

**MCK: APC (HSX)**

**CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM**

**NĂM GIỮ DÀI HẠN**

**CHIẾU XẠ**

**ĐỊNH GIÁ 15.995**

**Chuyên viên: Võ Hoàng Chương**

**Email: chuong.vh@vdsc.com.vn**

**ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (25/11/2011)	14.000
Giá cao nhất (52 tuần)	14.400
Giá thấp nhất (52 tuần)	10.600
Số CP đang lưu hành	11.440.600
KLGDQB/phiên (10 phiên gần nhất)	38.814
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	159,0
Trailing P/E x)	6,1
Forward P/E 2011(x)	5,2
P/BV (BV 30/09/11) (x)	1,1

**Đồ thị giá 52 tuần**



Nguồn: HNX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010	9T/2011	2011P	2011(F)
DT	67,1	87,2	119,0	119,4
LNTT	28,3	30,8	39,5	34,2
LNST	25,1	27,2	34,5	30,3
VĐL	114,5	114,5	-	114,5
VCSH	146,6	150,0	-	164,7
TTS	165,4	244,4	-	270,5
ROE	17,1%	-	-	18,4%
ROA	15,2%	-	-	11,2%
EPS (VND)	2.296	2.373	-	2.649
GTSS (VND)	12.806	13.100	-	14.394
Tỷ lệ cổ tức	0%	-	22%	15%

Nguồn: APC, Rong Viet Securities ước tính

Lĩnh vực mà APC đang tham gia còn mới và có tiềm năng tăng trưởng tốt do áp lực cạnh tranh thấp và rào cản gia nhập ngành cao nên đây là cổ phiếu thích hợp để đầu tư dài hạn. Tuy nhiên, với mức định giá vào khoảng 15.995 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 183 tỷ đồng), cao hơn gần 14,3% so với giá tham chiếu ngày 28/11/2011, người phân tích chỉ đưa ra khuyến nghị **Năm Giữ** trong **Dài Hạn** đối với cổ phiếu này. Mặt khác, lợi nhuận dự phóng trong quý 4 và cả năm sau không thật sự khả quan do áp lực chi phí khấu hao của nhà máy mới và lãi vay nên giá cổ phiếu APC có thể giảm trong ngắn hạn. Khi đó, nhà đầu tư có thể trở lại vị thế mua và đầu tư trong dài hạn.

**Mảng chiếu xạ thủy sản và trái cây có khả năng tăng trưởng mạnh.** Hiện tại, sản lượng chiếu xạ thủy sản xuất khẩu chưa đạt tới 4% tổng sản lượng xuất khẩu của cả nước. Các thị trường nhập khẩu thủy sản khó tính yêu cầu sản phẩm phải qua chiếu xạ trong khi các thị trường này chiếm khoảng 26,4% sản lượng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam. Vì vậy, có thể thấy là mảng chiếu xạ thủy sản vẫn còn nhiều tiềm năng. Ngoài ra, APC cũng đang xúc tiến xuất khẩu thanh long vào các thị trường mới như Australia và New Zealand.

**APC là công ty hàng đầu trong lĩnh vực chiếu xạ.** Dự án nhà máy mới hoàn thành trong năm nay đã đưa APC trở thành công ty hàng đầu trong ngành. APC hiện có công suất chiếu xạ hoàn toàn vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh chính là Thái Sơn (thủy sản) và Sơn Sơn (trái cây).

**Kết quả kinh doanh năm 2011 có sự tăng trưởng tốt so với năm 2010.** Lũy kế 9 tháng, sản lượng chiếu xạ thủy sản và thanh long tăng mạnh nên APC đã đạt kết quả kinh doanh tốt với doanh thu đạt 87,2 tỷ và LNST đạt 27,2 tỷ. Dự kiến cả năm 2011, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của APC lần lượt là 119,4 tỷ và 30,3 tỷ.

**Tuy nhiên, đầu tư vào APC vẫn tồn tại một vài rủi ro.** Triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn không khả quan do Công ty phải gánh chịu chi phí khấu hao của nhà máy mới và lãi vay trong khi nhà máy này mới đi vào hoạt động nên cần phải có một khoảng thời gian để phát huy hiệu quả. Ngoài ra, Kết quả kinh doanh của APC phụ thuộc nhiều vào tình hình xuất khẩu thủy sản mà ngành này luôn phải chịu nhiều khó khăn từ các rào cản thị trường và kỹ thuật từ các nước.

**PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG**

Doanh thu và lợi nhuận của APC chủ yếu đến từ chiếu xạ thủy sản và xuất khẩu thanh long. Trong các năm trước, APC không cho thấy được sự tăng trưởng rõ ràng đặc biệt là trong năm 2010 khi ngành thủy sản Việt Nam gặp nhiều bất lợi. Tuy nhiên, sang năm 2011, APC đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu thanh long đã làm kết quả kinh doanh có sự cải thiện đáng kể.

