

# BÁO CÁO NGẮN –CTCP CỔ PHẦN CHIẾU XẠ AN PHÚ (APC- HSX)

Báo cáo ngắn 13/10/2015

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| Khuyến nghị        | <b>MUA</b>  |
| Giá mục tiêu (VND) | 22.800 đồng |
| Tiềm năng tăng giá | 25%         |
| Cổ tức (VND)       | 500 đồng    |

## Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



## Thông tin cổ phiếu, ngày 13/10/2015

|                             |               |
|-----------------------------|---------------|
| Giá hiện tại (VND)          | 18.200        |
| Số lượng CP niêm yết        | 12.020.400    |
| Vốn điều lệ (tỷ VND)        | 12,02         |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND) | 213,93        |
| Khoảng giá 52 tuần (VND)    | 15.000-21.600 |
| % sở hữu nước ngoài         | 15,57%        |
| % giới hạn sở hữu NN        | 49%           |

## Chỉ số tài chính:

| Chỉ tiêu     | 2012   | 2013   | 2014   |
|--------------|--------|--------|--------|
| EPS (vnd)    | 1.135  | 1.362  | 2.080  |
| BVPS (vnd)   | 13.394 | 13.750 | 14.270 |
| Cổ tức (vnd) |        | 1.000  | 500    |
| ROA (%)      | 4,9    | 6,6    | 11,3   |
| ROE (%)      | 8,4    | 10     | 15,2   |

## Hoạt động chính

Công ty Cổ phần An Phú hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực chiếu xạ thực phẩm bao gồm thủy hải sản, trái cây, gia vị khô. Công ty có vị thế đầu ngành, chiếm khoảng 60% thị phần ngành chiếu xạ với công suất từ hai nhà máy hiện khoảng 54.000 tấn/năm.

Nguồn: MBS tổng hợp

## DOANH NGHIỆP ĐẦU NGÀNH CHIẾU XẠ -TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG NHỜ HỢI NHẬP KINH TẾ

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

APC là doanh nghiệp có vị trí đầu ngành chiếu xạ, là một ngành có lợi thế cạnh tranh bền vững do kinh doanh một sản phẩm có điều kiện. Chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực cho APC dựa trên sự phục hồi của xuất khẩu nông hải sản trong những năm tới của Việt Nam do: 1) mức thuế quan thấp hơn sau khi ký kết các hiệp định thương mại lớn sẽ thúc đẩy xuất khẩu thủy sản và trái cây vào các thị trường mới cũng như tăng cường sức cạnh tranh tại các thị trường truyền thống; 2) Việt Nam sẽ điều chỉnh tỷ giá linh hoạt hơn để tăng sức cạnh tranh của hàng xuất khẩu Việt Nam; 3) chiến lược của Chính phủ đẩy mạnh xuất khẩu nông nghiệp tập trung vào các ngành thế mạnh như thủy sản và trái cây; 4) APC có vị thế tài chính lành mạnh cũng như vị thế cạnh tranh độc tôn để có thể hưởng trọn vẹn các yếu tố tích cực này. Ở mức giá hiện tại, chúng tôi đánh giá APC đang giao dịch thấp hơn nhiều so với định giá DCF của chúng tôi. Chúng tôi đánh giá MUA với cổ phiếu APC.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

