

**BSC RESEARCH****Chuyên viên phân tích****Trần Thị Hồng Tươi**

tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ cổ phiếu BFC** với giá mục tiêu 12 tháng tới là **40.000 đồng/cp (upside 6,4%)** theo phương pháp FCFE và P/E. Ngày 06/10/2016, cổ phiếu BFC được giao dịch tại mức giá 37.600 đồng/cp, tương đương P/E FW là 9.01x và P/B là 2.06x.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2016.** Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của BFC đạt lần lượt là 6.050 tỷ đồng và 267 tỷ đồng (+17% yoy), tương đương EPS cuối 2016 là 4.193 đồng/cp.

**Kết quả kinh doanh quý 3/2016.** Sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu năm 2016 giảm nhẹ, giảm khoảng 4% yoy do tình trạng xâm nhập mặn tại các tỉnh miền Tây và hạn hán tại khu vực Tây Nguyên đã làm giảm khoảng 40.000 tấn sản phẩm tiêu thụ của công ty. So với các doanh nghiệp cùng ngành phân bón NPK như LAS, Việt Nhật, sản lượng tiêu thụ của BFC khả quan hơn với lợi thế về thương hiệu và hệ thống bán hàng. Ước tính lợi nhuận trước thuế riêng lẻ đạt khoảng 80 tỷ đồng trong quý 3/2016, tăng 29% yoy, nhờ tiết giảm chi phí, biên lợi nhuận gộp tiếp tục được cải thiện.

**Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng.** (1) Xu hướng dịch chuyển các loại phân đơn sang phân đa NPK, đặc biệt là với sự phát triển của các dòng sản phẩm chuyên dụng cho từng loại cây trồng, từng thời kỳ sinh trưởng và phát triển của cây trồng. BFC là nhà sản xuất tiên phong cho các dòng sản phẩm này tại Việt Nam. (2) Xu hướng tiêu thụ các dòng sản phẩm chất lượng cao, tăng khả năng hấp thụ phân cho đất, như sản phẩm Agrotain ([tham khảo báo cáo phân tích BFC](#)). Các dòng sản phẩm này hiện chiếm khoảng 20% sản lượng tiêu thụ của BFC với giá bán cao hơn sản phẩm thông thường cùng loại khoảng 15%, qua đó cũng giúp cải thiện biên lợi nhuận của BFC. (3) Lanina, mưa nhiều hơn tại các tỉnh miền Nam và lũ không về tại các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ phân bón.

CTCP Bình Điền Ninh Bình cải thiện mạnh kết quả kinh doanh của BFC. Tổng sản lượng tiêu thụ của nhà máy trong 9T2016 đạt trên 80.000 tấn, dự kiến đạt 120.000 tấn trong năm 2016, và đạt 150.000-160.000 tấn trong năm 2017. Thị trường miền Bắc duy trì tốc độ tăng trưởng cao, với tốc độ khoảng 20%/năm trong 5 năm vừa qua. Tốc độ tăng trưởng tại thị trường miền Bắc được kỳ vọng tiếp tục tăng cao trong thời gian tới nhờ (1) sản lượng tiêu thụ còn thấp, (2) xu hướng chuyển dịch từ các sản phẩm phân đơn sang phân NPK do tiết giảm nhân công và mang lại năng suất cao hơn, (3) chuyển dịch từ các loại phân bón với hàm lượng thấp sang phân bón có hàm lượng cao của BFC, (4) chuyển dịch cơ cấu cây trồng từ canh tác lúa, sang trồng cây ăn quả, hoa màu, là loại cây trồng sử dụng nhiều phân NPK hơn. Như đã đề cập trong [báo cáo phân tích BFC](#), nhà máy Bình Điền Ninh Bình giúp công ty tiết giảm chi phí vận chuyển và chi phí thuế TNDN, ước tính tổng lợi nhuận đóng góp của công ty trong kết quả kinh doanh 2016 của BFC là 45 tỷ đồng (tương đương 20% LNST 2015) và cổ tức dự kiến là 30%. Công ty dự kiến tăng công suất giai đoạn 2 nhà máy Bình Điền Ninh Bình thêm 200.000 tấn lên 400.000 tấn với tổng vốn đầu tư giai đoạn 2 là 70 tỷ đồng (giai đoạn 1 ước tính là 360 tỷ đồng). Như vậy, nếu tiêu thụ tốt, chi phí khấu hao trên 1 đơn vị sản phẩm giảm, qua đó, cải thiện biên lợi nhuận cho công ty.

**Thông tin khác.** BFC đang trình xin giảm tỷ lệ sở hữu của Vinachem từ mức 65% xuống còn 51%. Quý 4/2016, công ty dự ứng sẽ tạm ứng cổ tức 2016 với tỷ lệ là 20%.

## 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
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NẮM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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](mailto:duonglh@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
Trần Thăng Long  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto: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](http://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](http://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.