

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHIẾU XẠ AN PHÚ - APC

TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG TỪ XUẤT KHẨU THANH LONG

Khuyến nghị: MUA

### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá thị trường (31/12/2010)	13.000
Giá thấp nhất 52 tuần	11.700
Giá cao nhất 52 tuần	32.200
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	147,6
SL cổ phiếu lưu hành	11.442.100
KLGD bình quân 10 ngày	48.500

### HOẠT ĐỘNG CỦA CÔNG TY

Công ty cổ phần Chiếu xạ An Phú tiền thân là Công ty cổ phần Chiếu xạ thực phẩm, được thành lập từ năm 2003. Hoạt động chính của công ty là cung cấp dịch vụ chiếu xạ khử trùng, cho thuê kho lạnh và xuất khẩu trái cây nhiệt đới đã qua chiếu xạ (bước đầu là thanh long).

Chiếu xạ khử trùng là công nghệ sử dụng nguồn phóng xạ để đảm bảo an toàn vệ sinh cho lương thực, thực phẩm, dụng cụ y tế. Chiếu xạ nếu được thực hiện đúng liều lượng kỹ thuật sẽ không gây độc tố và không làm thay đổi thành phần hóa học ảnh hưởng đến sức khỏe con người.

### THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Đơn vị: tỷ VND	2009	3Q/2010
Tổng tài sản	130	144
Vốn chủ sở hữu	117	138
Tổng doanh thu	61	43
Lợi nhuận sau thuế	29	17

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Việc áp dụng chiếu xạ lương thực thực phẩm theo hướng công nghiệp trên thế giới dự báo ngày một gia tăng** nhờ nhu cầu kéo dài thời gian bảo quản hàng hóa; giảm thất thoát thực phẩm do côn trùng, vi khuẩn; hạn chế tối đa bệnh do thực phẩm gây ra.

**Tại Việt Nam, hoạt động của ngành đang nhận được sự hỗ trợ phát triển từ chính phủ:** quyết định 775/QĐ TTg đã phê duyệt quy hoạch chi tiết phát triển ứng dụng bức xạ trong nông nghiệp, mở ra hướng phát triển mạnh mẽ cho ngành chiếu xạ khử trùng thực phẩm Việt Nam giai đoạn 2010 – 2020.

**Ngành kinh doanh độc quyền cho tỷ suất lợi nhuận biên khá cao (~ 40%):** liên quan đến việc sử dụng năng lượng nguyên tử, nên số lượng doanh nghiệp hoạt động trong ngành khá hạn chế. Ở Việt Nam hiện chỉ có 5 DN và tổ chức được cấp phép thực hiện hoạt động này.

**APC là doanh nghiệp đứng đầu ngành chiếu xạ Việt Nam chiếm 60% thị phần cả nước; khả năng mở rộng sản xuất, mở rộng thị trường còn rất lớn.** Với 2 nhà máy có tổng công suất 260 tấn/ngày, hiện APC chỉ hoạt động chưa đến 40% công suất. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu trái cây đã qua chiếu xạ sẽ mang đến sự tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn và giúp APC chủ động hơn trong chiến lược kinh doanh.

**Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt cao (20% - 30%); tỷ lệ nợ trên tổng vốn thấp (khoảng 4%); vòng quay phải thu, vòng quay tồn kho nhanh.**

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Căn cứ vào yếu tố giá, lịch sử chi trả cổ tức và tiềm năng phát triển mạnh mẽ trong dài hạn của doanh nghiệp, chúng tôi đánh giá cổ phiếu APC thích hợp cho cả đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

**Kỳ đầu tư 3 tháng:** chúng tôi kỳ vọng kết quả kinh doanh của APC sẽ có sự đột biến trong Q4/2010 nhờ hoạt động xuất khẩu thanh long chiếu xạ. Lợi nhuận ròng từ hoạt động này dự kiến khoảng 9 – 10 tỷ và chủ yếu tập trung trong Q4. Doanh nghiệp dự kiến tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2010 là 20%, nhà đầu tư có thể xem xét gia nhập thị trường ở ngưỡng giá 11.000 – 13.000/cp.

**Kỳ đầu tư 3 – 5 năm:** Căn cứ vào các yếu tố nội tại của công ty và xu hướng phát triển ngành, chúng tôi kỳ vọng một sự tăng trưởng mạnh mẽ trong dài hạn đối với APC. Giá trị cổ phiếu APC tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền toàn doanh nghiệp khoảng 30.500/cp. Hiện APC đang giao dịch dưới giá kỳ vọng.