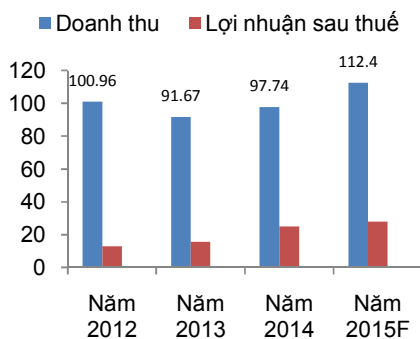
- Hoạt động kinh doanh tăng trưởng trở lại đưa APC từ một doanh nghiệp không tăng trưởng sang một doanh nghiệp tăng trưởng khả quan. Sau 3 năm không tăng trưởng hoặc tăng trưởng thấp, doanh thu của APC đã tăng trưởng 20% trong quý II/2015. Để đảm bảo duy trì tăng trưởng, HĐQT APC đã phê duyệt nghị quyết mua thêm 30 tỷ chiếu xạ vào tháng 8/2015, tương đương 60% số dư đầu tư nguồn chiếu xạ hiện tại và gấp đôi mức mua nguyên liệu trung bình năm. Điều này vừa phản ánh sự lạc quan của Ban lãnh đạo trước nhu cầu của thị trường đặc biệt là sau khi các hiệp định thương mại được ký kết và đi vào hiệu lực, vừa cho thấy công ty có lợi thế cạnh tranh bền vững trong một ngành có tiêu chuẩn an toàn nghiêm ngặt như chiếu xạ.
- Vị thế đầu ngành chiếu xạ, hoạt động kinh doanh có thể tăng trưởng nhanh chóng nếu sát nhập với Thái Sơn. Trong ngành chiếu xạ hiện nay chỉ có 3 doanh nghiệp lớn là APC, Thái Sơn và Sơn Sơn. Quan hệ giữa Thái Sơn và APC đã chuyển từ cạnh tranh sang hợp tác khi Thái Sơn hiện nay cũng do người cùng gia đình với Chủ tịch HĐQT hiện tại nắm giữ. Việc sát nhập với Thái Sơn đã có trong lộ trình của công ty và sẽ giúp APC 1) cạnh tranh nhờ lợi thế quy mô khi ngành chiếu xạ mở cửa hơn và 2) nhanh chóng tận dụng cơ hội tăng trưởng do hưởng lợi gián tiếp từ việc hàng nông sản Việt Nam xuất khẩu tăng trưởng sau khi các hiệp định thương mại quan trọng được ký kết.
- Cơ cấu tài chính của công ty lành mạnh, dòng tiền mạnh, khả năng trả cổ tức bền vững. Lợi nhuận sau thuế của APC đã tăng gấp đôi trong 2 năm qua tương đương CAGR 41%. Quan trọng hơn, lợi nhuận trên đến từ sự cải thiện hoạt động kinh doanh chính bao gồm: 1) lợi nhuận hoạt động kinh doanh chính tăng với tốc độ CAGR 11%/năm do lợi nhuận gộp được cải thiện do đạt tính kinh tế về quy mô và 2) lãi vay giảm từ 11 tỷ còn 3 tỷ đồng do nợ vay đã giảm 60%. Với dòng tiền dương mạnh, khả năng sinh lãi được cải thiện do cạnh tranh trong ngành giảm, và tỷ lệ nợ / tổng tài sản chỉ là 22%, APC có đầy đủ điều kiện để đẩy mạnh hoạt động kinh doanh trong tương lai mà vẫn duy trì sự lành mạnh của bảng cân đối kế toán.

### Định giá

Chúng tôi lạc quan về khả năng hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2015 của APC, và dự kiến APC sẽ tăng trưởng khả quan trong 3 năm tới dựa trên sự đột phá về xuất khẩu của Việt Nam và sự sẵn sàng của APC trong việc chuẩn bị đón đầu cơ hội. Trong 2 quý đầu năm, cho dù tình hình xuất khẩu thủy sản chậm do định giá VND cao, APC vẫn đạt mức tăng trưởng LNST 20% so với cùng kỳ năm ngoái. Với sự cải thiện của hoạt động xuất khẩu thủy sản trong quý III/2015 sau khi điều chỉnh tỷ giá, chúng tôi dự kiến APC sẽ hoàn thành kế hoạch kinh doanh LNST 2015 là 27,7 tỷ đồng, tương đương mức EPS 2015 2.350 đ/ cổ phiếu, P/E fwd 2015 7.6 lần và P/B fwd 2015 là 1.2 lần.

Với dự báo tốc độ của APC tăng trưởng hàng năm 15%/năm trong 3 năm tới (thấp hơn mức tăng trưởng 18%/năm theo kế hoạch xây dựng phát triển ngành chiếu xạ của Chính phủ đến năm 2020 và mức 20% mà APC đạt được trong quý II/2015) và có tính tới mức chiết khấu chung của các cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường và rủi ro sát nhập với Thái Sơn, APC được định giá ở mức 22.800 đ/ cổ phiếu, tương đương tăng trưởng 25% từ mức giá hiện tại. Chúng tôi đánh giá MUA với cổ phiếu APC.