**Doanh thu**

Kết thúc quý 3, doanh thu của APC là 87,2 tỷ, hoàn thành 70% kế hoạch và tăng 100% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do doanh thu từ xuất khẩu thanh long tăng lên 36,9 tỷ trong khi cùng kỳ năm trước chỉ đạt 1,8 tỷ nhờ sản lượng đạt 571 tấn. Ngoài ra, doanh thu từ hoạt động chiếu xạ cũng tăng gần 30% so với cùng kỳ nhờ sản lượng chiếu xạ thủy sản đạt 20.663 tấn, tăng 28,9% so với cùng kỳ.

**Dự phóng doanh thu**

**Chiếu xạ**

Năm 2011, xuất khẩu thủy sản có những chuyển biến tốt nên doanh thu từ mảng chiếu xạ sẽ có sự tăng trưởng mạnh trong năm nay. Ngoài ra, nhà máy mới ở KCN Bình Minh hoàn thành sẽ thúc đẩy sản lượng chiếu xạ trong quý 4. Mặc dù vậy, do nhà máy mới đi vào hoạt động nên trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng công suất chiếu xạ của nhà máy này là 50 tấn/ngày, gần tương đương với công suất của nhà máy Bình Dương trong giai đoạn đầu. Đối với nhà máy Bình Dương, do phải chia sẻ khách hàng với nhà máy mới nên chúng tôi dự phóng công suất của nhà máy Bình Dương trong quý 4 vào khoảng 72 tấn/ngày (bình quân 9 tháng đầu năm gần 92 tấn/ngày). Như vậy, sản lượng chiếu xạ thủy sản trong năm nay là 29.813 tấn.

Do là lĩnh vực được Nhà nước tạo điều kiện phát triển và có tiềm năng tăng trưởng tốt sản lượng chiếu xạ vẫn có sự gia tăng mạnh mẽ trong các năm sau. Trong hai năm tiếp theo, người phân tích dự phóng công suất tổng cộng của APC lần lượt là 130 tấn/ngày và 155 tấn/ ngày nên sản lượng chiếu xạ thủy sản tương ứng là 39.000 tấn và 46.500 tấn. Từ năm 2014, giai đoạn 2 của nhà máy mới được hoàn thành sẽ tiếp tục gia tăng năng lực hoạt động của Công ty. Chúng tôi dự phóng tổng công suất của APC vào năm 2014 và 2015 lần lượt là 190 tấn/ngày và 225 tấn/ngày nên sản lượng thủy sản chiếu xạ trong các năm này là 57.000 tấn và 67.500 tấn.

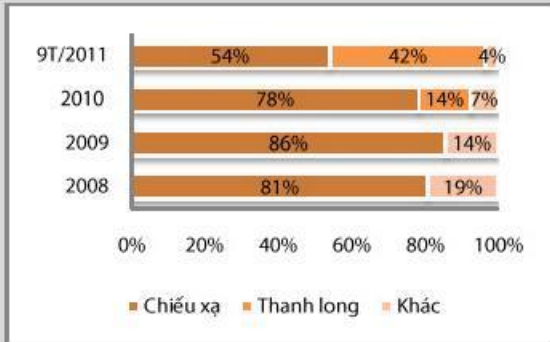
Giá chiếu xạ thủy sản hiện tại từ 1.800 – 2.200 đồng/kg tùy theo đối tượng khách hàng. Chúng tôi dự phóng giá chiếu xạ thủy sản bình quân năm nay là 2.000 đồng/kg. Trong các năm tiếp theo, tốc độ tăng giá là 3%/năm, tương đương với mức tăng trong các năm gần đây.

Bên cạnh thủy sản, các mảng chiếu xạ khác như trái cây, thực phẩm, đông nam dược cũng đóng góp tỷ lệ tương đối (khoảng 10-12%) vào doanh thu chiếu xạ. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ này là 11% trong suốt khoảng thời gian dự báo.

**Xuất khẩu thanh long**

Trong năm nay, xuất khẩu thanh long có sự tăng trưởng mạnh mẽ khi Công ty đã tìm được đối tác tiêu thụ ở thị trường Mỹ. Lũy kế 6 tháng, APC đã xuất khẩu được 525 tấn thanh long nhưng sang quý 3 sản lượng xuất khẩu chỉ đạt 46 tấn

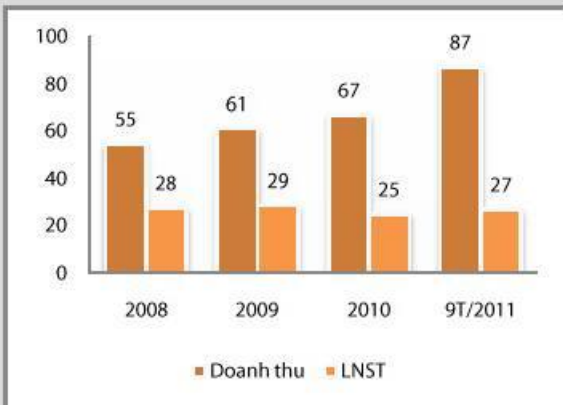
**Cơ cấu doanh thu qua các năm:**



Nguồn: APC và Rong Viet Securities ước tính

**Doanh thu và LNST qua các năm:**

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC APC

do đang vào mùa thanh long ở Mỹ. Trong quý 4, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ thanh long sẽ phục hồi và đạt khoảng 200 tấn. Như vậy, tổng sản lượng xuất khẩu cả năm đạt 771 tấn. Trong các năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng mảng hoạt động này có khả năng tăng trưởng cao do thị trường Mỹ vẫn còn nhiều tiềm năng để khai thác và APC có thể tìm kiếm các thị trường mới. Tốc độ tăng trưởng sản lượng năm 2012 dự phóng đạt mức 30% và sẽ giảm dần về 20% trong các năm tiếp theo.

