếu xạ thủy sản. Do vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 50,6% trong 6 tháng đầu năm 2010 xuống còn 48,5% trong 6 tháng đầu năm 2011.

Cũng trong 6 tháng đầu năm 2011, APC đã hoàn tất việc xây dựng nhà máy tại khu công nghiệp Bình Minh, tỉnh Vĩnh Long với tổng vốn đầu tư 150 tỷ đồng. Nhà máy dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong tháng 9/2011 với công suất giai đoạn 1 đạt 150 tấn/ngày.

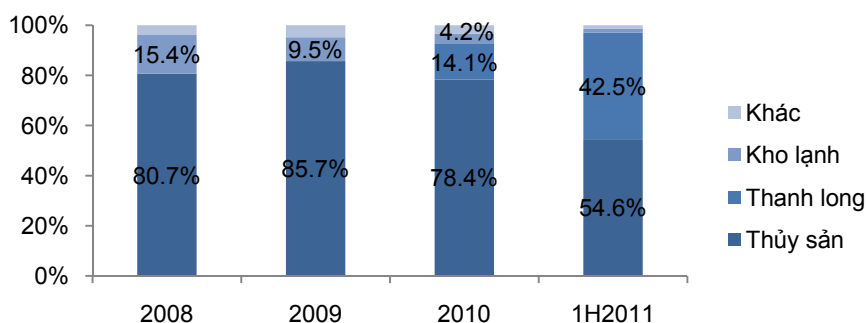
Tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ hoạt động xuất khẩu thanh long chiếu xạ. Năm 2011, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của APC sẽ tăng 79%, đạt 120 tỷ đồng với lợi nhuận ròng tăng 30% lên 32,6 tỷ đồng. Hoạt động chiếu xạ thanh long là chìa khóa quyết định tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, đóng góp 42,5% tổng doanh thu trong nửa đầu năm 2011. APC đang tập trung đẩy mạnh xuất khẩu thanh long chiếu xạ vào thị trường Mỹ.

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

Chúng tôi dự báo trong năm 2011, APC xuất khẩu 1.000 tấn thanh long chiếu xạ và 30.000 tấn thủy sản chiếu xạ, tương ứng tăng 113% và 27% so với năm 2010. Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ giảm từ 57,7% trong năm 2010 xuống 48,7% trong năm nay.

Hình 4: Doanh thu qua các năm và Cơ cấu doanh thu



Nguồn: APC

Chính phủ chủ trương xây dựng quy trình chiếu xạ sau thu hoạch cho những loại rau quả và trái cây chủ yếu, thịt gia súc và gia cầm và các sản phẩm thủy sản tươi sống hoặc đông lạnh. Mục tiêu là đến năm 2015, ít nhất 35% tổng sản lượng nông sản xuất khẩu được chiếu xạ và đến năm 2020 là 70%.

Hiện tại sản lượng thủy sản chiếu xạ chỉ chiếm khoảng 3% tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu. Chúng tôi dự báo sản lượng thủy sản chiếu xạ sẽ tăng trung bình 25%/năm, trong khi sản lượng thủy sản xuất khẩu dự kiến tăng 4%/năm. Như vậy đến năm 2015, tỷ trọng sản lượng thủy sản chiếu xạ chiếm khoảng 7% tổng sản lượng thủy sản xuất khẩu.

	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Thủy sản					
Sản lượng (tấn)	30.000	37.500	46.875	58.594	73.242
Giá bán (đồng/kg)	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Doanh thu thủy sản chiếu xạ (tỷ đồng)	60	75	94	117	146

Xuất khẩu thanh long chiếu xạ dự báo sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới. Chile và Hàn Quốc đã được cho phép nhập khẩu thanh long đỏ của Việt nam với điều kiện thanh long phải được chiếu xạ trước khi xuất khẩu. Trong năm 2011, sản lượng thanh long xuất khẩu sang thị trường Mỹ và Nhật Bản dự kiến sẽ đạt tổng cộng 2.600 tấn, gấp đôi so với năm 2010. Theo Cục bảo vệ thực vật, Đài Loan cũng dự kiến sẽ tiếp tục nhập khẩu thanh long của Việt Nam trong tương lai gần, sau khi cấm nhập khẩu thanh long Việt Nam do thiếu xử lý chiếu xạ trước khi xuất khẩu. Ngoài ra, APC cũng đang xúc tiến việc xuất khẩu thanh long sang Úc và New Zealand vào năm 2012.