Doanh thu- Lợi nhuận của APC



**1. Tổng quan doanh nghiệp APC**

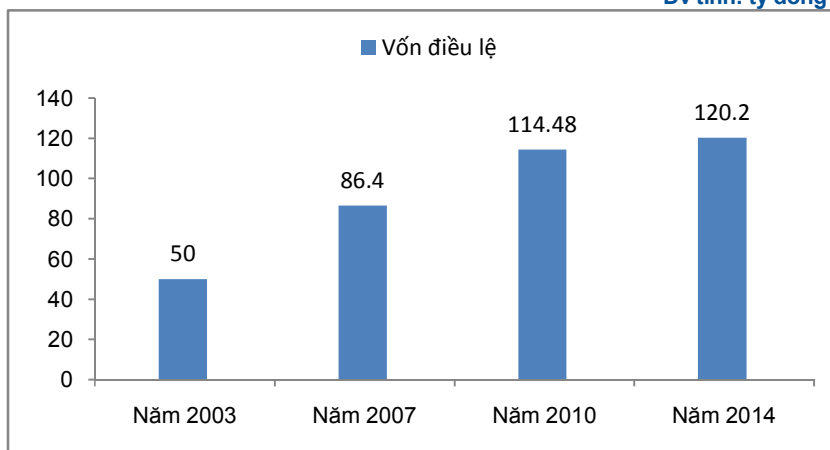
**Công ty Cổ phần Chiếu xạ An Phú (APC)** được thành lập từ năm 2006 và niêm yết trên sàn chứng khoán từ năm 2010. Công ty hoạt động trong một ngành có điều kiện với rào cản kỹ thuật cao là ngành chiếu xạ, tập trung chủ yếu vào chiếu xạ thủy sản và chiếu xạ trái cây. Ngành chiếu xạ hiện nay chỉ có 3 doanh nghiệp, An Phú, Thái Sơn và Sơn Sơn, trong đó APC và Thái Sơn có quan hệ chặt chẽ với nhau và có vị thế chi phối với ngành. Công ty có một nhà máy chiếu xạ tại Bình Dương và một nhà máy tại Khu công nghiệp Bình Minh, Vĩnh Long. Năng lực chiếu xạ của An Phú hiện tại là 30.000 tấn thủy sản/năm và 24.000 tấn trái cây/năm. Những cổ đông chính của An Phú là chủ tịch Võ Thủy Dương (13,48%) và công ty có liên quan là công ty TNHH Thái Sơn (19,48%). Tỷ lệ nắm giữ của những người liên quan tới Thái Sơn hiện đã lên tới 50% APC. An Phú hiện chiếm khoảng 60% thị phần chiếu xạ thủy sản và 70% thị phần chiếu xạ trái cây.

|                  | APC   | Thái Sơn              | Sơn Sơn                  |
|------------------|---|-----------------------|--------------------------|
| Công suất        | Bình Dương: 120 tấn/ngày<br>Vĩnh Long: 150 tấn/ngày | Cần Thơ: 150 tấn/ngày | Bình Chánh: 100 tấn/ngày |
| Loại tia chiếu   | Co-60 Gamma   | Co-60 Gamma           | X                        |
| Sản phẩm chủ yếu | Thủy sản, trái cây, đồ khô                          | Thủy sản              | Trái cây                 |

**Quá trình tăng vốn của APC từ năm 2010 đến nay**

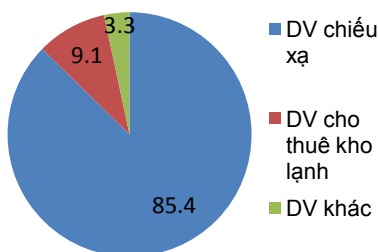
Công ty Cổ phần chiếu xạ An Phú (APC) hoạt động với vốn điều lệ ban đầu là 50 tỷ đồng, trải qua 3 lần tăng vốn, hiện nay vốn điều lệ của APC là 120 tỷ đồng. Số cổ phiếu lưu hành là 11,8 triệu cổ phiếu do công ty có tiến hành mua lại cổ phiếu quỹ gần đây.