## TỔNG QUAN NGÀNH

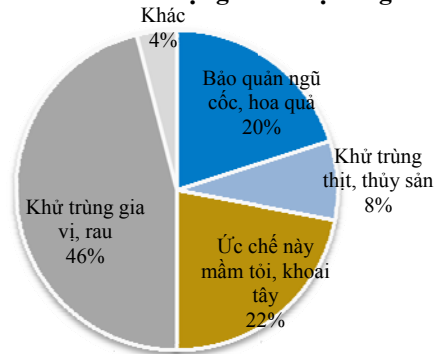
### I. Ngành công nghiệp chiếu xạ thực phẩm thế giới

#### 1. Hoạt động chiếu xạ khử trùng khá phổ biến trên thế giới:

Hiện có khoảng 60 nước trên thế giới sử dụng bức xạ gamma từ các nguồn Cobalt 60, Cesium – 137 và máy gia tốc tia X để xử lý bảo quản hơn 60 loại thực phẩm gồm ngũ cốc, rau quả, thịt bò, thịt gia cầm...<sup>1</sup> Ước tính hàng năm có khoảng hơn 500.000 tấn thực phẩm các loại qua xử lý chiếu xạ tại 180 cơ sở trên toàn thế giới.<sup>2</sup>

Các nhà máy thực hiện công nghiệp chiếu xạ thực phẩm phải vận hành theo tiêu chuẩn, quy định của nước sở tại, IAEA và FAO nhằm đảm bảo việc không gây hại đến môi trường xung quanh và an toàn lao động cho công nhân.<sup>3</sup>

**Cơ cấu sản lượng chiếu xạ thế giới**

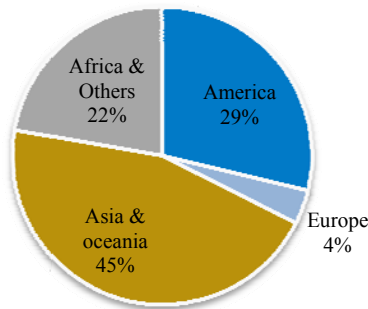


Nguồn: “Quantity and economic scale of Food Irradiation in the world”, JAEA, tháng 1/2009

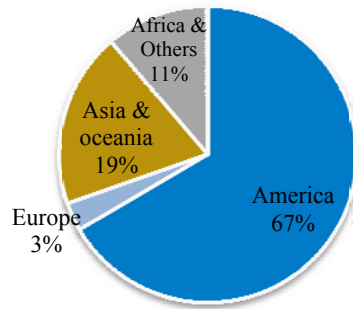
#### 2. Chiếu xạ lương thực, thực phẩm trở thành xu hướng chung toàn cầu:

Ngành chiếu xạ thực phẩm thế giới có thể chia làm 4 khu vực địa lý, theo mức độ phát triển của ngành: châu Mỹ, Châu Á và châu Đại Dương, khu vực EU, châu Phi và các nước còn lại.

**Sản lượng chiếu xạ theo khu vực**



**Giá trị tiêu thụ thực phẩm chiếu xạ theo khu vực**



Nguồn: “Quantity and economic scale of Food Irradiation in the world”, JAEA, tháng 1/2009

**Châu Á đứng đầu thế giới về khối lượng lương thực, thực phẩm đã qua xử lý chiếu xạ, nổi bật là các nước: Trung Quốc, Việt Nam, Nhật Bản, Hàn Quốc... Tuy nhiên, Châu Mỹ mới là khu vực có giá trị thương mại loại thực phẩm này lớn nhất.** Điều này có thể được giải thích do 2 nguyên nhân:

(1) Các sản phẩm xử lý chiếu xạ tại khu vực châu Mỹ cho giá trị gia tăng cao hơn so với khu vực châu Á, cụ thể sản phẩm chiếu xạ ở châu Mỹ chủ yếu thịt đông lạnh, gia vị, hoa quả... trong khi khu

<sup>1</sup> “Food Irradiation: A powerful nuclear tool for food safety”, IAEA

<sup>2</sup> “Quantity and economic scale of Food Irradiation in the world”, JAEA, tháng 1/2009

<sup>3</sup> “Status of food Irradiation around the world”, tháng 11/2006, Food & Water watch

vực châu Á chủ yếu là xử lý tỏi, khoai tây, hoa quả...

(2) Giá trị sản phẩm sản xuất ở châu Á thường có xu hướng thấp hơn so với khu vực châu Mỹ do có sự khác biệt trong giá thành sản xuất.

Khu vực EU là khu vực có lượng tiêu dùng thực phẩm chiếu xạ thấp nhất thế giới, chủ yếu tập trung vào một nhóm nhỏ các sản phẩm như gia vị, hành, tỏi, dưa ếch đông lạnh.

**Việc áp dụng chiếu xạ lương thực thực phẩm theo hướng công nghiệp trên thế giới dự báo ngày một gia tăng** do nhu cầu kéo dài thời gian bảo quản hàng hóa; giảm thất thoát thực phẩm do côn trùng, vi khuẩn; hạn chế tối đa bệnh do thực phẩm gây ra.

## II. Ngành chiếu xạ thực phẩm Việt Nam

### 1. Việt Nam là một trong những nước đứng đầu châu Á về sản lượng chiếu xạ thực phẩm

Ngành chiếu xạ nước Việt Nam phát triển rất nhanh, đứng thứ 6 thế giới và thứ 2 châu Á về sản lượng chiếu xạ thực phẩm vào năm 2005 với tổng khối lượng 14.200 tấn, chủ yếu phục vụ nhu cầu chiếu xạ thủy sản xuất khẩu.