Giá bán bình quân trong 6 tháng đầu năm là 66.127 đồng/kg nhưng trong quý 3 giảm xuống còn 46.707 đồng/kg. Sang quý 4, nhiều khả năng giá bán cũng sẽ được phục hồi nên chúng tôi dự phóng giá bán trong quý 4 là 60.000 đồng/kg. Do đó, giá bán bình quân trong cả năm nay là 63.379 đồng/kg. Trong các năm sau, giá bán bình quân dự phóng tăng mỗi năm 4-5%/năm.

*Các hoạt động khác*

APC cũng tham gia vào các mảng hoạt động khác như cho thuê kho lạnh và bốc xếp. Trong năm 2010, doanh thu từ mảng này chiếm khoảng 7,5% tổng doanh thu của APC. Với sự gia tăng mạnh mẽ của mảng chiếu xạ và xuất khẩu thanh long, lũy kế 9 tháng năm nay, tỷ trọng trong doanh thu của các hoạt động khác chỉ còn 3,6%. Chúng tôi dự phóng tỷ lệ này là 3% cho cả năm nay và trong các năm sau giảm xuống còn 2%.

Dự phóng doanh thu	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Khoản mục</b>						
Sản lượng thủy sản (tấn)	23.630	29.813	39.000	46.500	57.000	67.500
Giá chiếu xạ thủy sản (đồng/kg)	1.995	2.000	2.060	2.122	2.185	2.251
Sản lượng thanh long (tấn)	187	771	1.002	1.273	1.566	1.879
Giá bán thanh long (đồng/kg)	50.729	63.379	65.914	68.880	71.635	74.859
<b>Doanh thu</b>						
Chiếu xạ (tỷ đồng)	52,5	67,0	90,3	110,9	140,0	170,7
Xuất khẩu thanh long (tỷ đồng)	9,5	48,9	66,1	87,7	112,2	140,6
Khác (tỷ đồng)	5,0	3,6	3,2	4,1	5,1	6,4
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>67,1</b>	<b>119,4</b>	<b>159,5</b>	<b>202,6</b>	<b>257,3</b>	<b>317,7</b>

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

**Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động:**

Chỉ số	2008	2009	2010	9T/2011
Lãi gộp/DT	64,7%	61,1%	57,7%	51,3%
Lãi hoạt động/DT	55,0%	48,7%	42,3%	31,6%
LNST/DT	50,9%	46,9%	37,4%	31,1%
ROE	29,5%	24,2%	17,1%	-
ROA	24,0%	22,1%	15,2%	-

Nguồn: BCTC APC và Rong Viet Securities tổng hợp

**Khả năng sinh lợi**

Lũy kế 9 tháng năm 2011, tỷ suất lãi gộp của APC vẫn tiếp tục xu hướng giảm chủ yếu là do mảng xuất khẩu thanh long có tỷ suất lãi gộp thấp (khoảng 33,6%) có sự gia tăng mạnh mẽ chiếm 42% cơ cấu doanh thu. Trong khi đó, mặc dù vẫn có sự tăng trưởng tốt nhưng mảng chiếu xạ tạo ra tỷ suất lãi gộp cao hơn chỉ chiếm 54% trong cơ cấu doanh thu thay vì 78% như trong năm trước.

Mặt khác, mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng mạnh nhưng chỉ số chi phí bán hàng trên doanh thu vẫn có sự gia tăng và đạt 14,1% (cùng kỳ là 5,4%) là do các chi phí liên quan đến xuất khẩu thanh long tăng mạnh. Trong khi đó, chỉ

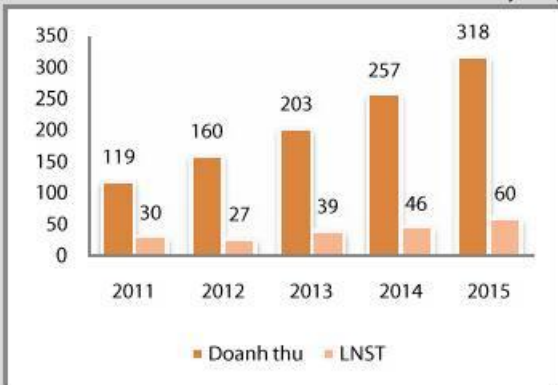
**Dự phóng tỷ suất lãi gộp:**

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Chiếu xạ	61,1%	53,0%	53,7%	47,6%	48,0%
Thanh long	32,0%	30,5%	31,0%	30,5%	31,0%
Khác	40,0%	38,0%	37,0%	36,0%	35,0%
Lãi gộp	48,6%	43,4%	43,5%	39,9%	40,2%