Đv tính: tỷ đồng

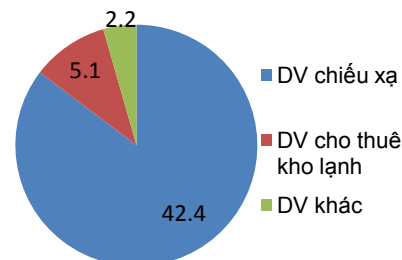


**Cơ cấu doanh thu của APC năm 2014 và 6 tháng năm 2015**

Cơ cấu doanh thu năm 2014



Cơ cấu doanh thu 6T 2015



## ■ Các sản phẩm chiếu xạ chính của công ty

### *Công nghệ chiếu xạ trái cây tươi :*

Chiếu xạ trái cây tươi là công nghệ sử dụng năng lượng bức xạ ion hoá để xử lý sản phẩm nhằm tiêu diệt các ký sinh trùng, ruồi đục quả, kéo dài thời gian bảo quản của sản phẩm. Hiện nay các sản phẩm trái cây công ty chiếu xạ để xuất khẩu như nhãn, vải, thanh long, chôm chôm, xoài, vú sữa.

### *Công nghệ chiếu xạ sản phẩm thủy sản.*

Chiếu xạ thủy sản là công nghệ sử dụng năng lượng bức xạ ion hoá để xử lý sản phẩm nhằm tiêu diệt các vi sinh vật gây bệnh, kéo dài thời gian bảo quản của sản phẩm. Các sản phẩm như thủy sản và sản phẩm thủy sản (Tôm đông lạnh, cá tra đông lạnh, hải sản các loại, thực phẩm chế biến, thịt gia súc, gia cầm và sản phẩm từ gia cầm ở dạng tươi sống và đông lạnh...).

### *Dịch vụ cho thuê kho lạnh:*

Ngoài dịch vụ chiếu xạ, công ty cổ phần chiếu xạ An Phú còn có dịch vụ cho thuê kho lạnh, tiện lợi hơn cho khách hàng lưu trữ hàng hóa trước và sau khi chiếu xạ. Với hệ thống kho lạnh 3000 tấn đạt tiêu chuẩn châu Âu.

## ■ Chính sách cổ tức

APC duy trì chính sách trả cổ tức tương đối tốt (20%/năm 2010, 10% năm 2011, 2013 và 5% cho năm 2014). Với nhu cầu đầu tư tăng trưởng mạnh trong thời gian tới, cổ tức nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức từ 5% đến 10% mệnh giá.

## ■ Tăng trưởng 2 quý năm 2015

Trong 2 quý đầu năm, tăng trưởng doanh thu đạt 11% so với cùng kỳ, tốc độ tăng trưởng theo quý từ mức thấp 2,4% (Q1/2015 so cùng kỳ) tăng lên 20% (Q2/2015). Tốc độ tăng trưởng đã cải thiện đáng kể so với mức 6,8% (2014) và -10% (2013). Dòng tiền mạnh và vị thế thị trường mạnh giúp APC cải thiện hiệu quả hoạt động (giảm lãi vay và chi phí bán hàng), giúp lợi nhuận thuần tăng 30% và LNST tăng 20% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng yếu tố hội nhập đã bắt đầu được phản ánh trong kết quả tăng trưởng của APC và chúng tôi đã thấy cơ sở để chuyển APC từ một cổ phiếu tăng trưởng thấp sang một cổ phiếu có tăng trưởng khả quan, tương đương với một mức định giá cao hơn cho APC.

## 2. Điểm nhấn đầu tư

### ■ Hoạt động định phí nên sau khi vượt qua điểm hòa vốn thì tốc độ tăng lợi nhuận sẽ nhanh hơn tăng trưởng doanh thu

60% chi phí của APC là chi phí cố định gồm chi phí khấu hao ~ 13 tỷ/năm cho nhà máy hiện tại và chi phí mua nguyên liệu chiếu xạ ~ 15 tỷ đ/năm. Với tổng công suất là 54.000 tấn hàng hóa chiếu xạ/năm, sau khi vượt qua điểm hòa vốn (25.000 tấn/năm) thì phần lớn doanh thu sẽ chuyển hóa thành lợi nhuận. Do đó, vấn đề chủ yếu trong ngắn hạn của APC là giải quyết vấn đề tăng trưởng doanh thu, đặc biệt là với nhà máy An Phú, Bình Minh hiện mới hoạt động trên 50% công suất. Điểm tích cực là cho đến quý I/2015 An Phú Bình Minh đã vượt qua điểm hòa vốn nên lợi nhuận của An Phú Bình Minh sẽ tăng nhanh khi nhà máy tăng công suất.