### 2. Phân tích mô hình 5 lực lượng cạnh tranh – Michael Porter

#### ▪ Rào cản gia nhập ngành khá lớn:

Hoạt động chiếu xạ khử trùng Việt Nam được sự cho phép của chính phủ, IAEA và chịu sự quản lý Viện Năng Lượng Nguyên Tử quốc gia. Số lượng cơ sở được cấp phép hoạt động khá hạn chế, ở Việt Nam hiện chỉ có 5 doanh nghiệp và tổ chức được cấp phép thực hiện hoạt động này.

Số lượng các cơ sở chiếu xạ tại Việt Nam<sup>4</sup>:

Chỉ tiêu	Vị trí nhà máy	Hoạt động	Công suất thiết kế	Dự án sắp tới	Nguồn & tia phát	Loại sản phẩm thích hợp	NM gần nguồn nguyên liệu	Thị phần
Viện nghiên cứu hạt nhân	Đà Lạt	Nghiên cứu						
Trung tâm Vinagamma	Thủ Đức	Nghiên cứu						
CT TNHH Sơn Sơn	Bình Chánh	Kinh doanh	100 tấn/ngày		Máy gia tốc - Tia X	Trái cây, thủy sản, y tế	Thủy sản, trái cây	40%
Thái Sơn Group	Cần Thơ	Kinh doanh	100 tấn/ngày	300 tấn/ngày		Trái cây, thủy sản, y tế	Thủy sản, trái cây	
CTCP chiếu xạ An Phú	Bình Dương	Kinh doanh	126 tấn/ngày		Co.60 - Tia Gamma	Thủy sản, trái cây, y tế	Trái cây, thủy sản	60%
	Vĩnh Long		150 tấn/ngày	100 tấn/ngày	Co.60 - Tia Gamma		Trái cây, thủy sản	

Ngoài ra, các cơ sở thực hiện việc chiếu xạ khử trùng thực phẩm còn hoạt động theo quyết định số 36 của Bộ y tế – “Qui định vệ sinh an toàn đối với thực phẩm bảo quản bằng phương pháp chiếu xạ” trong đó đưa ra danh mục thực phẩm được phép chiếu xạ và giới hạn liều hấp thụ tối đa.

#### ▪ Áp lực từ phía khách hàng:

Tùy vào từng phân khúc sản phẩm mà sức ép từ phía khách hàng sẽ khác nhau

**Mãng chiếu xạ khử trùng thủy sản: áp lực khách hàng thấp.** Khách hàng thường dễ dàng chấp nhận mức giá do doanh nghiệp đề xuất.

<sup>4</sup> BVSC tổng hợp

**Mãng xuất khẩu trái cây chiếu xạ: mảng hoạt động khá mới (bắt đầu từ năm 2009) độ rủi ro khách hàng khá cao do chủ yếu tập trung vào thị trường Mỹ.** Tuy nhiên, mảng hoạt động này giúp các DN chủ động hơn trong việc dự báo kết quả kinh doanh của mình.

▪ **Áp lực từ phía nhà cung cấp: không cao**

Hiện Việt Nam nhập nguồn xạ từ Anh, tuy nhiên trên thế giới cũng có khá nhiều nhà cung cấp nguồn Cobalt 60 ở khu vực Đông Âu.

▪ **Sản phẩm thay thế:**

**Mức độ thay thế của một số các biện pháp bảo quản thực phẩm như xử lý hóa chất, đông lạnh so với kỹ thuật chiếu xạ là không cao.** Ở một số khu vực phát triển với những quy định hạn chế hoặc cấm hoàn toàn việc sử dụng một số hóa chất kiểm soát côn trùng và vi sinh vật trong thực phẩm thì kỹ thuật chiếu xạ trở thành phương pháp thay thế hiệu quả để bảo vệ thực phẩm khỏi bị hư hại.

▪ **Cạnh tranh nội bộ ngành:**

Tại Việt Nam ngành này mới có lịch sử hình thành và phát triển gần 10 năm nên tương đối manh mún, mức độ cạnh tranh không quá gay gắt và phụ thuộc từng khu vực địa lý.

**3. Ngành chiếu xạ Việt Nam, tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ giai đoạn 2011 – 2020:**

**Ngành được sự hỗ trợ phát triển của chính phủ trong dài hạn:** Quyết định 775/QĐ TTg về việc phê duyệt quy hoạch chi tiết phát triển ứng dụng bức xạ trong nông nghiệp đến năm 2020 đã mở ra một hướng phát triển mạnh mẽ cho ngành chiếu xạ khử trùng thực phẩm. Theo định hướng của chính phủ, đến năm 2015 xử lý ít nhất 35% và đến 2020 xử lý ít nhất 70% hàng nông sản xuất khẩu bằng kỹ thuật chiếu xạ. Hiện các mặt hàng chiếu xạ chiếm chưa đến 1% lượng nông sản xuất khẩu hàng năm của Việt Nam.