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

**Dự phóng doanh thu và lợi nhuận:**

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

số chi phí quản lý trên doanh thu giảm từ 9,8% xuống còn 5,5%. Do đó, chỉ số lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu giảm từ 42,3% còn 31,6%. Về các hoạt động tài chính, với ngoại tệ thu được từ xuất khẩu thanh long đã tạo ra cho Công ty khoản lãi chênh lệch tỷ giá gần 3,5 tỷ. Nhờ đó, chỉ số LNST/DT ít sụt giảm so với cùng kỳ hơn chỉ số lãi hoạt động/DT.

**Dự phóng khả năng sinh lợi**

*Tỷ suất lãi gộp*

Lũy kế 9 tháng, tỷ suất lãi gộp đối với mảng xuất khẩu thanh long là 33,5%. Ngoài ra, trong các năm trước, tỷ suất lãi gộp của hoạt động khác vào khoảng 40%, người phân tích giả định tỷ suất lãi gộp của mảng khác không thay đổi trong năm nay. Do đó, tỷ suất lãi gộp của mảng chiếu xạ lũy kế 9 tháng được ước tính vào khoảng 65,9%. Trên cơ sở ước tính chi phí khấu hao tăng thêm do nhà máy mới hoàn thành và sản lượng hoàn thành trong quý 4, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp của các mảng trong năm 2011 như trong bảng bên cạnh.

Năm 2012, APC phải chịu chi phí khấu hao nhà máy mới trọn cả năm nên mặc dù sản lượng chiếu xạ và thanh long có sự tăng trưởng nhưng tỷ suất lãi gộp của các mảng này lại bị sụt giảm. Sang năm 2013, tỷ suất lãi gộp được dự báo sẽ cải thiện nhẹ do sản lượng tiếp tục có sự gia tăng làm cải thiện hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, đến năm 2014, giai đoạn 2 của nhà máy mới được hoàn thành làm gia tăng chi phí khấu hao nên tỷ suất lãi gộp lại bị sụt giảm và cũng được dự báo sẽ tăng nhẹ trở lại trong năm 2015 tương tự như giai đoạn 2012 – 2013.

Đối với mảng hoạt động khác, người phân tích dự phóng tỷ suất lãi gộp sẽ giảm dần trong các năm sau. Tuy nhiên, mảng này chỉ có tỷ trọng nhỏ và không ảnh hưởng đáng kể đến việc định giá Công ty.

*Lợi nhuận*

Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của APC trong 6 tháng đầu năm nay tăng mạnh lên 16,7% nhưng trong quý 3 lại giảm xuống còn 7,1% do xuất khẩu thanh long trong quý này không đáng kể. Bước sang quý 4, do dự phóng mảng xuất khẩu thanh long sẽ phục hồi nên chúng tôi dự phóng tỷ lệ này cho cả năm nay là 14,4%. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu lũy kế 9 tháng giảm còn 5,5% do doanh thu tăng mạnh. Người phân tích dự phóng tỷ lệ này cho cả năm nay là 5,3% do doanh thu dự báo tăng mạnh trong quý 4. Trong các năm tiếp theo, tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu sẽ giảm dần do doanh thu tăng trưởng tốt trong thời gian tới.

Doanh thu từ hoạt động tài chính của APC chủ yếu đến từ chênh lệch tỷ giá (3,5 tỷ) còn chi phí tài chính đến hết quý 3 vẫn còn ít. Tuy nhiên, tình hình có thể có nhiều thay đổi trong quý 4 khi APC phải thanh toán các khoản lãi vay đến hạn trả. Dựa trên lãi vay và các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn phát sinh đến quý 3, chi phí lãi vay năm nay được ước tính khoảng 3,8 tỷ. Trong các năm sau, chi phí lãi vay được ước tính dựa trên các khoản nợ vay đầu kỳ và lãi suất áp dụng.

Dựa trên những dự phóng trên, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của APC trong năm 2011 lần lượt là 119,4 tỷ và 30,3 tỷ, tương đương mức EPS là 2.649 đồng/cp.

**Cấu trúc tài chính**

Kết thúc quý 3, do đầu tư vào dự án nhà máy mới nên chỉ số TSCĐ/TTS đã tăng lên đáng kể so với đầu năm. Ngoài ra, để tài trợ cho dự án này APC đã phải vay thêm gần 67,5 tỷ làm cho chỉ số vay dài hạn/TTS và tổng nợ/TTS tăng lên đáng kể. Bên cạnh đó, lượng tiền mặt của Công ty cũng bị giảm xuống mức thấp và nhiều khả năng APC phải vay thêm nợ để đáp ứng nhu cầu về vốn trong thời gian tới.

