

**Ngành Phân bón-ICB 1350
Ngày 30 tháng 08 năm 2016**

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP CTCP Phân bón Bình Điền (BFC)



Giá điều chỉnh đv Klg: 10,000cp

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá hợp lý (đ/cp)	48.000
Giá thị trường (30/08/2016)	41.000
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	48
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1.953
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1.049
Sở hữu nước ngoài (%)	14,75%
Giá thị trường (30/08/2016)	41.000
KLTB 10 ngày (nghìn cp)	85.506
Giá thấp nhất 52T (đ)	20.200
Giá cao nhất 52T (đ)	44.200
+/- 7 ngày qua	-6,82%
+/- 1 tháng qua	+16,81%

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi

Email: tuoith@bsc.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu BFC với giá mục tiêu 12 tháng tới là 48.000 đ/cp (upsie 17%) theo phương pháp FCFF và P/E. Ngày 30/8/2016, cổ phiếu BFC được giao dịch tại mức giá 41.000 đồng/cp, tương đương P/E FW và P/B lần lượt là 8,13x và 1,85x, tương đối rẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành. BFC dẫn đầu ngành về năng lực sản xuất phân NPK tại Việt Nam, được hưởng lợi trực tiếp từ sự giảm giá nguyên liệu đầu vào. Tỷ lệ cổ tức cao. Nhà đầu tư có thể tham khảo các báo cáo cập nhật về BFC [tại đây](#).

Dự báo kết quả kinh doanh 2016. Chúng tôi dự báo, tổng sản lượng tiêu thụ năm 2016 của công ty đạt 647 nghìn tấn NPK, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2016 đạt lần lượt là 6.050 tỷ đồng và 267 tỷ đồng (+17% yoy), tương đương EPS 2016 là 5.046 đồng/cp.

Dẫn đầu thị trường phân bón NPK tại Việt Nam. Công suất lớn nhất cả nước, đạt 927 nghìn tấn/năm, dự kiến tăng thêm 250 nghìn tấn/năm sau khi hoàn thành giai đoạn 2 của 2 nhà máy tại Ninh Bình và Tây Ninh. BFC chiếm khoảng 28% thị phần miền Nam, 10% tại miền Bắc và 10% tại miền Trung. Điểm mạnh của BFC là hệ thống bán hàng năng động, tận dụng hiệu quả kênh đại lý phủ khắp cả nước và nhận diện thương hiệu tốt. Phát triển thị trường miền Bắc và mở rộng xuất khẩu tạo động lực tăng trưởng cho BFC trong bối cảnh nhu cầu trong nước đã bão hòa.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh cải thiện biên lợi nhuận của BFC. Chi phí nguyên liệu chiếm 86%-90% chi phí SXKD từ 2012-2015. Trong 6T2016, giá trung bình các nguyên liệu chính là ure, DAP và Kali giảm lần lượt là 24%, 8% và 14% so với năm 2014 trong khi giá đầu ra giảm khoảng 1,3%. Biên lợi nhuận gộp (LNG) tăng từ 10,67% năm 2014 lên 13,93% trong 6T2016. Chúng tôi nhận thấy, tốc độ giảm giá phân NPK thường chậm hơn phân đơn, do vậy, doanh nghiệp có xu hướng duy trì và cải thiện biên LNG.

CTCP Bình Điền Ninh Bình tiết giảm chi phí cho BFC. Sau khi so sánh giữa chi phí vận chuyển, thuế TNDN tiết kiệm được với chi phí lãi vay và khấu hao tăng lên, chúng tôi dự báo CTCP Bình Điền Ninh Bình tiết kiệm khoảng 33 tỷ đồng LNST của cổ đông công ty mẹ BFC trong năm 2016 (tương đương 12% LNST).

Cổ tức cao. Cổ tức năm 2015 là 28% tiền mặt. Năm 2016, đại hội cổ đông đã thông qua phương án chi trả cổ tức 2016 là 30% tiền mặt. Đồng thời, BFC phát hành 20% cổ phiếu thưởng từ nguồn vốn chủ sở hữu trong tháng 9/2016.

	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	7,423	6,585	6,377	6,038	6,050
% tăng trưởng y-o-y		-11%	-3%	-5%	0%
Tổng tài sản (tỷ đ)	2,557	2,918	2,986	3,570	3,755
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	554	669	842	1,107	1,199
Vốn điều lệ (tỷ đ)	397	397	476	476	572
CPLH bình quân (Tr cp)	40	40	48	48	57
LN sau thuế (tỷ đ)	139	211	229	229	267
% tăng trưởng y-o-y		52%	9%	0%	17%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3,494	5,312	5,396	4,326	5,046
Giá trị sổ sách (đ/cp)	13,945	16,854	17,684	23,245	20,981
Lợi nhuận gộp biên	7%	11%	11%	13%	14%
ROS	2%	3%	4%	4%	4%
ROE	27%	34%	30%	23%	23%
ROA	5%	8%	8%	7%	7%

Nguồn: BCTC BFC, BSC tổng hợp

TỔNG QUAN VỀ BFC

Giới thiệu chung	
Công ty	CTCP Phân bón Bình Điền
Trụ sở	C12/21 Tân Kiên-Bình Chánh-HCM
Web site	http://binhdien.com/
Điện thoại	(08) 37560110
Fax	(08) 3756 0799
Vốn điều lệ:	476,4 tỷ đồng

Lĩnh vực hoạt động - Sản xuất, KD phân bón

Lịch sử hình thành	
Năm	Sự kiện
	Xí nghiệp phân bón Bình Điền II
1991	Xây dựng thương hiệu phân bón Đầu Trâu
2003	Công ty phân bón Bình Điền
2008	Cổ phần hóa CT phân bón Bình Điền
2015	Niêm yết trên HOSE

Quá trình thay đổi vốn điều lệ	
Thời gian	Sự kiện
2008	Cổ phần hóa, VDL: 397 tỷ đ
2014	Phát hành tăng vốn lên 476 tỷ đ