**Thị trường tiêu thụ thực phẩm chiếu xạ mở rộng:** tháng 7/2008, cục kiểm dịch động thực vật Mỹ (APHIS – Thuộc Bộ Nông Nghiệp Mỹ) đã cấp giấy phép nhập khẩu thanh long từ Việt Nam. Ngoài những qui định chung về kiểm dịch thực vật trên, các lô hàng trái Thanh Long từ Việt Nam nhập khẩu vào Mỹ phải đảm bảo thêm 3 tiêu chí: 1- Đã được đưa qua phóng xạ với liều lượng hấp thụ tối thiểu 400 gray; 2- Mỗi lô hàng trái Thanh Long phải có giấy chứng nhận kiểm dịch thực vật do Cơ quan bảo vệ thực vật quốc gia Việt Nam cấp (NPPO) và ghi rõ đã được kiểm dịch, xử lý phóng xạ theo quy định; 3- Quy định trên chỉ áp dụng đối với các lô hàng thương mại.<sup>5</sup>

APHIS hứa sẽ tiếp tục hỗ trợ Việt Nam xem xét tiếp các loại trái cây khác nhập vào Mỹ, có thể xem xét và cho phép nhập vào thị trường Mỹ cùng một lúc ba hoặc bốn loại trái cây có cùng bản chất, đặc tính tương tự, không nhất thiết phải xem xét từng loại quả

## **CÔNG TY CỔ PHẦN CHIẾU XẠ AN PHÚ**

### **1. Tổng quan doanh nghiệp**

**Vị thế doanh nghiệp trong ngành:** APC là một trong những doanh nghiệp có năng lực hoạt động lớn nhất trong ngành chiếu xạ Việt Nam. Với công suất 260 tấn/ngày (bao gồm công suất hoạt động của nhà máy mới tại Vĩnh Long – nhà máy dự kiến hoạt động vào tháng 1/2011).

#### **Cơ cấu cổ đông và tính thanh khoản của cổ phiếu**

Cam kết hạn chế chuyển nhượng: HĐQT, BGD, BKS cam kết nắm giữ 50% tương đương hơn 850.000 cổ phiếu đến tháng 2/2011<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Agroinform, ngày truy cập 17/11/2010, <http://agroinfo.dyndns.org/IAE/AGROINFO2/news/newsdetail.asp?targetID=10000>

<sup>6</sup> BCB phát hành thêm APC tháng 2/2010

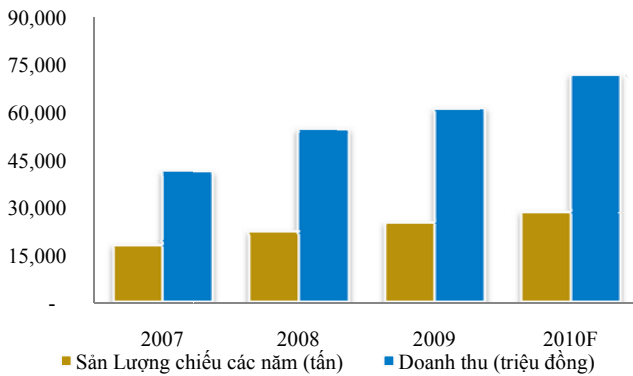
Cơ cấu cổ đông<sup>7</sup>: tỷ lệ sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài khá thấp. Tuy nhiên, APC nhận được sự quan tâm của khá nhiều tổ chức tài chính trong nước như Quỹ tầm nhìn SSI (nắm giữ 15% lượng cổ phiếu đang lưu hành), Công ty TNHH Tài Chính Cao Su (10,9%), Caledonia Invest. PLC (6,5%)...

**Tính mùa vụ trong hoạt động sản xuất kinh doanh:** Doanh thu, lợi nhuận trong quá khứ của APC tập trung chủ yếu ở Q3, Q4 hàng năm, đây là mùa xuất khẩu thủy sản. Tuy nhiên, trong thời gian tới hoạt động xuất khẩu trái cây chiếu xạ sẽ làm giảm tính mùa vụ trong hoạt động của doanh nghiệp.

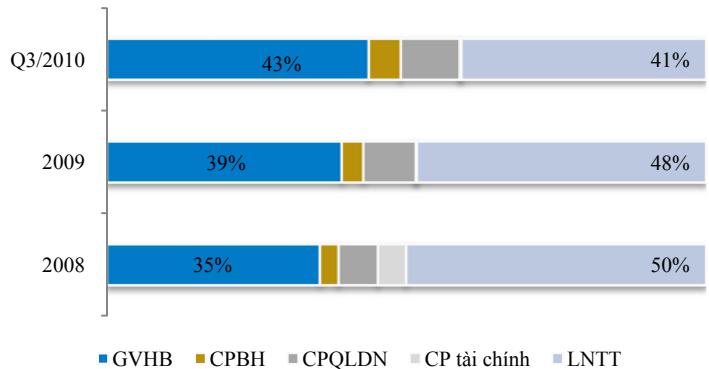
## 2. Hoạt động sản xuất kinh doanh

- Sự sụt giảm xuất khẩu thủy sản và cạnh tranh gia tăng làm giảm lợi nhuận gộp biên