Theo ban lãnh đạo APC, ưu tiên hàng đầu hiện nay của Công ty là thiết lập quan hệ hợp tác lâu dài, đáng tin cậy với các chuỗi siêu thị lớn tại Mỹ để đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu trái cây vào thị trường này. Hiện nay, Công ty chỉ mới giao dịch với các nhà phân phối nhỏ tại Mỹ, tuy nhiên, APC đang cố gắng thương lượng với một chuỗi siêu thị để đưa một số

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

loại trái cây chiếu xạ chiến lược vào mạng lưới phân phối này. Với tiềm năng to lớn chưa được khai thác của hoạt động xuất khẩu trái cây chiếu xạ cùng với tầm nhìn chiến lược của công ty đối với hoạt động phân phối trái cây chiếu xạ vào những thị trường phát triển như Mỹ, chúng tôi nhận thấy APC có tiềm năng phát triển mạnh trong phân khúc kinh doanh này. Chúng tôi dự báo sản lượng thanh long xuất khẩu sẽ tăng trung bình 25%/năm trong giai đoạn 2012-2015.

	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Thanh long đỏ					
Sản lượng (kg)	1,000	1,250	1,563	1,953	2,441
Giá bán (đồng/kg)	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Doanh thu thanh long chiếu xạ (tỷ đồng)	60	75	94	117	146
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	120	150	188	234	293

Đối với các loại trái cây khác, chôm chôm vừa nhận được giấy phép từ APHIS/USDA cho phép nhập khẩu vào Mỹ từ tháng 4/2011. Walong – Công ty nhập khẩu tại Mỹ đã được Bộ Nông nghiệp Mỹ (USDA) cho phép nhập khẩu chuyển hàng chôm chôm đầu tiên từ Công ty Thanh long đỏ Việt Nam. Ban giám đốc APC kỳ vọng sẽ xuất khẩu lô hàng chôm chôm đầu tiên sang Mỹ trong quý 4/2011.

Định giá

Chúng tôi lạc quan về hiệu quả hoạt động của APC trên cơ sở đánh giá xu hướng chiếu xạ thực phẩm ngày càng được ưa chuộng, ngành có rào cản gia nhập cao, lợi thế cạnh tranh của APC trong các hoạt động kinh doanh chính, tiềm năng to lớn trong việc mở rộng thị trường chiếu xạ và xuất khẩu thanh long chiếu xạ. Chúng tôi tin rằng APC đang ở giai đoạn đầu của chu kỳ tăng trưởng và tốc độ tăng trưởng sẽ ngày càng gia tăng trong các năm tới.

Chúng tôi khuyến nghị **THÊM VÀO** cho APC, Công ty chiếu xạ niêm yết hàng đầu tại Việt Nam với giá mục tiêu dựa trên mô hình DCF là 14.600 đồng, tăng 19% so với giá đóng cửa là 12.300 đồng. APC đang giao dịch với PER hấp dẫn dự kiến cho năm 2012 là 4,0x và P/B là 0,8x. Chúng tôi ước tính dòng tiền thuần đối với doanh nghiệp (FCFF) cho APC đến năm 2015 và giả định tốc độ tăng trưởng EPS trung bình là 26% trong giai đoạn 2011-2015

Hình 16: Mô hình định giá DCF

	Đơn vị: tỷ đồng.	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EBIT * (1-Thuế)		34	40	53	68	88
Cộng: Khấu hao		10	17	17	17	17
Trừ: Mức tăng Vốn lưu động ròng		6	(27)	(3)	(2)	(3)
Trừ: Đầu tư xây dựng cơ bản		(84)	(5)	(6)	(35)	(44)
FCFF		(34)	25	61	48	58
PV		(28)	17	34	21	21
Tổng các hiện giá		66				
Giá trị năm 2015		108				
Giá trị doanh nghiệp		174				

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

Cộng: tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	5
Trừ: nợ ngắn hạn & dài hạn	12
Giá trị vốn CSH	167
Số cổ phiếu (triệu đơn vị)	11,40
Giá cổ phiếu	14.683

Rủi ro

Nhu cầu không ổn định

Công ty đang gặp nhiều thách thức trong việc tìm kiếm đối tác lâu dài và đáng tin cậy để phân phối ổn định khối lượng lớn thanh long.