TT	Các công ty con	VĐL (tỷ đ)	Sở hữu
1	TNHH MTV Thể thao Bình Điền Long AN	5	100%
2	CTCP Bình Điền Lâm Đồng	49	51%
3	CTCP Bình Điền Mekong	30	51%
4	CTCP Bình Điền Quảng Trị	30	51%
5	CTCP Bình Điền Ninh Bình	100	51%

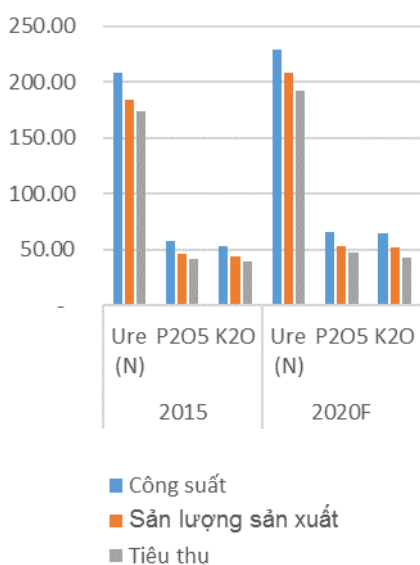
Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL

TT	Tên	Số cổ phần	Sở hữu
1	Vinachem	30.966.000	65.00%

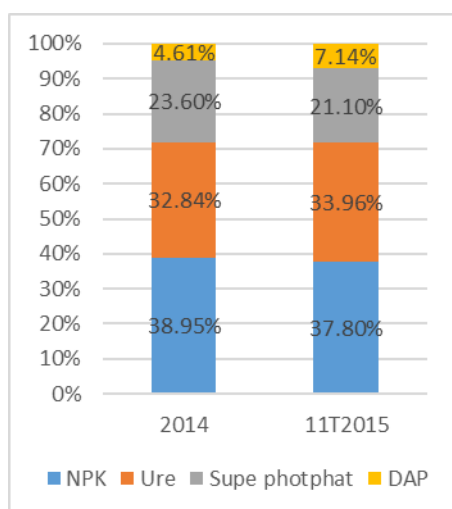
Cơ cấu cổ đông đến 24/05/2016

TT	Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Số lượng cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	30.966.000	65,00%	1
2	Cổ đông bên trong	164.840	0,35%	
	- Hội đồng quản trị	7.080	0,01%	1
	- Ban kiểm soát	12.200	0,03%	1
	- Ban Giám đốc	145.560	0,31%	4
	- CBCNV			
3	Cổ đông bên ngoài	16.509.160	34,65%	
	- Trong nước		19,90%	
	- Nước ngoài		14,75%	
	Tổng cộng	47.640.000	100%	

(Nguồn: BFC)

TRIỂN VỌNG NGÀNH PHÂN BÓN NPK
Công suất, sản lượng sản xuất và tiêu thụ phân bón thể giới


Nguồn: IFA

Tỷ trọng sử dụng phân bón ở Việt Nam


Nguồn: Agromonitor

Phân bón cung cấp nguồn dinh dưỡng cần thiết cho cây trồng sinh trưởng và phát triển. Theo thành phần, phân bón có thể chia thành phân hữu cơ, phân vi sinh vật và phân vô cơ (còn gọi là phân hóa học). Phần lớn các công ty sản xuất phân bón cung ứng phân vô cơ, gồm:

- Phân đơn (với 3 thành phần chủ yếu là N (phân đạm, ure), P (phân lân) và K (phân Kali))
- Phân hỗn hợp: là loại phân có chứa ít nhất 2 thành phần dinh dưỡng như phân đôi (DAP, MAP, MKP) và phân ba NPK.

Ngoài các thành phần cơ bản là N, P và K, các dinh dưỡng cần thiết cho cây trồng còn có các nguyên tố trung lượng (Canxi, Lưu huỳnh, Magie,...) và vi lượng (sắt, kẽm, Mangan, Bo, Đồng, Clo,...), cũng đã được các công ty phân bón cung cấp trong các sản phẩm.

Các sản phẩm phân bón đa yếu tố, do được trộn theo tỷ lệ dinh dưỡng nhất định, và có nhiều sản phẩm chuyên biệt dùng riêng cho từng loại cây trồng, trong từng thời kỳ sinh trưởng và phát triển của cây trồng, nên tiện lợi, dễ sử dụng và tiết kiệm lao động hơn so với phân đơn.

Nhu cầu sử dụng phân NPK. Nhu cầu sử dụng phân bón NPK phụ thuộc vào (1) diện tích canh tác, (2) tương quan giá các loại phân đơn và phân NPK do khả năng chuyển đổi linh hoạt giữa các loại phân đơn và phân đa. Mặc dù, tiện lợi hơn, nhưng do giá các loại phân đơn giảm nhanh hơn trong thời gian qua, nên chúng tôi nhận thấy chưa có xu hướng rõ ràng cho việc chuyển dịch từ sử dụng các loại phân đơn yếu tố sang phân NPK. Tỷ trọng tiêu thụ phân NPK trong năm 2015 giảm nhẹ so với năm 2014, giảm từ 38,95% còn 37,8%.

Thị trường NPK bão hòa. Tổng nhu cầu phân bón tại thị trường Việt Nam vào khoảng 10 triệu tấn/năm, trong đó, nhu cầu NPK năm 2015 theo ước tính của Agromonitor là 3,9 triệu tấn (+2,6% yoy). Nhu cầu tiêu thụ phân NPK năm 2016 dự báo tăng chậm, tăng 2,5% lên 4 triệu tấn nhờ tăng diện tích đất canh tác. Tồn kho cuối năm 2016 dự báo là 288 nghìn tấn.