**Sản lượng chiếu xạ, doanh thu qua các năm**



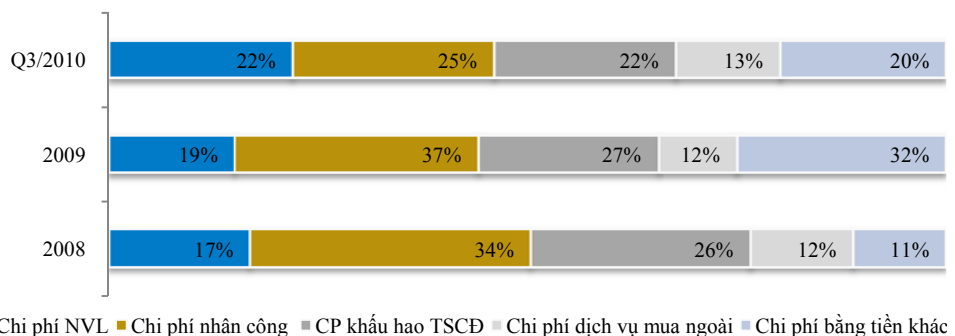
**Cơ cấu chi phí/doanh thu**



Nguồn: BVSC tổng hợp BCTC năm 2008, 2009, 3Qs/2010

**Tỷ lệ GVHB/DTT của APC khá thấp (~ 40%).** Chúng tôi cho rằng nhờ vào một số yếu tố đặc biệt của ngành chiếu xạ khử trùng ở Việt Nam đã tạo cho APC có một tỷ suất lợi nhuận gộp khá hấp dẫn. Chi phí nhân công, chi phí khấu hao chiếm tỷ lệ khá lớn trong giá vốn hàng bán (~ 50%). Chi phí nguyên vật liệu chiếm 20% giá thành, chủ yếu chi phí cho nguồn xạ Cobalt – 60. Chi phí nguồn xạ cho cả 2 nhà máy khoảng 1 triệu USD/2 năm.

Cơ cấu chi phí giá thành sản xuất theo yếu tố:



Tỷ lệ GVHB/DTT có xu hướng tăng qua các thời kỳ do cạnh tranh ngày càng gay gắt giữa các công ty cùng ngành (Thái Sơn Group, Công ty chiếu xạ Sơn Sơn); ảnh hưởng suy thoái kinh tế khiến hoạt động xuất khẩu thủy sản chưa được khởi sắc đã buộc APC phải hạ giá cung cấp dịch vụ, làm giảm doanh thu và biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Kết quả kinh doanh 3Q/2010 không như kế hoạch. Doanh thu lợi nhuận sụt giảm mạnh so với cùng kỳ năm 2009 và chỉ hoàn thành 50% kế hoạch đầu năm. Theo đó, HĐQT đã có công văn điều

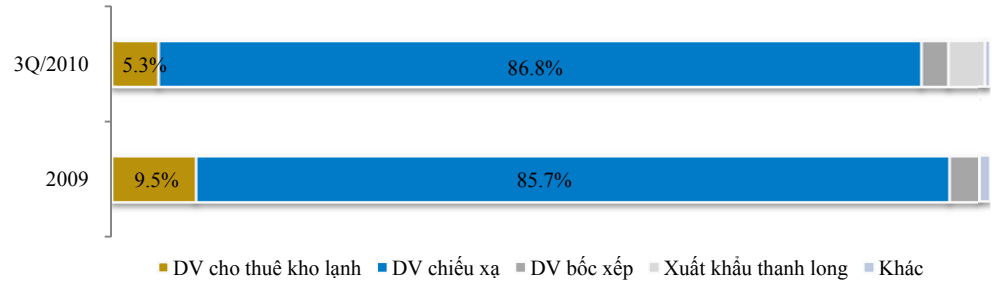
<sup>7</sup> BVSC tổng hợp ngày 16/11/2010

chính giảm kế hoạch kinh doanh năm 2010, doanh thu giảm từ 87 tỷ xuống 64 tỷ đồng; LNST từ 38 tỷ xuống 23,4 tỷ đồng<sup>8</sup>.

Nguyên nhân của sự sụt giảm trên chúng tôi cũng đã đề cập:

- (1) Cạnh tranh cao giữa các doanh nghiệp cùng ngành.
- (2) Hoạt động xuất khẩu thủy sản chưa khởi sắc.

#### ▪ Chuyển dịch cơ cấu doanh thu



*Nguồn: BVSC tổng hợp từ BCTC 2009, 3Qs/2010*

Chiếu xạ khử trùng thủy sản là mảng mang lại doanh thu, lợi nhuận chính, chiếm tỷ trọng hơn 85% doanh thu của doanh nghiệp. Doanh thu của phân khúc này không ổn định do sản lượng chiếu xạ mảng thủy sản phụ thuộc vào thị trường xuất khẩu và chất lượng sản xuất sản phẩm của khách hàng. Với Quyết định 775/QĐ TTg chúng tôi kỳ vọng một sự tăng trưởng mạnh mẽ ở mảng chiếu xạ khử trùng nông thủy sản trong dài hạn.

