

CẬP NHẬT APC- KHUYẾN NGHỊ MUA



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	Mua mạnh
Giá kỳ vọng	20.000
Giá thị trường	18.400
Triển vọng 1 tháng	Đi ngang
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	11,82
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	217
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	175
Sở hữu nước ngoài (%)	10.80%
Giá cp (đ/cp) tại ngày 23/06/2015	18.400
KLTB 10 ngày (cp)	45.701
Giá thấp nhất 52T (đ)	12.400
Giá cao nhất 52T (đ)	21.700
+/- 7 ngày qua	0%
+/- 1 tháng qua	3,4%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu APC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 20.000 đồng/cp (upside 8,7%) theo phương pháp FCFE. Thị giá APC khá hấp dẫn với P/E hiện tại là 8,8x. APC hoạt động trong ngành có tính chất độc quyền, rào cản gia nhập ngành cao. Công ty đã vượt qua giai đoạn khó khăn trong các năm 2012, 2013. Kết quả kinh doanh có nhiều chuyển biến tích cực, lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng tăng nhờ tăng doanh thu, duy trì biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 50%) và giảm mạnh chi phí lãi vay.

Kết quả kinh doanh kỳ vọng khả quan.

- **Giá chiếu xạ thủy sản tăng từ 20-25%.** Do Thái Sơn và APC, 2 công ty duy nhất chiếu xạ thủy sản tại Việt Nam chuyển từ hình thức đối thủ cạnh tranh sang quan hệ sở hữu và tiến tới hợp nhất kinh doanh.
- **Nhu cầu chiếu xạ trái cây tươi tăng** do trái vải, nhãn qua chiếu xạ được cấp phép xuất khẩu sang thị trường Hoa Kỳ (tháng 10/2014) và Australia (tháng 5/2015). Hiện cả nước có 2 công ty sở hữu nhà máy chiếu được phép chiếu xạ trái cây tươi là CTCP Chiếu xạ An Phú và CT chiếu xạ Sơn Sơn, đều đặt tại miền Nam. Công suất chiếu xạ của APC cao gấp 3 lần của Sơn Sơn. Điều này được kỳ vọng làm tăng sản lượng chiếu xạ và biên lợi nhuận của công ty (do đặc thù hoạt động của APC có chi phí cố định lớn).
- **Tiết giảm chi phí điện, chi phí lãi vay.**

Dự báo kết quả kinh doanh 2015: Chúng tôi dự báo năm 2015 doanh thu và lợi nhuận sau thuế của APC lần lượt đạt 110 tỷ đồng (+13% yoy) và 30 tỷ đồng (+18% yoy), tương đương EPS là 2.463 đồng/cp.

Rủi ro: Rủi ro quản trị. Rủi ro tăng vốn điều lệ, đầu tư xây dựng nhà máy mới.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	116	101	92	98	110
% tăng trưởng y-o-y	73%	-13%	-9%	7%	13%
Tổng tài sản (tỷ đ)	276	249	222	221	223
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	155	153	157	172	188
Vốn điều lệ (tỷ đ)	114	114	114	120	120
CPLH bình quân (Tr cp)	11	11	11	12	12
LN sau thuế (tỷ đ)	35	13	16	25	30
% tăng trưởng y-o-y	38%	-63%	20%	61%	18%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3,020	1,132	1,360	2,080	2,463
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,543	13,403	13,759	14,270	15,896
Lợi nhuận gộp biên	56%	46%	47%	52%	54%
ROS	30%	13%	17%	26%	27%
ROE	23%	8%	10%	15%	16%
ROA	16%	5%	7%	11%	13%

Nguồn: BCTC APC, BSC tổng hợp

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh quý 1/2015. Sản lượng chiếu xạ đạt 5,2 nghìn tấn, tương đương Q1/2014. Doanh thu thuần và LNTT lần lượt đạt 22 tỷ đồng (+2,19% yoy), và 7,2 tỷ đồng (+2,3% yoy) chủ yếu do tăng giá chiếu xạ thủy sản.

