

# CTCP PHÂN BÓN MIỀN NAM (SFG - HOSE)

**Khuyến nghị: MUA**

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	13,700
Giá mục tiêu (VND)	17,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	27.7
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	(2.8)
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	16.1
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	(4.2)
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	656.2
SL CP lưu hành (triệu cp)	47.9
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	10.9
P/E trailing (x)	7.4
P/B (x)	1.1
P/E VN-Index (x)	16.8

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Phân bón miền Nam (SFG) được thành lập từ năm 1976, chuyển đổi sang mô hình cổ phần hóa năm 2010 và chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 12/2014. SFG là một trong những doanh nghiệp có bề dày kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phân bón trong nước, vị thế của Công ty được củng cố và khẳng định bởi chất lượng thương hiệu "Phân bón Con Ó" được người tiêu dùng tin nhiệm cao. Thị trường tiêu thụ của doanh nghiệp trải dài khắp cả nước với hơn 400 đại lý cấp 1 và hơn 10.000 đại lý cấp 2. Các dòng sản phẩm chủ lực của SFG gồm có: phân bón NPK, phân NPK hữu cơ, phân lân, phân bón lá Yogen (dạng bột và dạng nước), acid sulfuric H2SO4 và bao bì.

## KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG NĂM 2017

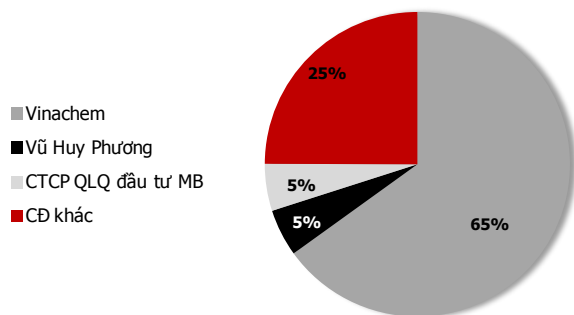
Doanh thu quý 1 đạt 1.147 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ năm 2016 do sự gia tăng áp lực cạnh tranh giữa thị trường phân bón trong nước lẫn sự xâm nhập ngày càng lớn của phân bón nhập khẩu, dẫn đến sản lượng tiêu thụ NPK giảm 4% đồng thời giá bán bình quân cũng giảm. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp tăng từ 11,8% trong nửa đầu năm 2016 lên 13,2% trong năm nay đồng thời lợi nhuận gộp tăng 3.58% so với nửa đầu 2016, nhờ hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm trong giai đoạn cuối năm 2016. Cụ thể, giá phân Kali giảm 15% so với cùng kỳ do nguồn cung nước ngoài dồi dào, trong khi đó giá phân Ure tăng nhẹ khoảng 3% nhưng SFG vẫn tận dụng được nguồn Ure giá rẻ từ các hợp đồng thu mua trong giai đoạn cuối năm 2016. Nhìn chung, việc giá nguyên vật liệu đầu vào giảm đã giúp gia tăng biên lợi nhuận của công ty trong nửa đầu 2017.

Ngoài ra, lợi nhuận ròng và lợi nhuận trước thuế trong 2 quý đầu 2017 đạt 59.2 tỷ đồng và 70.3 tỷ đồng, tăng lần lượt 10% và 11% so với cùng năm 2016. Doanh thu tài chính đạt mức tăng tương đối góp phần tăng lợi nhuận trước thuế.

## KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3 2017

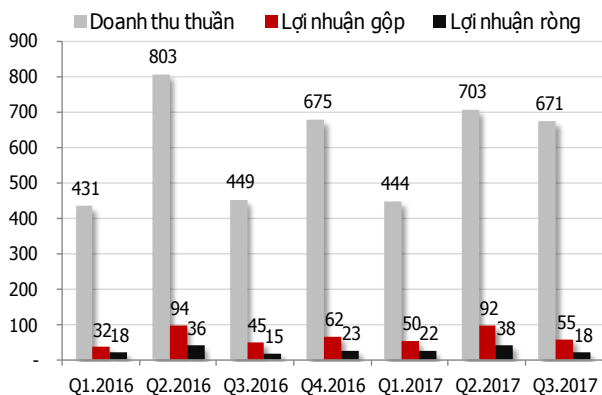
Theo báo cáo tài chính quý 3 vừa công bố, doanh thu trong quý đạt 669 tỷ đồng, tăng mạnh 49.2% so với cùng kỳ năm 2016. Lợi nhuận gộp đạt 54.6 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ, trong đó tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức thấp nhất 8% kể từ đầu năm do giá nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng cao hơn, đặc biệt là giá phân Ure tăng do giá khí ga tăng. Lũy kế 9 tháng, doanh thu đạt 1,812 tỷ đồng, tăng 8% YoY và lợi nhuận ròng đạt 77.3 tỷ đồng, tăng 13% YoY. Lợi nhuận chưa phân phối lũy kế 94 tỷ đồng.