### ■ Hoạt động kinh doanh chiếu xạ đa dạng hơn từ sau 2012 giúp tăng trưởng ổn định

Trước 2012, hoạt động chiếu xạ của APC chủ yếu phụ thuộc vào chiếu xạ thủy sản, tuy nhiên, thủy sản phải cạnh tranh giá mạnh trên thị trường thế giới nên nhu cầu chiếu xạ có xu hướng giảm sút trong ngắn hạn (từ 3% giá trị xuất khẩu thủy sản năm 2010 nhưng hiện nay khoảng gần 1% giá trị xuất khẩu). APC đã nỗ lực đa dạng hóa ngành hàng sang lĩnh vực chiếu xạ trái cây là lĩnh vực nhiều nước (Mỹ, Úc) có yêu cầu chặt chẽ về chiếu xạ cũng như lĩnh vực chiếu xạ đồ khô (chủ yếu đi Nga). Doanh thu chiếu xạ thủy sản từ mức 80% doanh thu thuần đã giảm xuống còn khoảng 35%. Khác với ngành thủy sản đang tăng chậm do thiếu cạnh tranh về tỷ giá cũng như bị gặp thuế chống phá giá, trái cây đang là một trong những nông sản có mức tăng trưởng xuất khẩu ấn tượng nhất. Theo Hiệp hội Rau quả Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu rau quả 8 tháng đầu năm nay đạt 1,1 tỷ USD, cao hơn cả năm 2014 (năm 2014 đạt 1,05 tỷ USD). Các nước như Mỹ thường xuyên gặp các vụ nhiễm khuẩn trái cây nên chúng tôi tin rằng các nhà xuất khẩu trái cây Việt Nam sẽ khó cắt bỏ được yêu cầu chiếu xạ như các nhà xuất khẩu thủy sản

- **Triển vọng tăng trưởng chiếu xạ sau khi các hiệp định thương mại song phương và đa phương được ký kết.**

APC là một trong những doanh nghiệp sẽ hưởng lợi trực tiếp từ việc Việt Nam sẽ trở thành một trong số những nền kinh tế mở nhất thế giới đặc biệt sau khi TPP được ký kết. Như trình bày ở trên, số lượng hàng thủy sản chiếu xạ hiện chiếm tỷ trọng rất thấp, trong khi đó, xuất khẩu trái cây đi các thị trường như Mỹ, Úc, Nhật, EU... mới chỉ được đẩy mạnh trong 3 năm gần đây và dư địa tăng trưởng còn rất lớn. Số lượng trái cây đến các thị trường khó tính đòi hỏi chiếu xạ như Mỹ, Úc, Nhật, EU... hiện chỉ chiếm khoảng 2-3% kim ngạch trái cây xuất khẩu do các doanh nghiệp vẫn còn lo ngại về quy mô thị trường cũng như chi phí cao do phải xử lý nhiệt và chiếu xạ.

Với việc Việt Nam đã ký FTA với khối Nga-Belarus-Kazakhstan, sẽ ký kết hiệp định FTA với châu Âu vào cuối năm 2015, và sắp tới là TPP thì APC sẽ được hưởng lợi gián tiếp từ việc 1) hàng nông thủy sản Việt Nam sẽ tăng được thị phần ở các thị trường trên do giảm thuế nhập khẩu 2) hàng thủy sản xuất khẩu nhiều khả năng phải đáp ứng các yêu cầu về chiếu xạ nghiêm ngặt hơn theo các quy định kỹ thuật cụ thể của các hiệp định. Với vị trí nhà máy chiếu xạ tại vùng trồng rau quả và nuôi trồng thủy sản chính của Việt Nam, chúng tôi tin tưởng APC hội tụ đủ nhu cầu bên ngoài, vị trí chiến lược, kinh nghiệm uy tín trong ngành và khả năng tăng trưởng nhanh chóng về quy mô để hưởng lợi từ xu thế trên.

Vấn đề tỷ giá:

Vấn đề tỷ giá đã ảnh hưởng mạnh tới xuất khẩu nông sản trong hai quý đầu năm, tuy nhiên với sự điều chỉnh tỷ giá mạnh mẽ vào cuối quý II/2015, đã có những dấu hiệu tăng trưởng trở lại ở nhiều mặt hàng chủ chốt như tôm, cá tra. Chúng tôi cho rằng tỷ giá sẽ tiếp tục được điều chỉnh tương đối linh hoạt trong năm 2016 để tạo cơ địa cho hàng xuất khẩu Việt Nam có sức cạnh tranh hơn. APC không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi vấn đề tỷ giá tuy nhiên tỷ giá hỗ trợ mạnh cho xuất khẩu sẽ giúp APC đảm bảo tốc độ tăng trưởng cao.