Sản lượng sản xuất, tiêu thụ và tồn kho phân bón NPK

Cung-cầu	2014	2015	2016F
Tồn kho đầu kỳ		320,000	257,622
Cung			
<i>Sx trong nước</i>	4,063,804	4,186,995	4,390,000
<i>Nhập khẩu</i>	3,800,000	3,800,000	4,000,000
Cầu			
<i>Cây trồng</i>	263,804	386,995	390,000
<i>XK</i>	4,114,177	4,249,373	4,360,000
Tồn kho cuối kỳ	3,800,000	3,900,000	4,000,000
	314,177	349,373	360,000
	320,000	257,622	287,622

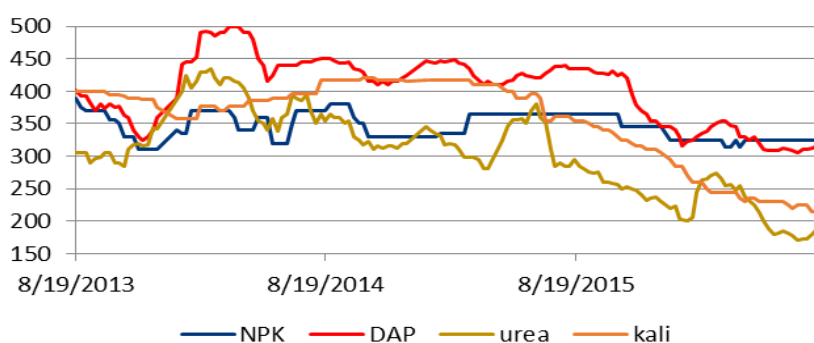
Nguồn: Agromonitor, 2015

Cạnh tranh cao và đang có xu hướng tăng.

- Cấu trúc thị trường phân tán, rào cản gia nhập ngành thấp.** Nguồn nguyên liệu đầu vào là ure, DAP, lân và Kali sẵn có. Chi phí đầu tư đối với các dây chuyền thủ công không lớn. Do vậy, số lượng doanh nghiệp sản xuất NPK lớn và đang tăng (ước tính hơn 100 nhà sản xuất). Bình Điền là doanh nghiệp phân bón đầu ngành cũng chỉ cung ứng khoảng 16% sản lượng sản xuất của cả nước trong năm 2015.
- Công suất sản xuất tiếp tục tăng.** Tổng công suất sản xuất phân NPK cả nước ước tính khoảng 4 triệu tấn/năm. Cuối năm 2015, Bình Điền khánh thành và đưa vào hoạt động 2 nhà máy sản xuất phân bón NPK với tổng công suất giai đoạn 1 tăng thêm là 250.000 tấn/năm, sau khi hoàn thành giai đoạn 2, dự kiến tổng công suất tiếp tục tăng thêm 250.000 tấn/năm. Đạm Phú Mỹ dự kiến vận hành nhà máy Nhà máy NPK với công suất lên tới 250.000 tấn trong năm 2017. Trong giai đoạn 2016-2018, theo danh mục dự án đầu tư ngành phân bón, một nhà máy mới với công suất 500.000 tấn dự kiến được triển khai tại miền Bắc. Tổng công suất sau năm 2018 ước tính tăng lên đến gần 5,3 triệu tấn/năm.
- Cạnh tranh với hàng nhập khẩu.** Nhập khẩu NPK tăng nhanh về lượng và giá trị, tăng khoảng 47% yoy trong năm 2015, đạt 387 nghìn tấn, chiếm khoảng 10% tổng nhu cầu phân bón trong nước. Thị trường nhập khẩu chính NPK vào Việt Nam là Nga, Hàn Quốc (chiếm lần lượt là 25% và 16% tổng phân NPK nhập khẩu trong năm 2015). Trong thời gian tới, thị trường NPK có thể đối mặt cạnh tranh gay gắt hơn từ các đối thủ nước ngoài, đặc biệt từ Trung Quốc với mức thuế suất giảm từ 6% về 0% từ năm 2015, theo lộ trình trong cam kết FTA Asean – Trung Quốc.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh cải thiện biên lợi nhuận cho các doanh nghiệp sản xuất NPK. Tại thị trường Việt Nam, 6T2016, giá các nguyên liệu ure, DAP và Kali tiếp tục giảm mạnh, lần lượt là 24% yoy, 4%yoy và 10%yoy trong khi giá bán NPK trung bình giảm khoảng 1,3% yoy.

Diễn biến giá phân bón thế giới

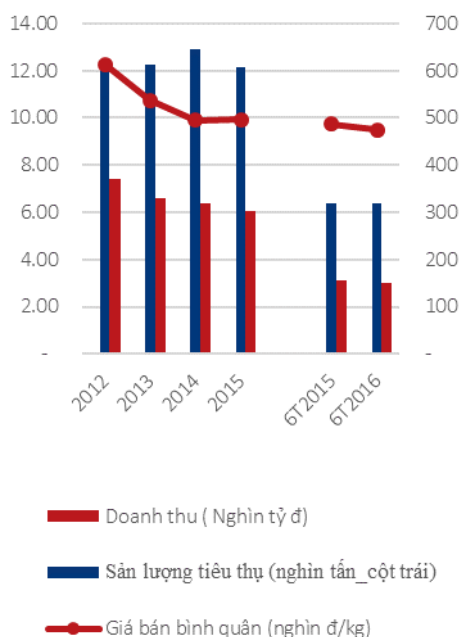


Nguồn: Bloomberg

Miễn thuế giá trị gia tăng đối với sản phẩm phân bón làm tăng chi phí sản xuất kinh doanh cho doanh nghiệp. Nội dung này đã được đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành](#). Hiện bộ Công thương đang làm việc với Bộ Tài chính xem xét việc chuyển từ miễn thuế giá trị gia tăng đối với phân bón sang áp dụng thuế xuất 0%, hỗ trợ cho các doanh nghiệp phân bón.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Doanh thu, sản lượng tiêu thụ phân bón NPK của BFC từ 2012-6T2016



Nguồn: BFC, BSC tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu giảm. Tính trung bình từ năm 2012-2015, sản lượng sản xuất của BFC giảm 3%/năm còn 560 nghìn tấn, tiêu thụ sản phẩm NPK hầu như không đổi, đạt 607 nghìn tấn vào năm 2015. 6T2016, sản lượng tiêu thụ phân NPK đạt 319 nghìn tấn, hầu như không đổi so với cùng kỳ.