Tỷ trọng hoạt động xuất khẩu trái cây nhiệt đới chiếu xạ hiện đóng góp vào doanh thu khá khiêm tốn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng một sự dịch chuyển trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận; xuất khẩu trái cây chiếu xạ trở thành một trong những hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp, giúp APC phát triển mạnh mẽ, bền vững.

#### ▪ Tiềm năng lớn từ hoạt động xuất khẩu thanh long chiếu xạ

3Q/2010 doanh thu từ mảng này chỉ đạt 1,8 tỷ. Tuy hoạt động chiếu xạ thanh long chưa đóng góp nhiều vào kết quả hoạt động kinh doanh 3 quý đầu năm của doanh nghiệp như dự kiến nhưng qua trao đổi với đại diện APC, hoạt động xuất khẩu thanh long sang Mỹ mới được triển khai trong năm 2009 và đang trong bước đầu thăm dò thị trường nên khối lượng xuất khẩu chưa nhiều và chủ yếu tập trung vào Q4/2010.

**Chúng tôi kỳ vọng Q4/2010, APC có doanh thu lợi nhuận đột biến từ hoạt động chiếu xạ thanh long xuất khẩu sang Mỹ.** Tính chung 10 tháng đầu năm Việt Nam xuất sang Mỹ 500 tấn thanh long<sup>9</sup>, APC đứng đầu danh sách xuất khẩu với khối lượng xấp xỉ 400 tấn. Dự kiến cả năm 2010 (chủ yếu Q4/2010) APC sẽ xuất khẩu khoảng 500 – 600 tấn thanh long đã qua chiếu xạ khử trùng. Với giá CIF xuất sang Mỹ là 2,25 USD/kg, chúng tôi dự báo hoạt động xuất khẩu thanh long sẽ mang lại cho APC 23 tỷ doanh thu và 9,5 tỷ lợi nhuận trong Q4/2010.

Hiện APC và Công ty Sơn Sơn là 2 doanh nghiệp Việt Nam được cấp code xuất khẩu thanh long sang Mỹ. Tuy nhiên, Công ty chiếu xạ Sơn Sơn chưa đáp ứng được một số yêu cầu kỹ thuật từ phía đối tác nên APC gần như độc quyền trong lĩnh vực xuất khẩu mặt hàng này. Năm 2011 dự kiến chôm chôm loại trái cây tiếp theo được nhận code nhập khẩu.

**Vùng nguyên liệu thanh long:** doanh nghiệp tiến hành liên kết khoảng 50 ha vườn trồng thanh

<sup>8</sup> Nghị quyết HĐQT APC tháng 10/2010

<sup>9</sup> Tuổi trẻ, ngày truy cập 17/11/2010, <http://tuoitre.vn/Kinh-te/411314/Xuat-khau-thanh-long-sang-Mỹ-tang-nhanh.html>

long đạt tiêu chuẩn Global Gap ở khu vực tỉnh Tiền Giang, Long An. Năng suất bình quân ở khu vực này khoảng 20 tấn/ha. APC dự kiến xuất khẩu sang Mỹ khoảng 5.000 tấn/năm. Sản lượng còn dư được xuất khẩu sang các thị trường khác và tiêu thụ nội địa.

**Tính mùa vụ:** cây thanh long cho trái khoảng 8 tháng/năm.

**Thị trường xuất khẩu:** hạn chế về tuyến đường vận chuyển, thanh long APC hiện mới được tiêu thụ ở bang California tại các siêu thị châu Á với mức giá 6 USD/kg.

*Với dây chuyền khép kín từ vườn trồng đến nhà máy chiếu xạ, đóng gói và xuất khẩu sẽ mang lại cho APC tỷ lệ lãi ròng trên doanh thu hơn 40%. Trên hết APC sẽ có cơ cấu doanh thu ổn định hơn, giảm độ phụ thuộc của doanh nghiệp vào phân khúc chiếu xạ thủy sản. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động xuất khẩu thanh long chiếu xạ sẽ mang lại sự tăng trưởng mạnh mẽ cho doanh nghiệp trong dài hạn.*

### 3. Tình hình tài chính:

**Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chính ổn định, tỷ lệ chi trả cổ tức cao.**

APC hỗ trợ khách hàng chủ yếu thông qua hoạt động chiết khấu khi chiếu xạ với số lượng lớn nên phải thu khách hàng thấp (phải thu ngắn hạn chiếm 4,8% trên tổng tài sản), dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khá ổn định.

Tỷ lệ nợ trên vốn thấp (chiếm 4% trong tổng nguồn vốn). Tỷ lệ vay nợ trên vốn sẽ tăng lên ở mức đáng kể (~40%) sau khi nhà máy Vĩnh Long hoàn thành. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tỷ lệ sử dụng đòn bẩy này vẫn ở mức an toàn.

Chi phí trả trước dài hạn chiếm tỷ trọng khá lớn trên tổng tài sản (khoảng 27%). Chủ yếu là chi phí cho nguồn xạ Cobalt – 60 được xuất một lần, phân bổ cho 2 năm.