*Dự phóng cấu trúc tài chính*

Về đầu tư vào tài sản cố định, năm 2011, APC hoàn thành giai đoạn 1 của dự án nhà máy mới ở KCN Bình Minh có vốn đầu tư dự kiến là 150 tỷ. Như vậy, Công ty phải đầu tư thêm gần 112 tỷ trong năm nay. Trong các năm tiếp theo, APC sẽ đầu tư khoảng 100 tỷ vào giai đoạn 2 của dự án này và dự kiến hoàn thành vào năm 2014. Người phân tích dự phóng vốn đầu tư trong 3 năm tiếp theo lần lượt là 31 tỷ, 55 tỷ và 26 tỷ. Sang năm 2015, vốn đầu tư chỉ còn khoảng 10 tỷ để bắt đầu thay thế các máy móc đã xuống cấp.

Với lượng tiền mặt hiện có và triển vọng lợi nhuận trong quý 4, APC phải vay thêm nợ trong năm nay để đáp ứng nhu cầu về vốn. Người phân tích dự phóng số dư nợ dài hạn vào cuối năm nay khoảng 90 tỷ. Do đó, chỉ số tổng nợ trên tổng tài sản đạt khoảng 39,1%. Trong các năm tiếp theo, với nguồn tiền tạo ra, Công ty có thể không cần vay thêm nợ để tài trợ các dự án đầu tư. Do đó, chỉ số tổng nợ trên tổng tài sản giảm dần về 26,4% trong năm 2015. Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

**Định giá**

Chúng tôi chỉ sử dụng phương pháp FCFF để định giá APC do các công ty khác hoạt động trong lĩnh vực này vẫn chưa niêm yết nên không thể sử dụng các phương pháp so sánh như P/E và P/BV. Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn đến hết năm 2015 được ước tính là 22,4%. Sau năm 2015, chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được dự báo là 19,6% và 5%.

**Bảng dự phóng dòng tiền**

Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>30,3</b>	<b>27,3</b>	<b>39,0</b>	<b>45,8</b>	<b>60,3</b>
+ Khấu hao	10,6	21,0	21,4	30,2	31,1
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	3,0	7,5	8,0	6,6	5,0
<b>Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động</b>	<b>43,9</b>	<b>55,8</b>	<b>68,5</b>	<b>82,7</b>	<b>96,4</b>
Thay đổi vốn lưu động	-5,0	-10,9	-10,0	-13,0	-12,9
Chi phí đầu tư thuần	-112,7	-31,2	-54,9	-26,6	-9,9
<b>DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY</b>	<b>-73,8</b>	<b>13,8</b>	<b>3,6</b>	<b>43,1</b>	<b>73,5</b>

*Nguồn: Rong Viet Securities ước tính*

Với những thông số như trên, chúng tôi ước tính giá trị của mỗi cổ phiếu APC vào khoảng 15.995 đồng.

**Cấu trúc tài chính:**

Cấu trúc tài sản	2008	2009	2010	9T/2011
Tiền/TTS	0,6%	3,3%	3,3%	0,4%
Phải thu/TTS	5,4%	9,7%	20,4%	18,5%
HTK/TTS	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%
TSCĐ/TTS	51,0%	56,6%	54,8%	67,7%
<b>Cấu trúc vốn</b>				
Nợ ngắn hạn/TTS	16,3%	7,8%	4,0%	6,1%
Tổng nợ/TTS	18,7%	8,6%	11,3%	38,6%
Vay ngắn hạn/TTS	6,9%	1,2%	0,0%	0,9%
Vay dài hạn/TTS	2,3%	0,8%	7,3%	32,5%

*Nguồn: BCTC APC và Rong Viet Securities tổng hợp*

**CTCP CHIẾU XẠ AN PHÚ**

Ấp 1B, Xã An Phú, Huyện Thuận An,  
Tỉnh Bình Dương  
ĐT: (84 – 65) 3712292

Website: <http://www.apic.com.vn>

**Thành lập:** năm 2003

**Nhân viên:**

**Quản trị - Điều hành**

- Võ Hữu Hiệp, CT. HĐQT
- Phan Minh Anh Ngọc, PCT.HĐQT
- Trần Ngọc Thành, TV.HĐQT
- Nguyễn Đức Thắng, TV.HĐQT
- Lê Việt Hà, TV.HĐQT
- Vương Đình Khoát, TGD
- Lê Cảnh Dương, PTGD
- Nguyễn Đắc Đoàn, KTT

**Sơ lược các công ty trong ngành:**

Công ty	Vị trí	Công suất	Sản phẩm
Sơn Sơn	Bình Tân	100 tấn/ngày	Trái cây
Thái Sơn	Cần Thơ	100 tấn/ngày	Thủy sản
An Phú	Bình Dương	100 tấn/ngày	Thủy sản và trái cây
	Vĩnh Long	100 tấn/ngày	

*Nguồn: APC*

**THÔNG TIN TỔNG QUAN****CÔNG TY**

Công ty CP Chiếu Xạ An Phú (APC) được thành lập năm 2003 và bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 05/2005. Hiện tại, cổ đông lớn của Công ty gồm Quỹ Tầm Nhìn SSI (12,7%), Cao Su Bà Rịa (10,9%) và Caledonia Investments (6,5%).