Doanh thu phân bón giảm. Doanh thu phân bón liên tục giảm, giảm trung bình 7%/năm từ năm 2012-2015. Do giá bán phân NPK của BFC giảm trung bình 6,7% từ năm 2012-2015. 6T2016, doanh thu phân bón tiếp tục giảm 2,4% còn 3.030 tỷ đồng. Sản phẩm NPK của BFC được tiêu thụ tại cả thị trường trong nước và xuất khẩu, trong đó, doanh thu nội địa đóng góp từ 83-87% tổng doanh thu của công ty từ năm 2012-2015.

Kết quả kinh doanh 6T2016. Lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 129 tỷ đồng (+23% yoy) chủ yếu nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp khi giá đầu vào phân bón giảm. Biên lợi nhuận gộp 6T2016 đạt 13,93% tăng từ mức 12,33% trong 6T2015 và mức 12,58% của cả năm 2015.

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của BFC đến năm 2015

	DTT (tỷ đ)			Biên lợi nhuận gộp
	2013	2014	2015	2015
Bán thành phẩm, hàng hóa	6,583	6,375	6,031	12.56%
Nội địa	5,497	5,472	5,223	12.51%
Xuất khẩu	1,087	902	809	12.85%
Khác	2	2	6	34.37%
Tổng cộng	6,585	6,377	6,038	12.58%

Nguồn: BFC

BFC dẫn đầu về năng lực sản xuất và thị phần phân bón NPK. Tháng 12/2015, sau khi chính thức đưa vào hoạt động 2 nhà máy mới là Bình Điền Ninh Bình với công suất giai đoạn 1 là 200.000 tấn và Bình Điền Tây Ninh với công suất NPK giai đoạn 1 là 50.000 tấn, tổng công suất thiết kế của BFC tăng 37% lên tới 925.000 tấn/năm, đứng đầu cả nước. Năm 2015, công ty cung ứng ra thị trường 607.276 tấn, tương đương khoảng 16% nhu cầu tiêu thụ của cả nước. Theo thống kê của Bình Điền, công ty hiện chiếm khoảng 28% thị phần miền Nam, 10% thị phần miền Bắc và 10% tại miền Trung.

Công suất sản xuất phân bón của một số công ty trong nước.

Công ty	Thương hiệu	Công suất (tấn)
Bình Điền	Đầu trâu	925,000
Lâm Thao	Lâm Thao	700,000
CTCP Vật tư tổng hợp và phân bón hóa sinh	HS	360,000
CT Phân bón Việt Nhật	Việt Nhật	350,000
Phân bón miền Nam	Con ó	300,000
Tập đoàn quốc tế Năm Sao	Năm sao	300,000
Còn lại		1,065,000

Nguồn: BSC tổng hợp

Tiếp tục mở rộng công suất và thị phần. Tổng công suất dự kiến tăng thêm là 250.000 tấn, bổ sung năng lực sản xuất cho cả thị trường nội địa và xuất khẩu.

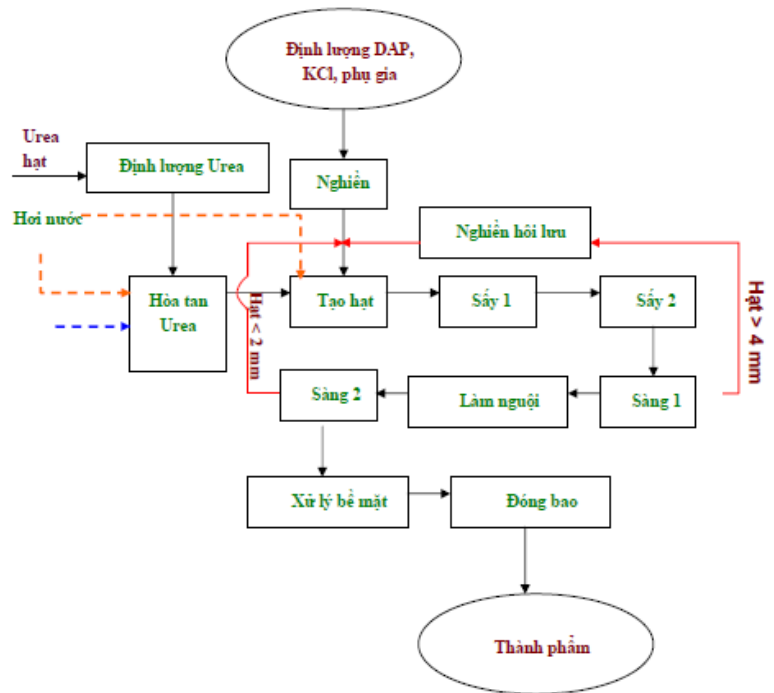
- **Thị trường nội địa.** Công suất nhà máy Bình Điền Tây Ninh dự kiến tăng từ 50.000 tấn NPK lên 100.000 tấn NPK/năm. Công ty tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình, nâng công suất từ 200.000 tấn/năm lên tới 400.000 tấn/năm, tổng vốn đầu tư tăng từ 350 tỷ đồng lên 495 tỷ đồng. Sản lượng của nhà máy được sử dụng để cung cấp cho thị trường miền Bắc, với hiệu quả cao hơn. Thị trường này hàng năm tiêu thụ hơn 100.000 tấn phân bón Đầu Trâu của BFC. Chúng tôi cho rằng, trong thời gian tới, sự hiện diện và thị phần tại miền Bắc của công ty sẽ tăng lên.
- **Thị trường xuất khẩu.** BFC hiện xuất khẩu đến các thị trường Campuchia, Lào và Myanmar với tổng doanh thu xuất khẩu chiếm trung bình 15% tổng doanh thu từ 2013-2015, đạt 809 tỷ đồng vào năm 2015. BFC lên kế hoạch đẩy mạnh tiêu thụ tại các thị trường xuất khẩu và xâm nhập thị trường Thái Lan. Đây đều là các nước nông nghiệp, nhu cầu sử dụng phân bón được dự báo tăng. Do (1) tỷ lệ sử dụng phân bón còn thấp hơn nhiều so với Việt Nam, từ 2-5 lần. (2) Campuchia, Myanmar và Lào phụ thuộc nhiều vào nguồn phân bón nhập khẩu. Trong khi đó, tại thị trường Thái Lan, chưa có sản phẩm phân bón chuyên dụng cho các loại cây trồng. Trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trong nước bão hòa, chúng tôi đánh giá, xuất khẩu là hướng đi cần thiết, đảm bảo khả năng tăng trưởng của công ty trong tương lai.