Biên lợi nhuận tăng. Do (1) tăng giá chiếu xạ thủy sản; (2) tăng sản lượng chiếu xạ trái cây tươi; (3) Chi phí giảm (giá điện giảm 30% do chuyển từ điện dịch vụ sang điện sản xuất, chi phí lãi giảm,...).

- (1) **Giá chiếu xạ thủy sản tăng.** Nhà máy An Phú-Bình Minh (công suất 30.000 tấn/năm) chuyên chiếu xạ thủy sản. Trước đây, do cạnh tranh với Thái Sơn, giá chiếu xạ thủy sản thấp. Hiện giá chiếu xạ đã tăng thêm 20-25%, đạt 2.500 đồng/kg. Nhờ vậy, kết quả kinh doanh của nhà máy An Phú-Bình Minh được cải thiện rõ rệt, chuyển từ lỗ 3,5 tỷ đồng sang lãi 1,5 tỷ đồng trong quý 1/2015.
- (2) **Nhu cầu chiếu xạ trái cây tươi tăng.** Tháng 10/2014, Bộ Nông nghiệp Mỹ đã cấp phép cho vải thiều, nhãn của Việt Nam được xuất khẩu vào thị trường Mỹ. Tháng 4/2015, Bộ Nông nghiệp Australia cũng đã đồng ý nhập vải thiều từ Việt Nam. Cả hai thị trường khó tính này đều đòi hỏi vải thiều phải qua kiểm dịch gắt gao là phương pháp chiếu xạ. Hiện cả nước có 2 công ty sở hữu nhà máy chiếu được phép chiếu xạ trái cây tươi là CTCP Chiếu xạ An Phú và CT chiếu xạ Sơn Sơn. Miền Bắc chưa có nhà máy chiếu xạ. So với Sơn Sơn, APC có công suất chiếu xạ lớn gấp 3 lần (24.000 tấn/năm), công nghệ chiếu xạ bằng tia Gama, có nhiều đặc tính vượt trội hơn công nghệ chiếu xạ bằng tia X mà Sơn Sơn sử dụng. Chúng tôi kỳ vọng, việc đẩy mạnh xuất khẩu trái cây sẽ thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu chiếu xạ của APC.

Tăng vốn điều lệ, đầu tư nhà máy mới: Tại đại hội cổ đông thường niên 2014, ban lãnh đạo APC trình kế hoạch phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:3 (tương đương huy động 360 tỷ đồng). Mục tiêu đầu tư xây dựng nhà máy chiếu xạ mới, đầu tư xây dựng trung tâm nghiên cứu, ứng dụng công nghệ bức xạ và bổ sung vốn lưu động. Tuy nhiên, phương án chi tiết về xây dựng nhà máy mới chưa được làm rõ (địa điểm xây dựng, công suất đầu tư, mục đích chiếu xạ thủy sản/ hoa quả,...). Thêm vào đó, nhà máy chiếu xạ An Phú-Bình Minh mới hoạt động khoảng 50% công suất thiết kế.

Rủi ro sáp nhập: Đại hội cổ đông bất thường 2014 đồng ý ủy quyền cho HĐQT CTCP chiếu xạ An Phú tiến hành nghiên cứu, đàm phán, xây dựng đề án hợp nhất CTCP chiếu xạ An Phú và CT TNHH Thái Sơn. Điều này giúp xóa bỏ áp lực cạnh tranh gay gắt giữa APC và Thái Sơn trong mảng chiếu xạ thủy sản và các xung đột lợi ích khi cổ đông lớn của APC đồng thời là chủ sở hữu của Thái Sơn. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đánh giá được việc hợp nhất 2 công ty do chưa có được thông tin về (1) tình hình tài chính của CT TNHH Thái Sơn và (2) tỷ lệ hoán đổi giữa 2 công ty.