**Hoạt động kinh doanh****Sản phẩm chính**

Hoạt động chính của APC bao gồm chiếu xạ thực phẩm và trái cây xuất khẩu nhằm để tiêu diệt vi sinh vật gây bệnh và côn trùng; và kéo dài sự sống. Việc chiếu xạ là do chính phủ ở các nước nhập khẩu hoặc đối tác yêu cầu nhằm đảm bảo tiêu chuẩn vệ sinh an toàn thực phẩm. Thủy sản và trái cây xuất khẩu là hai đối tượng chiếu xạ chủ yếu.

Trước năm 2011, doanh thu của APC chủ yếu đến từ chiếu xạ thủy sản với doanh thu từ mảng này chiếm hơn 70%. Tuy nhiên, sang năm 2011, sau khi ký kết được hợp đồng với đối tác ở Mỹ, APC tự thu mua thanh long về chiếu xạ và xuất khẩu sang Mỹ. Nhờ đó, doanh thu từ mảng này tăng lên đáng kể và chiếm khoảng 42% cơ cấu doanh thu trong 6 tháng đầu năm nay.

**Năng lực sản xuất**

APC hiện có 2 nhà máy đang hoạt động trong đó một đặt tại Bình Dương và một đặt ở KCN Bình Minh ở Vĩnh Long. Nhà máy ở Bình Dương được hình thành từ lúc Công ty bắt đầu đi vào hoạt động và bao gồm hai dây chuyền chiếu xạ trong đó có một dây chuyền có khả năng vừa chiếu xạ thủy sản và trái cây (có chứng nhận đạt tiêu chuẩn chiếu xạ trái cây xuất khẩu sang thị trường Mỹ). Công suất chiếu xạ hiện tại ở nhà máy này là 100 tấn/ngày/2 dây chuyền.

Nhà máy Bình Dương nằm ở vị trí không thuận lợi do cách xa các tỉnh chuyên nuôi trồng và chế biến thủy sản. Vì vậy, APC đã đầu tư xây dựng nhà máy mới ở Vĩnh Long với tổng vốn đầu tư là 150 tỷ và đã được khánh thành trong tháng 9 năm nay. Nhà máy này có một dây chuyền có khả năng chiếu xạ thủy sản và trái cây nhưng do chưa có chứng nhận đạt chuẩn chiếu xạ trái cây xuất khẩu sang Mỹ nên hiện vẫn đang chỉ được sử dụng chiếu xạ thủy sản (đang tiến hành các thủ tục xin giấy chứng nhận). Công suất của nhà máy này vào khoảng 90-100 tấn/ngày. Khi giai đoạn 2 của dự án được hoàn thành (theo kế hoạch là năm 2013), công suất của nhà máy có thể tăng lên 200 tấn/ngày.

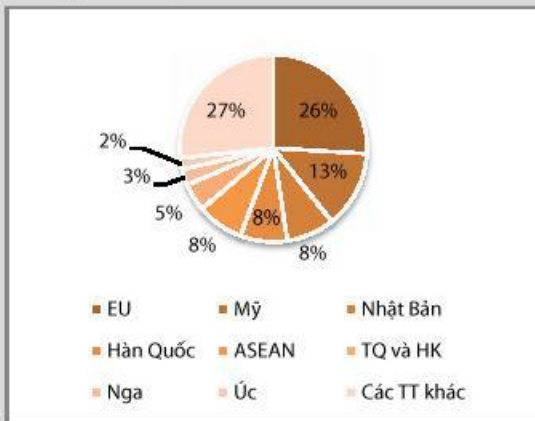
**Chi phí**

Chi phí cho nguồn chiếu chiếm gần 20% giá vốn hàng bán. Nguồn chiếu có chu kỳ bán rã 5 năm và sau mỗi hai năm công ty sẽ bổ sung nguồn chiếu một lần để đảm bảo tác dụng chiếu xạ. Chi phí khấu hao hiện chiếm khoảng 12% giá vốn nhưng chi phí này sẽ tăng lên đáng kể trong thời gian tới do nhà máy mới đi vào hoạt động.

Ngoài ra, trong năm nay APC đẩy mạnh hoạt động thu mua thanh long để xuất khẩu nên giá vốn hàng bán của APC tăng mạnh. Chi phí này chiếm khoảng 18-19% giá vốn hàng bán của Công ty. Chi phí nhân công chiếm khoảng 15-17% giá vốn và còn lại là các chi phí khác.

**Thị trường tiêu thụ và vị thế của công ty**

Hiện tại mức độ cạnh tranh là không cao do chỉ có 3 công ty đang hoạt động

**Cơ cấu sản lượng xuất khẩu thủy sản theo thị trường 7 tháng đầu năm 2011:**

Nguồn: VASEP

kinh doanh trong mảng này là APC, Thái Sơn và Sơn Sơn trong đó APC đang là công ty hàng đầu trong ngành. Đối với mảng chiếu xạ thủy sản, đối thủ cạnh tranh chính là Thái Sơn với công suất chiếu xạ gần tương đương nhà máy của APC ở Bình Dương và cũng sử dụng công nghệ chiếu xạ bằng tia Gamma. Trước đây, Thái Sơn có lợi thế lớn về mặt địa lý do nhà máy nằm gần vùng nuôi trồng thủy sản nhưng với việc hoàn thành nhà máy mới ở Vĩnh Long, năng lực cạnh tranh của APC đã được tăng lên đáng kể.