Hệ thống phân phối sâu, rộng, đồng hành cùng nông dân. BFC sở hữu 200 điểm bán sỉ là các đại lý cấp 1, các nhà phân phối chính thức và trên 2.500 điểm bán lẻ là các đại lý cấp 2, các nông trường, trang trại, hợp tác xã và hội nông dân. Sản phẩm của BFC có mặt và phục vụ bà con trên mọi miền Tổ quốc. Điểm mạnh trong hệ thống phân phối của BFC là công ty sử dụng chính các đại lý phân phối của dân, tổ chức các khóa tập huấn, đào tạo chủ và nhân viên bán hàng giúp họ trở thành những chuyên gia về phân bón và về phân Đầu Trâu. Đồng thời, BFC bán hàng trả chậm không lãi cho người dân, thu tiền và chịu trách nhiệm về chất lượng sản phẩm đến cuối mùa vụ. Điều này không chỉ hỗ trợ dòng tiền cho nông dân mà còn tạo ra cam kết về chất lượng sản phẩm. Nhờ chiến lược này, hệ thống phân phối của BFC đã

trải khắp cả nước và có mặt tại các thị trường xuất khẩu là Campuchia, Myanmar và Lào, doanh thu bán hàng năm 2015 đạt 6.039 tỷ đồng.

Sản phẩm đa dạng, liên tục cải tiến chất lượng. Công ty hiện có hơn 40 dòng sản phẩm mang thương hiệu Đầu Trâu, trong đó có nhiều sản phẩm chuyên biệt cho từng nhóm cây trồng. Đặc biệt, dòng sản phẩm Agrotain và đạm vàng Đầu Trâu 46A+ (có bọc Agrotain) giúp giảm thất thoát 30% lượng đạm, tiết kiệm phân bón, ước tính khoảng 100.000 đồng/tấn đạm. Điều này không chỉ giúp công ty tạo ra vòng đời kinh doanh mới cho sản phẩm mà còn giúp BFC duy trì thị phần và đảm bảo tăng trưởng.

Quy trình sản xuất NPK dạng 1 hạt (công nghệ Urea) của BFC



Nguồn: BFC

Nguồn cung cấp nguyên liệu đầu vào của BFC

Nguyên liệu	Nhà cung cấp
DAP	CTCP DAP- Vinachem, CT DAP-Lào Cai, CTCP Nông sản Long Hải, CTCP Vinacam, CT TNHH Nguyễn Phan, CT TNHH Đầu tư Tân Phát
Kali	CTCP Vinacam
Ure	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau, CT TNHH Nguyễn Phan, CT TNHH Đạm Ninh Bình
SA	CT TNHH Đầu tư Tân Phát, CT TNHH TM DV Thái Sơn, DNTN Nguyễn Ngọc
Cao lanh	CT TNHH Khoáng sản Phúc Thịnh, CT TNHH Tân Diên, CT TNHH Phước Quang, CTCP Khoáng sản và xây dựng Bình Dương

Nguồn: BFC

Nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm từ 86%-90% chi phí sản xuất kinh doanh từ 2012-2015. Đầu vào trong sản xuất NPK chủ yếu là các nguyên liệu ure, DAP và Kali. 90% nguồn nguyên liệu chính của công ty được cung cấp từ các đối tác trong nước, chủ từ các thành viên trong tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), 10% còn lại (chủ yếu là Kali) được nhập khẩu do trong nước chưa sản xuất được. Công ty thường xuyên ký hợp đồng trước với nhà cung cấp và dự trữ nguyên liệu tồn kho khoảng 3 tháng, đảm bảo cho quá trình sản xuất được liên tục. Chúng tôi đánh giá rủi ro thiếu hụt nguyên liệu đầu vào và rủi ro tỷ giá của công ty không cao. Năm 2015, giá các nguyên liệu đầu vào chính là ure, DAP và Kali giảm lần lượt là 4%, 4% và 5% trong khi giá bán đầu ra hầu như không giảm đã giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận gộp từ 10,67% lên 12,58%. 6/2016, giá các nguyên liệu ure, DAP và Kali tiếp tục giảm mạnh, lần lượt là 24% yoy, 4% yoy và 10% yoy trong khi giá bán NPK trung bình giảm khoảng 1,3% yoy giúp biên lợi nhuận gộp tiếp tục tăng lên 13,93%.

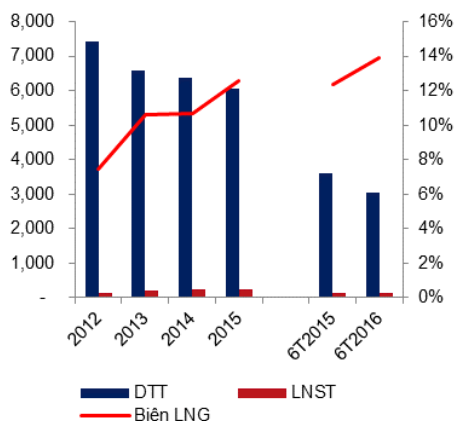
Nhà máy Bình Điền Ninh Bình tiết kiệm chi phí cho BFC. 7 tháng đầu năm

2016, tổng sản lượng tiêu thụ tại thị trường miền Bắc đạt khoảng 68.000 tấn. Với giả định sản lượng tiêu thụ tại thị trường miền Bắc là 110.000 tấn trong năm 2016, chi phí vận chuyển tiết kiệm được khoảng 77 tỷ đồng, trong khi đó, chi phí khấu hao và lãi vay ước tính tăng lên từ nhà máy Bình Điền Ninh Bình khoảng 28 tỷ đồng. Nhà máy Bình Điền Ninh Bình được miễn thuế trong 2 năm đầu và giảm 50% trong 2 năm tiếp theo, ước tính chi phí thuế TNDN tiết giảm khoảng 15 tỷ đồng trong năm 2016. Tổng chi phí tiết kiệm được dự báo là 64 tỷ đồng trong năm 2016, tương đương 33 tỷ đồng LNST cho cổ đông công ty mẹ BFC (12% LNST).