KẾ HOẠCH VÀ DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH**Kế hoạch kinh doanh 2015:**

Công ty đặt mục tiêu doanh thu thuần đạt 105 tỷ đồng (+8% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 27,7 tỷ đồng (+10% yoy), tương đương EPS là 2.304 đồng/cp.

Dự báo kết quả kinh doanh:

Dự báo KQKD 2015-2019: Chúng tôi dự báo năm 2015 doanh thu và lợi nhuận sau thuế của APC lần lượt đạt 110 tỷ đồng (+13% yoy) và 30 tỷ đồng (+18% yoy), tương đương EPS là 2.463 đồng/cp. Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế được dự báo tăng trưởng lần lượt là 5,68%/năm và 5,97% từ năm 2014-2019.

Chúng tôi lưu ý KQKD dự phóng của APC không bao gồm kế hoạch hợp nhất với Công ty TNHH Thái Sơn và kế hoạch xây dựng nhà máy mới.

Dự báo doanh thu: Doanh thu chính của APC tiếp tục đến từ mảng chiếu xạ.

- **Doanh thu chiếu xạ** được dự báo đạt 98 tỷ đồng (+13%) vào năm 2015. Năm 2015, mảng chiếu xạ trái cây tươi được kỳ vọng tăng tốt do Hoa Kỳ, Australia mở cửa nhập khẩu trái vải và nhãn từ thị trường Việt Nam. Chiếu xạ thủy sản tăng trưởng 20% trong năm 2015 do tăng giá chiếu xạ. Chiếu xạ bột gia vị được dự đoán tăng trưởng khá (khoảng 10%/năm) do thị trường bột gia vị có tốc độ tăng trưởng cao. Các mảng chiếu xạ còn lại được dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 2%/năm từ 2014-2019 chủ yếu do tăng giá chiếu xạ.
- **Doanh thu khác.** Cho thuê kho lạnh được dự báo tăng trưởng trung bình 5% mỗi năm do các kho lạnh của APC đã lấp đầy công suất. Doanh thu dịch vụ bốc xếp được dự báo tăng trưởng cùng tốc độ với doanh thu chiếu xạ do đây là hoạt động hỗ trợ chiếu xạ. Sản phẩm tinh thể nước L.A.P hiện đã ngưng sản xuất do chưa tìm được khách hàng và đối tác phân phối.

Dự báo biên lợi nhuận gộp: Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của APC đạt 53,73% trong năm 2015 và duy trì ở mức cao (49,26%-54,2%) trong các năm 2016-2019. Dự báo của chúng tôi dựa trên việc phân bổ các chi phí có tính chất cố định hàng năm như chi phí phân bổ nguồn xạ (hao phí thường niên là 14%), chi phí trả cho Cơ quan kiểm dịch Động thực vật Bộ nông nghiệp Hoa Kỳ (hơn 3 tỷ đồng), chi phí khấu hao nhà máy. Do vậy, biên lợi nhuận gộp của APC sẽ tăng khá nhanh khi doanh thu tăng.

Chi phí lãi vay được dự báo giảm mạnh: Chúng tôi dự báo, APC sẽ thanh toán 17 tỷ đồng nợ vay dài hạn trong năm 2015, đến giữa năm 2017, công ty không còn vay nợ dài hạn. Năm 2014, chi phí lãi vay giảm còn 3,4 tỷ đồng (-51,3% yoy). Chi phí lãi vay được dự báo giảm mạnh qua các năm, giảm còn 2,5 tỷ đồng trong năm 2015 (-25% yoy), 1 tỷ đồng vào năm 2016 và 0 tỷ đồng từ năm 2017.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE để định giá cổ phiếu APC.

Phương pháp FCFE 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1 từ 2015-2019:

Dòng tiền tự do đối với chủ sở hữu được dự báo đạt 15 tỷ vào năm 2015, tăng trưởng 10,36%/năm từ 2015-2019, và đạt 20 tỷ đồng vào năm 2019.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, dòng tiền sẽ tăng trưởng ở mức 1,5%/năm.