- **Cơ cấu tài chính của công ty lành mạnh, nợ vay chiếm tỷ trọng thấp trong nợ phải trả.**

Là một công ty hoạt động trong lĩnh vực có rào cản cạnh tranh tốt, APC luôn hoạt động có lãi từ khi lên niêm yết. Công ty chỉ gặp một vấn đề nhỏ khi chỉ số tài sản ngắn hạn/nợ ngắn hạn thiếu an toàn trong năm 2012 (là năm kinh tế khó khăn trong khi APC thì vừa hoàn thành nhà máy tại Vĩnh Long). Tuy vậy, nhờ việc có doanh thu bán hàng ổn định và thành công trong việc đa dạng hóa mặt hàng chiếu xạ APC đã nhanh chóng giảm được nợ vay và đưa các chỉ số tài chính về mức an toàn khá cao. APC cũng không có hoạt động đầu tư đa ngành sang các lĩnh vực khác nên dòng tiền tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Với rào cản tốt, lợi nhuận gộp của APC lên tới 50% doanh thu và lợi nhuận thuần là 25%. Đây là tỷ suất lợi nhuận thuộc nhóm tốt nhất trong các công ty đang niêm yết. Với lợi thế quy mô và kinh nghiệm hoạt động lâu năm trong ngành, trong ngắn hạn vấn đề với APC chủ yếu sẽ phụ thuộc vào tốc độ tăng trưởng doanh thu, điều chúng tôi kỳ vọng sẽ tăng trưởng khả quan sau khi các hiệp định thương mại có hiệu lực.

### 3. Cập nhật các dự án triển khai

Với số tiền đầu tư 30 tỷ mua nguyên liệu chiếu xạ đã được phê duyệt trong quý III/2015 (gấp đôi mức sử dụng trung bình năm, tương đương 60% chi phí trả trước mua nguồn liệu chiếu xạ hiện tại) sẽ giúp cho APC tăng cường hoạt động của nhà máy chiếu xạ An Phú Bình Minh hiện mới hoạt động trên 50% công suất.

Bên cạnh đó, APC **dự tính** sẽ tăng trưởng quy mô bằng việc sát nhập với Thái Sơn, hiện có quy mô bằng hơn 1/2 APC. Thực tế mối quan hệ giữa 2 công ty hiện đã rất chặt chẽ và APC đã ứng tiền mua nguyên liệu chiếu xạ cho Thái Sơn trong năm 2015 (7 tỷ đ). Việc sát nhập này, nếu xảy ra, có thể gây ra những lo ngại nhất định về giá mua và chuyển đổi khi Thái Sơn nhiều khả năng hoạt động không hiệu quả bằng APC. Theo các thông số về công suất thì Thái Sơn có công suất bằng 56% APC nhưng thị phần chỉ chiếm khoảng 10% so với 60% của APC. Trong một ngành có định phí cao như chiếu xạ chúng tôi đánh giá Thái Sơn hiện mới chỉ hoạt động quanh mức hòa vốn.

Với việc Thái Sơn hiện nắm giữ chi phối APC, điều này xuất hiện rủi ro trong ngắn hạn về giá chuyển đổi giữa 2 doanh nghiệp, tuy nhiên về dài hạn, đây là động thái phù hợp để APC có thể đạt nhanh chóng tăng trưởng về quy mô và minh bạch hơn trong kinh doanh, đảm bảo vị thế của APC trong ngành (theo định hướng của Chính phủ thì sẽ mở rộng cửa hơn

cho các doanh nghiệp khác tham gia vào thị trường chiếu xạ để đáp ứng nhu cầu trong tương lai).

APC cũng một kế hoạch đầu tư một nhà máy ở phía Bắc với vốn đầu tư 150 tỷ đồng nhằm đón đầu xuất khẩu vải tại khu vực này. Ngoài, ra APC cũng có kế hoạch nâng công suất hai nhà máy An Phú Bình Dương và An Phú Vĩnh Long. Khác với việc sát nhập Thái Sơn, việc mở rộng trên, nếu có, sẽ cần nhiều thời gian hơn để có thể tác động tích cực tới tăng trưởng lợi nhuận của APC, đặc biệt là quyết định xâm nhập thị trường phía Bắc vốn không phải là thị trường hoạt động chính của APC.