Rủi ro đầu tư. (1) Rủi ro giảm thị phần và giảm giá bán sản phẩm. Thị trường phân bón NPK đã bão hòa, nhu cầu tiêu thụ phân bón dự kiến tăng trưởng chậm, trong khi đó công suất toàn ngành dự kiến tăng khoảng 33% lên 5,3 triệu tấn từ sau năm 2018. Rủi ro này sẽ làm giảm hiệu quả của các nhà máy mới nếu sản lượng tiêu thụ quá thấp, không đủ hòa vốn. (2) Giá phân bón và nguyên liệu đầu vào đi xuống kéo giảm hiệu quả kinh doanh của công ty khi lượng hàng tồn kho lớn và tăng cao. Hàng tồn kho cuối quý 2/2016 của BFC đạt 1.449 tỷ đồng, chiếm 40% tổng tài sản của công ty và tương đương 73% doanh thu quý 2/2016.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

DTT và LNST của BFC từ 2012-2015

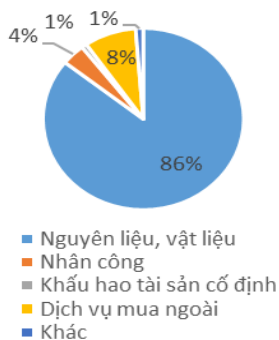


Doanh thu tăng trưởng chậm. Thị trường phân bón bão hòa khiến sản lượng tiêu thụ tăng chậm, tăng trung bình 3,1% từ năm 2012-2014, thậm chí giảm 6% trong năm 2015. Đồng thời, giá phân bón NPK giảm trung bình 6,7% từ năm 2012-2015 do dư cung. Kết quả, doanh thu thuần của công ty liên tục giảm, trung bình giảm 6,7% từ 2012-2015.

Giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh giúp cải thiện biên lợi nhuận của công ty. Như đã đề cập ở trên, giá nguyên liệu đầu vào giảm nhanh hơn tốc độ giảm giá phân bón NPK đã giúp công ty tăng biên lợi nhuận gộp lên 13,93% trong 6T2016. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận trước thuế của công ty vẫn thấp hơn các công ty cùng ngành do sản xuất đạm và lân thường có biên lợi nhuận tốt hơn so với NPK.

Lợi nhuận sau thuế 6T2016 tăng 23% yoy đạt 129 tỷ đồng chủ yếu nhờ cải thiện biên lợi nhuận gộp và tiết giảm chi phí bán hàng.

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh năm 2015



Nguồn: BCTC HN BFC

Cơ cấu tài sản.

- Tài sản ngắn hạn chiếm chủ yếu trong cơ cấu tài sản của công ty, chiếm từ 79%-84% trong giai đoạn 2012-6T2016. Công ty thường xuyên duy trì lượng hàng tồn kho ở mức cao, chiếm 40% tổng tài sản vào cuối quý 2/2016, đạt 1.489 tỷ đồng. Số ngày tồn kho cuối năm 2015 là 110 ngày và còn 105 ngày vào cuối quý 2/2016, ở mức trung bình so với các công ty cùng ngành.
- Tiền mặt dồi dào. Số dư tiền mặt dao động từ 384-426 tỷ đồng từ năm 2012-2015, chiếm 13% tổng tài sản vào cuối quý 2/2016.
- Tài sản dài hạn tăng. Tháng 12/2015, BFC khánh thành và đưa vào hoạt động 2 nhà máy là Bình Điền Ninh Bình và Bình Điền Tây Ninh. Tổng giá trị tài sản cố định tăng lên là 219 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, công ty sẽ tiếp tục chứng kiến sự tăng lên của tài sản dài hạn do ghi nhận tiếp giá trị đầu tư của 2 nhà máy nói trên.

Cơ cấu nguồn vốn. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính tương đối cao, đạt 3,53x vào cuối quý 2/2016, cao nhất trong số các công ty cùng ngành. Do duy trì lượng hàng tồn kho lớn, áp dụng chính sách bán hàng trả chậm không lãi cho nông dân, nhu cầu vốn lưu động thường xuyên của công ty luôn ở mức cao. Tính đến cuối quý 2/2016, tổng dư nợ vay ngân hàng ngắn hạn của BFC là 1.467 tỷ đồng, chiếm 40% tổng nguồn vốn tài trợ của công ty.

Khả năng thanh toán. Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh đạt lần lượt là 1,17x và 0,54x vào cuối quý 2/2016. Hệ số thanh toán nhanh thấp do công ty duy trì lượng hàng tồn kho lớn.

Các chỉ tiêu cơ bản

	2012	2013	2014	2015	Công ty cùng ngành					
					DPM	DCM	LAS	SFG	VAF	NFC
Cơ cấu vốn										
Vốn vay/VCSH	2.57	2.40	1.86	1.64	0.03	1.13	0.52	0.87	0.00	0.32
Tổng tài sản/VCSH	4.62	4.36	3.54	3.22	1.28	2.32	2.02	2.33	1.53	1.48
Cơ cấu tài sản										
TS dài hạn/ Tổng TS	18%	17%	16%	21%	25%	69%	8%	15%	16%	4%
TS ngắn hạn/Tổng TS	82%	83%	84%	79%	75%	31%	92%	85%	84%	96%
Khả năng thanh toán										
Hệ số TT nhanh	0.45	0.39	0.46	0.39	3.59	1.65	0.96	0.44	0.99	0.56
Hệ số TT ngắn hạn	1.10	1.15	1.29	1.20	4.40	1.83	1.81	1.49	2.43	2.96
Năng lực HĐ (ngày)										
Số ngày phải thu	21	24	25	26	5	1	69	44	3	29
Số ngày tồn kho	67	82	94	110	78	27	124	119	162	191
Số ngày phải trả	19	13	12	14	20	24	52	21	30	15
Khả năng sinh lời (%)										
Lợi nhuận gộp biên	7%	11%	11%	13%	32%	31%	21%	9%	25%	20%
ROS	2%	3%	4%	4%	15%	14%	7%	4%	7%	3%
ROE	27%	34%	30%	23%	17%	14%	22%	15%	14%	9%
ROA	5%	8%	8%	7%	14%	5%	11%	6%	9%	6%