### 4. Dự án nhà máy chiếu xạ An Phú Bình Minh tại Khu công nghiệp Vĩnh Long<sup>6</sup>:

Tổng vốn đầu tư 250 tỷ, giai đoạn 1: 150 tỷ.

Tuổi thọ dự án: 47 năm.

Tiến độ dự kiến: đưa vào hoạt động vào Q1/2011.

Công suất dự kiến của nhà máy giai đoạn 1: 150 tấn/ngày.

Cơ cấu vốn đầu tư của dự án:

Khoản mục	Thành tiền	Tỷ lệ
Vốn tự có	60.000	40%
<i>Vốn phát hành</i>	28.080	19%
<i>Khấu hao</i>	31.920	21%
Vốn vay	90.000	60%
<b>Tổng cộng</b>	<b>150.000</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: BCB phát hành thêm tháng 2/2010*

**Đánh giá:** Sản lượng chế biến thủy hải sản và trái cây tại vùng Đồng bằng sông Cửu Long rất lớn, khoảng cách từ nhà máy chiếu xạ mới đến vùng nguyên liệu thủy sản, trái cây khá gần sẽ tiết kiệm được chi phí vận chuyển cho khách hàng và tăng sức cạnh tranh cho APC trong việc tìm kiếm và thu hút khách hàng về với doanh nghiệp.

### 5. Định giá cổ phiếu APC:

Dựa trên những đánh giá tổng hợp về tình hình hoạt động và xu hướng phát triển của doanh nghiệp

trong dài hạn, chúng tôi xác định giá trị kỳ vọng của cổ phiếu APC ở ngưỡng 30.500/cổ phiếu theo phương pháp DCF. Đây là phương pháp xác định giá trị nội tại của doanh nghiệp có tính khách quan cao, chủ yếu dựa vào tình hình hoạt động và tiềm năng phát triển của doanh nghiệp trong tương lai.

**Mô hình tài chính:**

*Đơn vị: triệu đồng*

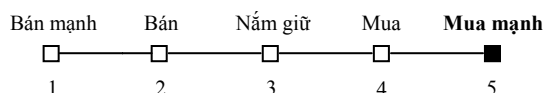
KẾT QUẢ KINH DOANH	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>71.760</b>	<b>126.176</b>	<b>178.359</b>	<b>209.175</b>	<b>263.396</b>	<b>318.836</b>
<i>Doanh thu chiếu xạ thủy sản</i>	<i>56.108</i>	<i>65.777</i>	<i>74.145</i>	<i>83.579</i>	<i>94.213</i>	<i>106.199</i>
<i>Doanh thu xuất khẩu thanh long</i>	<i>23.625</i>	<i>74.419</i>	<i>124.031</i>	<i>148.838</i>	<i>198.450</i>	<i>248.063</i>
EBITDA/ Doanh thu thuần	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
<b>EBITDA</b>	<b>35.880</b>	<b>63.088</b>	<b>89.179</b>	<b>104.587</b>	<b>131.698</b>	<b>159.418</b>
Khấu hao TSCĐ hữu hình (-)	(7.798)	(21.171)	(22.794)	(24.494)	(26.274)	(27.424)
Khấu hao TSCĐ vô hình (-)						
Thu nhập hoạt động tài chính (+)	103	1.380	161	1.388	3.474	5.749
Chi phí hoạt động tài chính (-)	(3.589)	(18.096)	(11.340)	(10.080)	(8.820)	(7.560)
<i>Chi phí lãi vay (-)</i>	<i>(3.589)</i>	<i>(18.096)</i>	<i>(11.340)</i>	<i>(10.080)</i>	<i>(8.820)</i>	<i>(7.560)</i>
<i>Các khoản dự phòng (-)</i>						
Thu nhập khác (+)	211	-	-	-	-	-
Chi phí khác (-)	(361)	-	-	-	-	-
Phần lợi nhuận/ lỗ trong Công ty liên doanh liên kết						
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>24.445</b>	<b>25.201</b>	<b>55.207</b>	<b>71.401</b>	<b>100.078</b>	<b>130.183</b>
Thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành (-)	(2.445)	(4.410)	(9.661)	(16.065)	(22.518)	(29.291)
Thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại (+)						
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>22.001</b>	<b>20.790</b>	<b>45.545</b>	<b>55.335</b>	<b>77.560</b>	<b>100.892</b>
FREE CASHFLOW	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>24.445</b>	<b>25.201</b>	<b>55.207</b>	<b>71.401</b>	<b>100.078</b>	<b>130.183</b>
Chi phí lãi vay (+)	3.589	18.096	11.340	10.080	8.820	7.560
<b>EBIT</b>	<b>28.034</b>	<b>43.297</b>	<b>66.547</b>	<b>81.481</b>	<b>108.898</b>	<b>137.743</b>
EBIT*(1-t)	25.231	35.720	54.901	63.147	84.396	106.751
Chi đầu tư tài sản cố định (Capex) (-)	(143.850)					
Khấu hao tài sản cố định (Depreciation) (+)	7.798	21.171	22.794	24.494	26.274	27.424
<b>EBIT*(1-t)-(Capex-Depreciation)</b>	<b>(110.821)</b>	<b>56.891</b>	<b>77.695</b>	<b>87.642</b>	<b>110.670</b>	<b>134.175</b>
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>						
Thay đổi tài sản ngắn hạn không bao gồm tiền và các khoản tương đương tiền.	(3.452)	(28.822)	(19.117)	(11.289)	(19.864)	(20.310)