## Cơ cấu cổ đông (tính đến tháng 10 2017)



Nguồn: SFG

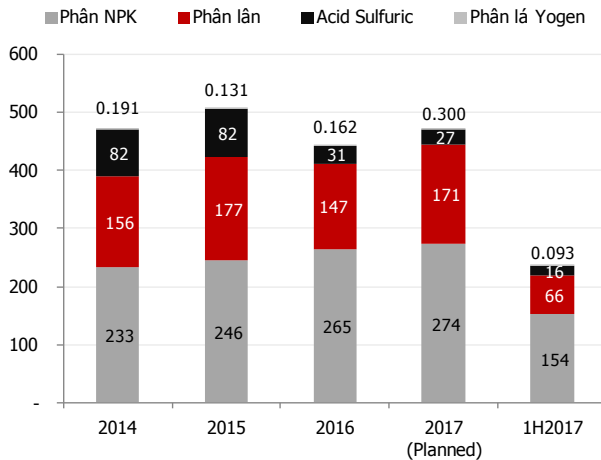
## KQKD Q1.2016 - Q3.2017 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của SFG

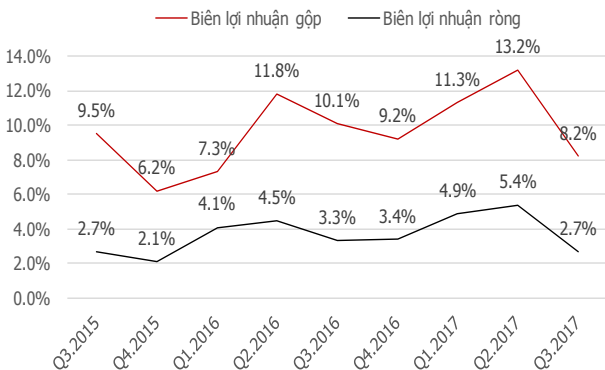
**Chuyên viên Phân tích**  
Lê Ngọc Hân - [hanln@msi.com.vn](mailto:hanln@msi.com.vn)

**Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)**



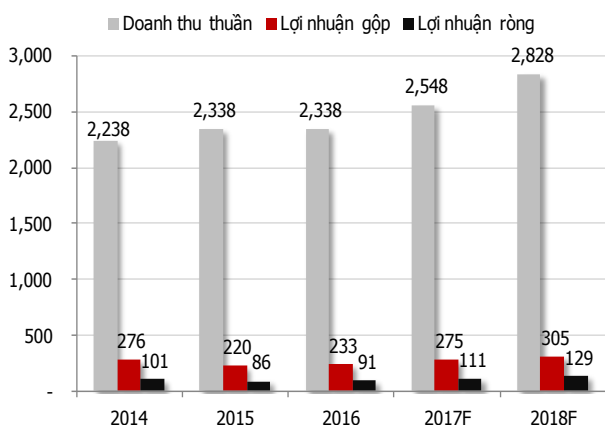
Nguồn: BCTC của SFG

**Tỷ suất lợi nhuận Q3.2015 - Q3.2017**



Nguồn: BCTC của SFG

**KQKD 2014 - 2018 (tỷ đồng)**



Nguồn: BCTC của SFG

**HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

**Sản lượng tiêu thụ NPK trong 3 năm trở lại đây ít biến động.** Tính đến nửa đầu năm 2017 đạt 153.5 nghìn tấn, hoàn thành 56% kế hoạch năm 2017. Trong khi đó sản lượng phân lân trong năm 2016 giảm 13% so với cùng kỳ nhưng lại tăng 19% trong nửa đầu năm 2017 so với cùng kỳ năm 2016.

**Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh qua các năm do ảnh hưởng của sự lên xuống của giá phân đơn nguyên liệu.** Tỷ lệ giá vốn hàng bán trên doanh thu luôn ở mức 89%, trong 85% giá thành cấu thành bởi giá nguyên liệu đầu vào. Nguyên vật liệu đầu vào chính bao gồm: phân DAP, Ure, lưu huỳnh và quặng Apatit chủ yếu mua từ nhà cung cấp trong nước, ngoài trừ nguyên liệu phân kali phải nhập khẩu hoàn toàn từ nước ngoài.

**Đầu tư dây chuyền sản xuất NPK mới công suất 60,000 tấn tại nhà máy Long Thanh với tổng chi phí 70 tỷ đồng.** Kế hoạch đầu tư xây dựng đến quý 4 2017 đưa vào hoạt động, đưa tổng công suất sản xuất NPK lên 350k tấn. Nhờ đó, doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới, Hiện tại, hầu hết các nhà máy của SFG đang hoạt động ở mức 80% công suất.

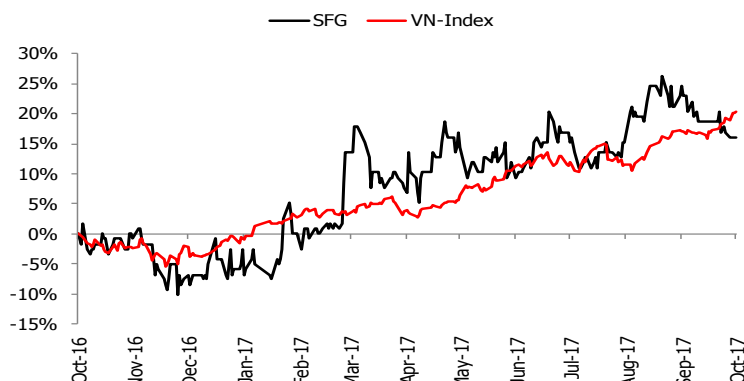
Bên cạnh đó, SFG đã đầu tư nâng cấp cầu cảng tại nhà máy Long Thành từ 5000 WT lên 10000WT và kỳ vọng hoàn thành trong tháng 12/2017. Việc mở rộng cầu cảng nằm trong kế hoạch đầu tư nhằm tiết kiệm chi phí vận chuyển, nâng cao năng lực bốc dỡ hàng hóa và đẩy mạnh xuất khẩu. Theo tính toán, kim ngạch xuất khẩu trong năm 2016 chiếm khoảng 16% tổng doanh thu.

**SFG ít chịu tác động của thuế tự vệ áp lên phân DAP và MAP nhập khẩu do SFG có nguồn cung phân lân tự sản xuất thay thế.** Chính sách thuế được ban hành nhằm bảo vệ những nhà sản xuất DAP trong nước như DAP Đình Vũ và DAP Lào Cai và được áp dụng tạm thời trong 200 ngày kể từ ngày 19/08/2017 hoặc cho đến khi có thông chính thức của MOIT về vấn đề này. Mức thuế cố tương đương 20% giá DAP hiện tại. Chúng ta đánh giá thuế tự vệ này sẽ không được áp dụng chính thức do ảnh hưởng tiêu cực đến giá phân bón, tạo gánh nặng chi phí cho sản xuất nông nghiệp nhưng chỉ có một số ít doanh nghiệp được hưởng lợi.

**TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2017 - 2018**

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của SFG trong năm 2017 đạt lần lượt 2,548 tỷ đồng và 111 tỷ đồng, tăng tương ứng 9% và 22.4% due to favourable weather and cheap raw material. Trong năm 2018, chúng tôi ước tính doanh thu tăng 12% so với năm 2017, đạt 2,828 tỷ đồng do nhu cầu phân NPK được dự đoán tăng và lợi nhuận ròng tăng 16.4% thấp hơn mức tăng trong năm 2017, đạt 129 tỷ đồng do không còn hưởng lợi từ nguồn nguyên liệu giá rẻ.