Dao động cùng sản lượng thủy sản xuất khẩu

Gần một nửa doanh thu của Công ty đến từ các dịch vụ chiếu xạ, chủ yếu cho các sản phẩm thủy sản xuất khẩu sang Mỹ. Vì vậy, tình hình xuất khẩu thủy sản ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của công ty. Rủi ro biến động kinh tế có thể ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng của công ty.

Chưa được sự ủng hộ rộng rãi từ phía người tiêu dùng.

Mặc dù được hỗ trợ mạnh mẽ từ nhiều cơ quan Chính phủ cùng với các tổ chức quốc gia và quốc tế công nhận, thực phẩm chiếu xạ vẫn chưa phổ biến đối với người tiêu dùng ở nhiều quốc gia cho phép chiếu xạ thực phẩm. Sự giới hạn về hiểu biết và những quan niệm chưa chính xác về chiếu xạ thực phẩm khiến công chúng vẫn còn hoài nghi, do đó thực phẩm chiếu xạ hầu như chưa được nhiều người tiêu dùng hưởng ứng. Điều này chủ yếu là do quan niệm sai lầm và tâm lý sợ hãi thiếu căn cứ về các công nghệ liên quan đến hạt nhân.

Tiến trình khai thác thương mại quy mô lớn đối với công nghệ chiếu xạ thực phẩm diễn ra khá chậm ngay cả khi FAO/IAEA/WHO và Hội đồng chuyên gia chiếu xạ thực phẩm (JECFI) đã đưa ra những khuyến nghị tích cực cho công nghệ này vào năm 1980.

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT
Giám đốc Phân tích kỹ thuật

APC đang dao động ngay dưới ngưỡng kháng cự quan trọng 12.600đ với các chỉ số kỹ thuật trung hạn ít biến động. Chỉ số xung lượng đang dao động trên đường 0 trong khi đường trung bình trượt 7 tuần & 13 tuần đang đi ngang. Nếu cổ phiếu **đóng cửa trên mức 12.600đ sẽ kích hoạt tín hiệu MUA và hướng đến ngưỡng 15.000đ**. Vùng hỗ trợ mạnh nằm trong khoảng 11.500đ – 12.000đ.

Điểm mua vào: khuyến nghị **MUA** trung hạn nếu cổ phiếu đóng cửa trên mức 12.600đ