#### 4. Rủi ro

Với việc sát nhập giữa APC và Thái Sơn hiện chưa diễn ra thì hiện vẫn còn những lo ngại về hoạt động minh bạch giữa hai doanh nghiệp này cũng như tỷ lệ chuyển đổi khi mà chúng tôi chưa nắm được báo cáo tài chính của Thái Sơn. Rủi ro pha loãng do tăng vốn cũng là điều cần chú ý khi APC có kế hoạch mạnh mẽ trong việc mở rộng sản xuất. Cuối cùng, cạnh tranh trong ngành nhiều khả năng sẽ gia tăng trong tương lai khi nhiều doanh nghiệp chú ý tới thị trường chiếu xạ và điều này sẽ ảnh hưởng tới vị trí độc tôn hiện tại cũng như lợi nhuận gộp của APC trong dài hạn.

#### 5. Định giá

Trên cơ sở dự phóng tăng trưởng CAGR là 15%/năm trong 3 năm tới, theo phương pháp DCF, chúng tôi định giá APC có vùng giá từ 25.000-33.000 đ/ cổ phiếu tùy theo các kịch bản tăng trưởng dài hạn khác nhau với mức định giá trung bình là 28.500 đ/ cổ phiếu. Chúng tôi áp dụng một mức chiết khấu 20% cho định giá DCF trên để phản ánh việc thị trường chứng khoán Việt Nam nói chung hiện đang có định giá thấp hơn mô hình và việc hiện còn tồn tại những rủi ro liên quan tới việc sát nhập Thái Sơn và APC. Trên cơ sở trên, chúng tôi đánh giá MUA với APC với giá hợp lý là 22.800 đ/ cổ phiếu, cao hơn 25% so với mức giá giao dịch hiện tại. Ở mức giá trên, APC sẽ được định giá ở mức P/E fwd 2015 là 9.7 lần và P/B fwd 2015 là 1.35 lần. Chúng tôi tin rằng APC sẽ có định giá cao hơn nếu việc sát nhập giữa APC và Thái Sơn được thực hiện với một tỷ lệ hoán đổi hợp lý.

**TÓM TẮT KQKD BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

| <b>BÁO CÁO KQKD 3 NĂM GẦN NHẤT</b> |                     |                     |                     |
|------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Tỷ VND                             | 2012                | 2013                | 2014                |
| <i>Kiểm toán</i>                   | <i>Đã kiểm toán</i> | <i>Đã kiểm toán</i> | <i>Đã kiểm toán</i> |
| Doanh thu thuần                    | 101                 | 91.7                | 97.7                |
| <i>Tăng trưởng</i>                 |                     | -9.2%               | 6.5%                |
| Giá vốn hàng bán                   | -54.5               | -48.9               | -47.1               |
| Lãi gộp                            | 46.4                | 42.8                | 50.6                |
| <i>Tỷ suất lãi gộp</i>             | <i>45.9%</i>        | <i>46.7%</i>        | <i>51.8%</i>        |
| Thu nhập tài chính                 | 0.2                 | 0.2                 | 0.5                 |
| Thu nhập từ đầu tư tài chính       |                     |                     |                     |
| Chi phí tài chính                  | -11                 | -7.2                | -3.8                |
| Chi phí bán hàng                   | -5.8                | -4.1                | -3.8                |
| Chi phí quản lý Doanh nghiệp       | -12.6               | -12.4               | -12.2               |
| Lãi/lỗ từ HĐ Kinh doanh            | 17.2                | 19.3                | 31.3                |
| <i>Tỷ suất lãi từ HĐKD</i>         | <i>17.0%</i>        | <i>21.0%</i>        | <i>32.0%</i>        |
| Lãi/lỗ từ công ty con, liên kết    | 0                   | 0                   | 0                   |
| Thu nhập/(chi phí) khác            | -0.4                | -0.8                | -0.1                |
| Lãi/(lỗ) trước thuế                | 16.8                | 18.5                | 31.3                |
| Thuế TNDN-hiện thời                | -3.9                | -4.2                | -6.1                |
| Thuế TNDN-hoãn lại                 | 0                   | 1.3                 | -0.2                |
| Lãi/(lỗ) ròng                      | 13                  | 15.6                | 25                  |
| <i>Tỷ suất lãi ròng</i>            | <i>12.9%</i>        | <i>17.0%</i>        | <i>25.6%</i>        |
| <b>EPS</b>                         | <b>1135</b>         | <b>1362</b>         | <b>2080</b>         |