Đối với mảng chiếu xạ trái cây, đối thủ chính của APC là công ty Sơn Sơn sử dụng công nghệ tia X chuyên chiếu xạ các sản phẩm trái cây. Công ty này cũng có chứng nhận đạt tiêu chuẩn chiếu xạ trái cây xuất khẩu sang Mỹ. Xét về năng lực sản xuất, với hai dây chuyền (một ở Bình Dương và một ở Vĩnh Long) có khả năng chiếu xạ trái cây thì công suất của APC đã vượt trội so với Sơn Sơn. Ngoài ra, dây chuyền mới ở Vĩnh Long cũng nằm gần với vùng trồng trọt thanh long ở miền Tây hơn.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Mảng hoạt động mà APC đang tham gia có tiềm năng tăng trưởng tốt do đây là một lĩnh vực mới phát triển ở Việt Nam nên thị trường tiềm năng vẫn còn nhiều. Hiện tại, sản lượng chiếu xạ thủy sản xuất khẩu chưa đạt tới 4% tổng sản lượng xuất khẩu của cả nước. Các thị trường nhập khẩu thủy sản khó tính như Mỹ, Úc, Nhật Bản và Nga yêu cầu sản phẩm phải qua chiếu xạ trong khi các thị trường này chiếm khoảng 26,4% sản lượng xuất khẩu thủy sản của Việt Nam. Bên cạnh đó, các thị trường nhập khẩu khác cũng có thể sẽ áp dụng yêu cầu này khi các tiêu chuẩn về an toàn thực phẩm ngày càng cao. Vì vậy, có thể thấy là mảng chiếu xạ thủy sản vẫn còn nhiều tiềm năng. Ngoài ra, APC cũng đang xúc tiến xuất khẩu thanh long vào các thị trường mới như Australia và New Zealand.

Mặt khác, rào cản gia nhập ngành là rất cao do lĩnh vực phóng xạ là một lĩnh vực nhạy cảm và có tính chuyên biệt cao. Để thành lập một công ty mới hoạt động trong lĩnh vực này cần khoảng thời gian vài năm để đáp ứng các yêu cầu và tiêu chuẩn kỹ thuật nhằm đảm bảo tính an toàn trong quá trình hoạt động và để được cấp các giấy phép có liên quan. Vì vậy, số lượng các công ty hoạt động trong mảng này vẫn sẽ duy trì ở mức thấp trong tương lai.

**Rủi ro**

Kết quả kinh doanh của APC phụ thuộc nhiều vào tình hình xuất khẩu thủy sản trong khi ngành này luôn phải chịu nhiều khó khăn từ các rào cản thị trường và kỹ thuật từ các nước như các vụ kiện bán phá giá và rắc rối trong thủ tục nhập khẩu. Mặc dù trong thời gian gần đây, APC đã phát triển thêm mảng xuất khẩu thanh long để giảm sự phụ thuộc vào thủy sản tuy nhiên mảng này vẫn đang đóng góp quan trọng vào kết quả kinh doanh của Công ty.

Ngoài ra, tâm lý của người tiêu dùng vẫn còn e ngại các sản phẩm đã được xử lý qua chiếu xạ nên tốc độ tăng trưởng có thể không nhanh như dự kiến mặc dù các nhà khoa học đã chứng minh các sản phẩm này không gây ra tác hại nào. Bên cạnh đó, mặc dù xác suất xảy ra là rất thấp nhưng nếu có bất kỳ sự cố kỹ thuật nào xảy ra trong quá trình hoạt động làm ảnh hưởng đến môi trường xung quanh thì Công ty có thể bị ngừng hoạt động.

**PHỤ LỤC**

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu thuần	54,7	61,3	67,1	119,4
Giá vốn	19,3	23,8	28,4	61,4
<b>Lãi gộp</b>	<b>35,4</b>	<b>37,5</b>	<b>38,7</b>	<b>58,0</b>
Chi phí bán hàng	1,7	2,3	4,5	17,2
Chi phí quản lý	3,6	5,4	5,8	6,3
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>30,1</b>	<b>29,8</b>	<b>28,4</b>	<b>34,5</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	0,5	1,1	0,0	(0,1)
Lợi nhuận khác	(0,0)	0,0	(0,2)	(0,1)
<b>EBIT</b>	<b>32,0</b>	<b>31,4</b>	<b>28,4</b>	<b>38,0</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>30,6</b>	<b>30,9</b>	<b>28,3</b>	<b>34,2</b>
Thuế TNDN	2,7	2,2	3,2	3,9
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>27,8</b>	<b>28,7</b>	<b>25,1</b>	<b>30,3</b>