Chi phí vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 4 năm là 0,85; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 5 năm (6,11%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10,9%.

Theo phương pháp FCFE, với số lượng cổ phiếu lưu hành tại thời điểm hiện tại là 12.020.400 cổ phiếu, giá trị hợp lý trên một cổ phần là **20.097 đồng**.

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu APC với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 20.000 đồng/cp (upside 8,7%) theo phương pháp FCFE. Thị giá APC khá hấp dẫn với P/E hiện tại là 8,8x. APC hoạt động trong ngành có tính chất độc quyền, rào cản gia nhập ngành cao. Công ty đã vượt qua giai đoạn khó khăn trong các

Chi phí VCSH	
beta	0,85
Lợi suất phi rủi ro	6,11%
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí VCSH	10,9%

Nguồn: BSC tổng hợp

năm 2012, 2013. Kết quả kinh doanh có nhiều chuyển biến tích cực, lợi nhuận sau thuế được kỳ vọng tăng mạnh nhờ tăng doanh thu, duy trì biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 50%) và giảm mạnh chi phí lãi vay.

Bảng 1: Phân tích độ nhạy của cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	ke						
		9.63%	10.13%	10.63%	11.13%	11.63%	12.13%	12.63%
Giá cổ phiếu	-1.0%							
	-0.5%	19,622	18,769	17,990	17,275	16,616	16,008	15,445
	0.5%	20,266	19,344	18,506	17,740	17,037	16,390	15,793
	1.0%	21,770	20,678	19,695	18,805	17,995	17,256	16,577
	1.5%	22,657	21,458	20,385	19,418	18,543	17,748	17,020
	2.0%	23,656	22,330	21,152	20,097	19,147	18,287	17,504
	2.5%	24,789	23,313	22,010	20,851	19,814	18,881	18,035
	3.0%	26,087	24,428	22,977	21,696	20,557	19,538	18,620
	3.5%	27,588	25,705	24,074	22,647	21,388	20,268	19,266
		29,343	27,181	25,330	23,727	22,324	21,086	19,985

Bảng 1: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ PHÒNG 2015-2019

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
A. Tài sản	249	222	221	223	224	225	229	238
I. Tài sản ngắn hạn	30	33	44	53	56	65	59	53
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	7	9	21	23	25	30	18	8
2. Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Phải thu	21	15	14	20	21	22	22	22
4. Hàng tồn kho	0	0	0	0	0	1	1	1
5. Tài sản lưu động khác	2	10	9	10	11	13	18	24
II. Tài sản dài hạn	219	189	177	170	167	160	170	183
1. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Tài sản cố định dài hạn	156	141	126	119	113	106	108	118
3. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
5. Tài sản dài hạn khác	62	48	51	51	55	54	62	65
B. Nguồn vốn	249	222	221	223	224	225	229	238
I. Nợ phải trả	96	65	50	35	19	13	14	13
1. Nợ ngắn hạn	41	26	27	30	19	13	14	13
2. Nợ dài hạn	55	39	22	6	-	-	-	-
II. Vốn chủ sở hữu	153	157	172	188	205	212	215	225
1. Vốn và các quỹ	153	157	172	188	205	212	215	225
2. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-

Phụ lục 2: KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÒNG 2015-2019

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh số thuần	101	92	98	110	115	120	124	129
Lãi gộp	46	43	51	59	62	65	60	63
Thu nhập tài chính	0	0	0	0	0	0	0	-
Chi phí tài chính	(11)	(7)	(4)	(3)	(1)	(0)	-	-
Chi phí bán hàng	(6)	(4)	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)	(6)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(13)	(12)	(12)	(14)	(14)	(15)	(15)	(16)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	17	19	31	38	42	46	40	41
Thu nhập khác, ròng	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	17	18	31	38	42	45	40	41
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	13	16	25	30	34	36	32	33
Cổ đông của Công ty mẹ	13	16	25	30	34	36	32	33

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẪM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: hoant@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.