Đồ thị tuần



Công ty CP Chiêu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

APC: Tóm tắt báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F	Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F
Doanh thu thuần	61	67	120	150	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	(24)	(28)	(62)	(75)	+ Tiền và các khoản tương đương tiền	4	5	6	19
Lợi nhuận gộp	37	39	58	75	+ Đầu tư tài chính ngắn hạn	1	-	-	-
- Chi phí bán hàng	(2)	(5)	(8)	(10)	+ Các khoản phải thu	6	13	18	25
- Chi phí QLDN	(5)	(6)	(10)	(13)	+ Hàng tồn kho	0	0	1	2
Lợi nhuận từ HĐKD	30	28	40	52	+ TS ngắn hạn khác	8	24	24	48
- Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	0	0	(2)	(2)	Tổng TS ngắn hạn	19	43	48	93
- Thu nhập khác	2	(0)	-	-	+ Nguyên giá TSCĐ	97	121	205	210
EBIT	31	28	38	50	- Khấu hao lũy kế	(24)	(31)	(41)	(58)
- Chi phí lãi vay	(1)	(0)	(1)	(7)	+ Tài sản cố định ròng	73	91	164	152
Lợi nhuận trước thuế	31	28	37	43	+ Đầu tư tài chính	0	0	0	0
- Thuế TNDN	(2)	(3)	(4)	(9)	+ TS dài hạn khác	37	31	31	31
Lợi nhuận sau thuế	29	25	33	35	Tổng TS dài hạn	110	122	196	184
- Lợi ích của CĐTS	-	-	-	-	Tổng tài sản	130	165	244	277
LNST công ty mẹ	29	25	33	35					
EPS	3,324	2,191	2,863	3,047	Nợ & Vốn CSH				
EBITDA	36	36	48	67	+ Các khoản phải trả	6	1	8	10
Chi phí khấu hao	(7)	(7)	(10)	(17)	+ Nợ ngắn hạn	2	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	-	9.4%	79.0%	25.0%	+ Nợ ngắn hạn khác	3	5	10	12
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-	(4.8%)	41.0%	31.1%	Phải trả ngắn hạn	10	7	17	22
Tăng trưởng EBIT	-	(9.7%)	34.7%	31.4%	+ Nợ dài hạn	1	12	56	58
Tăng trưởng EPS	-	(34.1%)	30.7%	6.4%	+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					Phải trả dài hạn	1	12	56	58
Tỷ suất LN gộp	61.1%	57.7%	48.7%	50.3%	Tổng nợ phải trả	11	19	73	80
Tỷ suất LN ròng	46.9%	37.4%	27.2%	23.2%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
ROE Dupont	24.2%	18.9%	20.5%	18.9%	+ Thặng dư	-	-	-	-
ROA Dupont	22.1%	17.0%	15.9%	13.3%	+ Vốn điều lệ	86	114	114	114
* Tỷ suất EBIT	51.3%	42.3%	31.9%	33.5%	+ LN chưa phân phối	32	32	57	83
* LNTT/LNST	92.9%	88.8%	88.8%	80.0%	+ LN cổ đông thiểu số	-	-	-	-
* LNTT/EBIT	98.4%	99.5%	96.1%	86.5%	Tổng vốn CSH	119	147	171	197
* Vòng quay tổng tài sản	0.47x	0.45x	0.59x	0.58x	Tổng cộng nguồn vốn	130	165	244	277
Đòn bẩy tài chính	1.09x	1.11x	1.29x	1.42x					
ROIC	23.6%	17.9%	16.9%	14.4%	LCTT (tỷ đồng)	2009	2010	2011F	2012F
Hiệu quả HĐKD					Tiền đầu kỳ	-	4	5	6
Số ngày tồn kho	1.1	3.4	3.4	10.0	Lợi nhuận sau thuế	29	25	33	35
Số ngày phải thu	18.7	53.7	47.3	51.5	+ Khấu hao	7	7	10	17
Số ngày phải trả	42.9	44.6	26.3	43.4	+ Điều chỉnh	(4)	(3)	-	-
Thời gian luân chuyển tiền	(23.1)	12.5	24.4	18.1	+ Thay đổi vốn lưu động	(3)	(2)	6	(27)
Vòng quay hàng tồn kho	333.30x	108.33x	108.33x	36.50x	Lưu chuyển tiền từ HĐKD	29	27	49	25
Khả năng thanh toán					+ Tiền thu từ thanh lý TSCĐ	1	0	-	-
Khả năng TT hiện hành	1.94x	6.40x	2.80x	4.19x	+ Tiền chi mua sắm TSCĐ	(30)	(44)	(84)	(5)
Khả năng TT nhanh	1.93x	6.36x	2.77x	4.10x	+ Thay đổi trong HĐĐT	-	-	-	-
Khả năng TT tiền mặt	0.43x	0.81x	0.35x	0.85x	+ Hoạt động đầu tư khác	-	-	-	-
Nợ/Tài sản (*)	2.1%	7.3%	22.9%	20.8%	Lưu chuyển tiền từ HĐĐT	(10)	(43)	(84)	(5)
Nợ/vốn sử dụng (*)	2.2%	7.6%	24.6%	22.6%	+ Cổ tức đã trả	(8)	(22)	(8)	(9)
Nợ/Vốn chủ sở hữu (*)	2.3%	8.2%	32.7%	29.2%	+ Thay đổi VCSH	-	28	-	-
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1.2%	-	-	-	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	2	(2)	-	-
Nợ dài hạn/Vốn CSH	0.8%	7.3%	22.9%	20.8%	+ Thay đổi nợ dài hạn	1	11	-	-
Khả năng trả lãi vay	62.34x	205.97x	25.96x	7.39x	+ Hoạt động tài chính khác	0	-	-	-
Định giá					Lưu chuyển tiền từ HĐTC	(16)	17	36	(7)
P/E	-	5.05x	3.98x	3.74x	Lưu chuyển tiền thuần	4	1	1	13
P/B	-	0.86x	0.76x	0.66x	Tiền cuối năm	4	5	6	19
EV / EBITDA	-	3.89x	3.83x	2.79x					
Giá trị sổ sách (đồng)	13,807	12,858	15,006	17,291					

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Viet Capital Securities | 10

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Như Hoa xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Công ty CP Chiếu xạ An Phú (HSX: APC)

Thêm vào

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM +84
8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Vũ Thanh Tú, ext 105
CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139
CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140
CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120
CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142
Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Lê Trần Anh Vinh, ext 130
Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Đoàn Chí Thiên, ext 459

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phân tích kỹ thuật

Raphael Wilhelm, CFT
+84 8 3914 3588, ext 134
raphael.wilhelm@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ
+84 8 3914 3588, ext 122
hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.