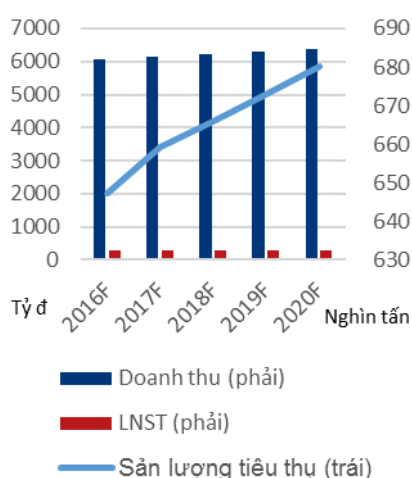
Nguồn: BSC research

DỰ BÁO KQKD 2016-2020

Kế hoạch. Công ty đặt mục tiêu sản xuất 656 nghìn tấn, tiêu thụ 675 nghìn tấn NPK trong năm 2016. Doanh thu tiêu thụ đạt 6.625 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 369 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ đạt 246 tỷ đồng. Tỷ lệ chi trả cổ tức đạt 20%.

Dự báo kết quả kinh doanh. Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2016 đạt lần lượt là 6.050 tỷ đồng và 267 tỷ đồng (+17% yoy), tương đương EPS 2016 là 5.046 đồng/cp. Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế khoảng 1%/năm trong giai đoạn 2016-2020. Dự báo của chúng tôi không tính đến việc mở rộng xuất khẩu sang Thái Lan và các thị trường khác.

Một số giả định:

Dự báo KQKD 2016-2020


Nguồn: BSC

- Sản lượng tiêu thụ năm 2016 đạt 647 nghìn tấn (+6,6% yoy) chủ yếu nhờ tăng sản lượng tiêu thụ tại khu vực miền Bắc (đạt khoảng 110 nghìn tấn), trong khi đó, sản lượng tiêu thụ tại các khu vực thị trường khác được duy trì ổn định. Sau đó, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ tại thị trường miền Bắc được giả định tăng 10% trong năm 2017 và tăng tiếp 5%/năm trong các năm 2018-2020, đạt 153 nghìn tấn. Lưu ý, sản lượng tiêu thụ NPK miền Bắc, theo giả định của chúng tôi còn thấp hơn nhiều so với tổng công suất dự kiến tại nhà máy Bình Điền Ninh Bình là 400 nghìn tấn/năm.
- Giá bán phân NPK giảm trung bình 6% so với năm 2015 và được duy trì ổn định trong các năm tiếp theo. Theo bảng giá bán phân NPK cập nhật gần nhất của BFC (tháng 3/2016), giá bán của công ty đã giảm khoảng 3-6% theo từng dòng sản phẩm.
- Giá các nguyên liệu đầu vào giảm trung bình 15% đối với phân ure, 11% đối với phân DAP và 20% đối với phân Kali trong năm 2016. Giả định của chúng tôi dựa trên diễn biến giá các loại phân ure Cà Mau, DAP tại thị trường Việt Nam và diễn biến giá Kali thế giới¹ trong 6 tháng đầu năm 2016. Các năm sau đó, giá nguyên liệu đầu vào được giả định duy trì ổn định. Lưu ý, do được tổng hợp từ các loại phân bón đơn nên giá phân NPK phụ thuộc vào diễn biến giá các loại phân thành phần. Chúng tôi nhận thấy, tốc độ giảm giá phân NPK thường chậm hơn tốc độ giảm giá phân đơn, do vậy, các doanh nghiệp có xu hướng duy trì và cải thiện biên lợi nhuận gộp.
- Biên lợi nhuận gộp của công ty được dự báo đạt 14,18% vào năm 2016, giảm nhẹ trong 2 năm 2017 và 2018 do ảnh hưởng của khấu hao giai đoạn 2 nhà máy NPK Ninh Bình. Biên lợi nhuận gộp dao động từ 13,94%-14,18% trong giai đoạn 2016-2019.
- Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp được dự báo duy trì ổn định. Trong đó, chi phí nhân viên dự kiến tăng do tăng số lượng nhân viên tại các nhà máy mới, và lương bình quân tăng trung bình 5%/năm. Chi phí vận chuyển, chi phí mua ngoài có thể giảm nhẹ trong năm 2016, tuy nhiên, ở mức độ thận trọng, chúng tôi giả định, tỷ lệ các chi phí vận chuyển, mua ngoài này so với sản lượng tiêu thụ không đổi.

Chi phí tài chính được dự báo đạt 138 tỷ đồng (+34% yoy) vào năm 2016, chủ yếu do tăng chi phí lãi vay từ nhà máy Ninh Bình không còn được vốn hóa. Lãi suất đi vay được dự báo tăng 0,2% vào năm 2017.

¹ Việt Nam nhập khẩu 100% phân bón Kali

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU
Bảng ước tính Beta của BFC

Công ty	Beta	D/E	Unlevered beta	Beta quy đổi của BFC
BFC		1.64		1.08
DPM	0.72	0.03	0.70	1.63
DCM	0.51	1.13	0.27	0.62
LAS	0.76	0.52	0.54	1.24
SFG	0.51	0.87	0.30	0.70
VAF	0.72	-	0.72	1.65
NFC	0.34	0.32	0.27	0.63

Chi phí vốn bình quân (WACC)

Lãi suất phi rủi ro	6.09%
Beta	1.08
Lợi suất thị trường	11.75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.19%
Chi phí vốn nợ	8.00%
Nợ/ (Nợ + VCSH)	0.56
Chi phí vốn bình quân	8.97%

Ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu theo FCFF

Giá trị hiện tại (tỷ đ)	4,483
(-) Nợ (tỷ đ)	-2,654
(+) Tiền & tương đương tiền (tỷ đ)	466
(+) Giá trị đầu tư tài chính (tỷ đ)	10
Giá trị cho cổ đông (tỷ đ)	2,305
Số lượng CPLH (tr)	47.64
Giá trị hợp lý/CP (đ/cp)	48,392

Bảng ước tính giá cổ phiếu

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng
FCFF	48,392	70%
P/E	47,305	30%
Giá hợp lý	48,066	

Nguồn: BSC research

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp FCFF và P/E để định giá cổ phiếu BFC.