Thay đổi nợ ngắn hạn không bao gồm vay nợ ngắn hạn	1.550	7.886	7.212	4.458	7.596	7.870
<b>Dòng tiền tự do toàn doanh nghiệp</b>	<b>(112.722)</b>	<b>35.955</b>	<b>65.789</b>	<b>80.810</b>	<b>98.402</b>	<b>121.735</b>

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>WACC</b>	<b>18,7%</b>					
<b>Tốc độ tăng trưởng dòng tiền</b>	<b>3%</b>					
Dòng tiền chiết khấu	(112.722)	30.287	46.682	48.301	49.544	51.630
Giá trị dòng tiền đều năm 2014 (Terminal 2015)						797.919
Giá trị hiện tại của dòng tiền năm 2014 (PV terminal 2015)	338.411					
<b>PV</b>	<b>452.133</b>					
Tiền	13.072					
Đầu tư tài chính dài hạn	-					
Vay ngắn hạn	24.932					
Vay dài hạn	90.000					
<b>Giá trị VCSH</b>	<b>350.273</b>					
Số lượng cổ phiếu lưu hành	11.448.000					
<b>Giá trị một cổ phiếu APC(VNĐ)</b>	<b>30.597</b>					

## PHỤ LỤC: TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN CƠ BẢN VỀ CỔ PHIẾU APC

### KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Lịch sử	Ngày cập nhật	Giá kỳ vọng	Khuyến nghị

### THÔNG TIN SỞ HỮU



Cổ đông lớn	SL CP	% Sở hữu	Ngày cập nhật
	1.767.250	15,4%	1/12/2010
	1.250.000	10,9%	25/08/2010
Caledonia Invest. PLC	559.999	6,5%	15/03/2010
	692.875	6%	31/08/2010

### BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị (tỷ đồng)	2008	2009
<b>Kết quả kinh doanh</b>		
Doanh thu	55	61
Giá vốn	19	24
Lợi nhuận gộp	35	37
Doanh thu tài chính	3	1
Chi phí tài chính	6	0,1
Lợi nhuận sau thuế	28	29
<b>Bảng cân đối kế toán</b>		
Tài sản ngắn hạn	28	19
Tiền & các khoản tương đương tiền	0,7	4
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	21	1
Các khoản phải thu ngắn hạn	6	13
Hàng tồn kho	0,1	0,07
Tài sản ngắn hạn khác	0,07	1
Tài sản dài hạn	88	110
Tài sản cố định hữu hình	59	74
Bất động sản đầu tư	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-
Tài sản dài hạn khác	29	37
Tổng tài sản	116	130
Nợ phải trả	22	11
Nợ ngắn hạn	19	10
Nợ dài hạn	3	1
Vốn chủ sở hữu	94	119
Vốn đầu tư chủ sở hữu	92	117
Nguồn kinh phí và quỹ khác	2	1
Tổng nguồn vốn	116	130

### CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2008	2009
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>		
Tăng trưởng doanh thu (%)	32,7%	12%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	213,9%	3,1%
Tăng trưởng EPS (%)	213,9%	3,1%
Tăng trưởng tổng tài sản (%)		12,2%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu (%)		26%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>		
Lợi nhuận gộp biên (%)	64,7%	61,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	55,9%	50,4%
ROA (%)	24%	22,1%
ROE (%)	29,5%	24,2%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>		
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	18,7%	8,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	22,9%	9,5%
<b>Chỉ tiêu khả năng thanh toán</b>		
Chỉ số thanh toán hiện hành (lần)	1,5	1,9
Chỉ số thanh toán nhanh (lần)	1,5	1,9
<b>Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động</b>		
Vòng quay hàng tồn kho (vòng)	158,2	246,4
Vòng quay khoản phải trả (vòng)		1,6
Vòng quay khoảng phải thu (vòng)	8,7	6,5
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>		
EPS (đồng/cổ phần)	3.223	3.324
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	86.420	111.335
<b>Chỉ tiêu định giá cổ phiếu</b>		
P/E (lần)	-	-
P/B (lần)	-	-



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) 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. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh: 233 Đồng Khởi, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3914 6888 Fax: (848) 3910 7616

### **Chuyên viên phân tích:**

Đinh Hoàng Phương (08) 3914 6888 ext: 158 [phuongdh@bvsc.com.vn](mailto:phuongdh@bvsc.com.vn)

### **Chịu trách nhiệm nội dung:**

Lê Chí Thành (08) 3914 6888 ext: 131 [thanhlc@bvsc.com.vn](mailto:thanhlc@bvsc.com.vn)