## Tăng trưởng cổ phiếu SFG so với VN-Index



Nguồn: FiinPro, MSI

## ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU SFG

### Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá cổ phiếu. Hiện tại, cổ phiếu SFG đang giao dịch ở mức P/E 5.25x thấp hơn giá trị thực, trong đó thấp hơn P/E trung bình ngành ở mức P/E 7-8x và P/E thị trường 16.85x. Theo mô hình định giá, chúng ta đặt mục tiêu P/E 7x với giá mục tiêu **17,500 đồng/ cp**, cao hơn giá hiện tại **27.7%**.

## Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SFG với giá mục tiêu là **17,500 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- Nhu cầu tiêu thụ phân NPK được kỳ vọng tăng do thời tiết thuận lợi. Hiện tượng El Nino kết thúc và lượng mưa tăng kể từ đầu năm tạo thuận lợi cho sản xuất nông nghiệp.
- Việc đầu tư dây chuyền sản xuất và nâng cấp cầu cảng tại nhà máy Long Thành được kỳ vọng giúp SFG gia tăng sản lượng phân bón đưa vào thị trường nhằm đáp ứng nhu cầu, tăng doanh thu cũng như tiết kiệm chi phí vận chuyển, hiện chiếm 15% chi phí bán hàng.
- Khả năng thay đổi chính sách thuế VAT sẽ ảnh hưởng tích cực đến lợi nhuận của SFG, cụ thể lợi nhuận sau thuế sẽ tăng từ 20-30% nếu thuế VAT được áp dụng.
- Hiện tại, cổ phiếu SFG đang được giao dịch ở mức 13,700 đồng/cp thấp hơn giá trị thực theo mô hình định giá của chúng tôi.

## TÓM TẮT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH 2014 - 2018F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2,840.3	2,638.9	2,238.0	2,338.0	2,338.4	2,547.9	2,827.9
Tăng trưởng (% yoy)	(5.3)	(7.1)	(15.2)	4.5	0.02	9.0	11.0
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	98.8	115.4	100.9	86.0	90.6	110.9	129.1
Tăng trưởng (% yoy)	(1.6)	16.8	(12.6)	(14.8)	5.3	22.4	16.4
Biên lợi nhuận ròng (%)	3.5	4.4	4.5	3.7	3.9	4.4	4.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	540.5	585.3	591.3	579.3	566.2	570.0	589.5
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,123.9	2,028.5	1,578.5	1,351.5	1,166.6	1,399.3	1,325.2
ROE (%)	18.3	19.7	17.1	14.8	16.0	19.5	21.9
ROA (%)	4.7	5.7	6.4	6.4	7.8	7.9	9.7
EPS (đồng)	2,382	2,650	2,317	1,976	1,891	2,315	2,694
BVPS (đồng)	13,034	13,442	13,580	13,303	11,822	11,900	12,307
Cổ tức (đồng)	1,500	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
P/E (x)	-	-	7.2	7.1	5.9	5.9	5.1
P/B (x)	-	-	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1

## CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

## CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI) - THÀNH VIÊN KB SECURITIES VÀ TẬP ĐOÀN TÀI CHÍNH KB

### Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3822 3131

### Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (84.28) 3521 4299 - Fax: (84.28) 3914  
1969

## TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

**Võ Văn Cường** - Giám đốc nghiên cứu

Email: [cuongvv1@msi.com.vn](mailto:cuongvv1@msi.com.vn)

**Đặng Thanh Thế** - Trưởng phòng

Email: [thedt@msi.com.vn](mailto:thedt@msi.com.vn)

**Nguyễn Anh Tùng** - Chuyên viên phân tích cao cấp

Email: [tungna@msi.com.vn](mailto:tungna@msi.com.vn)

**Đỗ Đức Lộc** - Chuyên viên phân tích

Email: [locdd@msi.com.vn](mailto:locdd@msi.com.vn)

**Trần Văn Thảo** - Chuyên viên phân tích

Email: [thaotv@msi.com.vn](mailto:thaotv@msi.com.vn)

**Lê Ngọc Hân** - Chuyên viên phân tích

Email: [hanln@msi.com.vn](mailto:hanln@msi.com.vn)

**Lê Thị Hải Yến** - Chuyên viên phân tích

Email: [yenth1@msi.com.vn](mailto:yenth1@msi.com.vn)

**KHUYẾN CÁO:** Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.