Phương pháp FCFF 2 giai đoạn do (1) nhu cầu tiêu thụ toàn thị trường đã bão hòa, sản lượng tiêu thụ và kết quả kinh doanh được dự báo tăng trưởng chậm và ổn định trong thời gian tới; (2) công ty sử dụng đòn bẩy tương đối lớn.

- Giai đoạn 1: Từ năm 2016-2020. Dòng tiền FCFF được dự báo đạt 197 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 390 tỷ đồng vào năm 2020.
- Giai đoạn 2: Tăng trưởng dài hạn, tốc độ tăng trưởng dòng tiền trong dài hạn được dự báo đạt 1% do nhu cầu tiêu thụ dự báo ổn định.

Chi phí vốn bình quân. Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu. Lợi suất phi rủi ro là lợi suất đầu thầu Trái phiếu Chính phủ 5 năm (6,09%), lợi suất thị trường theo DamonDaran là 11,75%. Do cổ phiếu BFC mới được niêm yết vào tháng 10/2015, chưa đủ cơ sở để ước tính Beta của cổ phiếu. Chúng tôi sử dụng phương pháp pure method, chọn beta của các doanh nghiệp sản xuất phân bón tại thị trường Việt Nam làm tham chiếu, có điều chỉnh theo tỷ lệ nợ của từng doanh nghiệp với BFC để tìm ra hệ số beta tương ứng của BFC là 1,08. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu là 12,19% và chi phí vốn bình quân của doanh nghiệp là 8,97%.

Theo phương pháp này, giá trị hợp lý của cổ phiếu là 48.392 đồng/cp.

Phương pháp so sánh P/E. Chọn các công ty sản xuất phân bón trên sàn làm tham chiếu.

- Hệ số P/E là 9,38x
- Số cổ phiếu lưu hành là 47.640.000 CP
- EPS FW 2016 đạt là 5.046 đ/CP.
- Giá hợp lý của cổ phiếu là 47.305 đ/cp

Mã cổ phiếu	Doanh thu 2015	P/E	P/B
DPM	9,764.95	7.67	1.47
DCM	6,002.75	9.84	1.07
LAS	4,651.23	9.46	1.00
SFG	2,344.22	6.66	0.97
VAF	956.80	9.29	0.88
NFC	532.53	16.15	1.50
Trung vị		9.38	1.04

Nguồn: Bloomberg

Kết hợp 2 phương pháp trên, với tỷ trọng 70% cho phương pháp FCFF và 30% cho phương pháp P/E, **giá hợp lý của cổ phiếu là 48.066 đ/cp.**

Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu BFC với giá mục tiêu 12 tháng tới là 48.000 đ/cp (upsie 17%) theo phương pháp FCFF và P/E. Ngày 30/8/2016, cổ phiếu BFC được giao dịch tại mức giá 41.000 đồng/cp, tương đương P/E FW và P/B lần lượt là 8,13x và 1,86x, tương đối rẻ so với các doanh nghiệp cùng ngành. BFC dẫn đầu ngành về năng lực sản xuất phân NPK tại Việt Nam, được hưởng lợi trực tiếp từ sự giảm giá nguyên liệu đầu vào. Tỷ lệ cổ tức cao.

PHỤ LỤC 01: BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
TÀI SẢN	3,755	3,820	3,862	3,912	3,939
A. Tài sản ngắn hạn	2,909	2,986	3,096	3,218	3,312
I. Tiền và tương đương tiền	567	604	691	792	864
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
III. Các khoản phải thu	477	485	489	494	499
IV. Hàng tồn kho, ròng	1,731	1,763	1,782	1,798	1,815
V. Tài sản lưu động khác	134	134	134	134	134
B. Tài sản dài hạn	847	834	765	694	627
I. Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
II. Tài sản cố định	834	823	754	684	618
1. GTCL TSCĐ hữu hình	342	440	381	319	262
2. GTCL Tài sản thuê tài chính	59	52	44	36	28
3. GTCL tài sản cố định vô hình	246	245	243	242	241
4. Xây dựng cơ bản dở dang	186	86	86	86	86
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0	0	0	0
IV. Đầu tư dài hạn	7	6	6	5	4
V. Tài sản dài hạn khác	5	5	5	5	5
NGUỒN VỐN	3,755	3,820	3,862	3,912	3,939
A. Nợ phải trả	2,363	2,340	2,324	2,307	2,291
I. Nợ ngắn hạn	2,112	2,144	2,164	2,182	2,202
II. Nợ dài hạn	251	196	160	124	89
B. Vốn chủ sở hữu	1,199	1,264	1,299	1,343	1,360
I. Vốn và các quỹ	1,199	1,263	1,298	1,342	1,360
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ	1	1	1	1	1
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	193	216	239	263	288

PHỤ LỤC 02: BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh số thuần	6,050	6,153	6,211	6,271	6,334
Lãi gộp	858	866	865	878	891
Thu nhập tài chính	4	4	5	5	5
Chi phí tài chính	(138)	(147)	(144)	(142)	(140)
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	(220)	(224)	(226)	(229)	(232)
Chi phí bán hàng	(94)	(90)	(86)	(83)	(82)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	410	409	414	428	442
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	-	-	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	410	409	414	428	442
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	345	344	341	353	357
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	78	76	73	78	78
Cổ đông của Công ty mẹ	267	268	268	275	279

Nguồn: BSC research

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%
NẮM 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: duonglh@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 chép 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.