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010	2011E
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-	12,0%	9,4%	78,1%
Lợi nhuận HĐKD	-	-0,9%	-4,8%	21,5%
EBIT	-	-1,7%	-9,6%	33,9%
Lợi nhuận trước thuế	-	1,1%	-8,6%	21,2%
Lợi nhuận sau thuế	-	3,2%	-12,6%	20,8%
Tổng tài sản	-	12,2%	27,2%	63,6%
Vốn chủ sở hữu	-	26,0%	23,5%	12,3%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	29,5%	24,2%	17,1%	11,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	64,7%	61,1%	57,7%	48,6%
LN HĐKD / Doanh thu	55,0%	48,7%	42,3%	28,9%
EBIT/ Doanh thu	58,4%	51,3%	42,4%	31,8%
LNTT/ Doanh thu	55,9%	50,4%	42,2%	28,7%
LNST/ Doanh thu	50,9%	46,9%	37,4%	25,4%
ROA	24,0%	22,1%	15,2%	11,2%
ROIC or RONA	28,7%	24,0%	15,8%	11,9%
ROE	29,5%	24,2%	17,1%	18,4%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay khoản phải thu	8,7	4,9	2,0	2,7
Vòng quay hàng tồn kho	158,2	333,3	108,3	125,0
Vòng quay khoản phải trả	1,8	2,8	4,3	5,5
Vòng quay TSCĐ	0,9	1,0	1,3	0,6
Vòng quay Tổng tài sản	0,5	0,5	0,4	0,4
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	1,5	1,9	6,5	3,2
Nhanh	1,5	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	1,1	0,5	0,8	0,2
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	22,9%	9,5%	12,8%	64,3%
Tổng nợ / Tổng tài sản	18,7%	8,6%	11,3%	39,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	8,5%	1,3%	0,0%	2,9%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	2,9%	0,9%	8,2%	54,7%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2008	2009	2010	2011
Tiền	0,7	4,3	5,5	3,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20,7	1,2	-	-
Các khoản phải thu	6,3	12,6	33,7	44,8
Tồn kho	0,1	0,1	0,3	0,5
Tài sản ngắn hạn khác	0,1	1,3	3,7	1,8
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>27,9</b>	<b>19,5</b>	<b>43,1</b>	<b>51,0</b>
Tài sản cố định hữu hình	51,2	52,3	45,9	181,3
Nguyên giá	68,7	75,9	76,5	226,9
Khấu hao	(17,4)	(23,7)	(30,5)	(45,7)
Tài sản cố định vô hình	7,8	7,4	6,8	6,4
Nguyên giá	8,2	8,2	8,0	8,0
Khấu hao	(0,4)	(0,8)	(1,2)	(1,6)
Xây dựng cơ bản dở dang	-	13,8	37,9	-
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	1,9
Tài sản dài hạn khác	28,9	36,9	31,5	30,0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>87,9</b>	<b>110,5</b>	<b>122,2</b>	<b>219,6</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>115,8</b>	<b>130,0</b>	<b>165,4</b>	<b>270,5</b>

<b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>	<b>18,9</b>	<b>10,1</b>	<b>6,7</b>	<b>15,9</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	0,2	5,6	1,3	0,9
Khoản phải trả ngắn hạn khác	10,6	2,9	5,4	10,2
Vay và nợ ngắn hạn	8,0	1,6	-	4,8
<b>Các khoản phải trong dài hạn</b>	<b>2,7</b>	<b>1,1</b>	<b>12,1</b>	<b>90,0</b>
Vay và nợ dài hạn	2,7	1,1	12,0	90,0
Khoản phải trả dài hạn khác	-	0,0	0,0	-
<b>Tổng nợ</b>	<b>21,6</b>	<b>11,2</b>	<b>18,7</b>	<b>105,9</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>92,1</b>	<b>117,5</b>	<b>146,6</b>	<b>164,7</b>
Vốn đầu tư của CSH	86,4	86,4	114,5	114,5
Thặng dư vốn	-	-	-	-
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	(0,1)	(0,1)
Lợi nhuận giữ lại	3,4	25,5	22,9	37,2
Quỹ đầu tư và phát triển	-	1,7	5,5	9,3
Quỹ dự phòng tài chính	2,3	3,7	3,7	3,7
Khác	-	0,2	0,0	-
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	-	-
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>94,2</b>	<b>118,7</b>	<b>146,6</b>	<b>164,7</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>115,8</b>	<b>130,0</b>	<b>165,4</b>	<b>270,5</b>

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2008	2009	2010	2011E
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	8,6	8,6	11,4	11,4
Giá trị thị trường cuối năm			11.100	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	3.222	3.324	2.296	2.649
Giá trị sổ sách (VND)	10.656	13.596	12.806	14.394
Cổ tức (tiền mặt) VND	-	2.500	2.000	2.200
P/E (x)	-	-	4,8	-
P/B (x)	-	-	0,9	-
Dividend Yield (%)	-	-	18,0%	-



**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

<b>Ngày phát hành</b>	<b>Loại báo cáo</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Giá tại ngày phát hành</b>	<b>Giá định giá</b>
-----------------------	---------------------	--------------------	-------------------------------	---------------------

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**