| <b>CÂN ĐỐI KẾ TOÁN 3 NĂM GẦN NHẤT</b> |                     |                     |                     |
|---------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Tỷ VND                                | 2012                | 2013                | 2014                |
| <i>Kiểm toán</i>                      | <i>Đã Kiểm toán</i> | <i>Đã Kiểm toán</i> | <i>Đã Kiểm toán</i> |
| Tiền và Tương đương tiền              | 7.2                 | 8.6                 | 20.6                |
| Đầu tư Tài chính ngắn hạn             | 0                   | 0                   | 0                   |
| Các khoản phải thu                    | 20.6                | 14.8                | 14.5                |
| Hàng tồn kho, ròng                    | 0.3                 | 0.4                 | 0.3                 |
| TS lưu động khác                      | 2.1                 | 9.6                 | 8.9                 |
| <b>Tổng tài sản Ngắn hạn</b>          | <b>30.2</b>         | <b>33.3</b>         | <b>44.3</b>         |
| Phải thu dài hạn                      | 0                   | 0                   | 0                   |
| Tài sản Cố định ròng                  | 156.3               | 140.9               | 125.9               |
| Bất động sản đầu tư                   | 0                   | 0                   | 0                   |
| Đầu tư tài chính dài hạn              | 0                   | 0                   | 0                   |
| Tài sản dài hạn khác                  | 62.4                | 48.1                | 51.3                |
| <b>Tổng Tài sản dài hạn</b>           | <b>218.7</b>        | <b>189</b>          | <b>177.1</b>        |
| <b>Tổng Tài sản</b>                   | <b>248.9</b>        | <b>222.3</b>        | <b>221.5</b>        |
| <i>Tăng trưởng</i>                    |                     | -10.7%              | -0.4%               |
| Vay ngắn hạn                          | 25.3                | 13                  | 11.6                |
| Phải trả nhà cung cấp                 | 6.4                 | 6                   | 5.9                 |
| Nợ ngắn hạn khác                      |                     |                     |                     |
| <b>Công nợ ngắn hạn</b>               | <b>40.6</b>         | <b>26</b>           | <b>27.4</b>         |
| Vay dài hạn                           | 55                  | 38.9                | 22.5                |
| Phải trả nhà cung cấp dài hạn         | 0                   | 0                   | 0                   |
| Nợ dài hạn khác                       | 0                   | 0                   | 0                   |
| <b>Công nợ dài hạn</b>                | <b>55</b>           | <b>38.9</b>         | <b>22.5</b>         |
| Vốn góp                               | 114.5               | 114.5               | 120.2               |
| Thặng dư vốn cổ phần                  | 0                   | 0                   | 0                   |
| Vốn khác                              | 0                   | 0                   | 0                   |
| Cổ phiếu quỹ                          | -0.1                | -0.1                | 0                   |
| Chênh lệch đánh giá lại TS            | 0                   | 0                   | 0                   |
| Các quỹ                               |                     |                     |                     |
| Lãi chưa phân phối                    | 29.7                | 33.7                | 42                  |
| Quỹ khen thưởng phúc lợi              | 0                   | 0                   | 0                   |
| <b>Vốn chủ Sở hữu</b>                 | <b>153.3</b>        | <b>157.4</b>        | <b>171.5</b>        |
| <i>Tăng trưởng</i>                    |                     | 2.7%                | 9.0%                |
| <b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>       | <b>0</b>            | <b>0</b>            | <b>0</b>            |
| <b>Tổng công nguồn vốn</b>            | <b>248.9</b>        | <b>222.3</b>        | <b>221.5</b>        |
| <i>Tăng trưởng</i>                    |                     | -10.7%              | -0.4%               |

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

| <b>Xếp hạng</b>    | <b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b> |
|--------------------|---|
| MUA                | >=20%   |
| KHẢ QUAN           | Từ 10% đến 20%  |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Từ -10% đến +10%                                      |
| KÉM KHẢ QUAN       | Từ -10% đến - 20%                                     |
| BÁN                | <= -20%   |

### **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

#### **MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

#### **MBS HỢI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.