

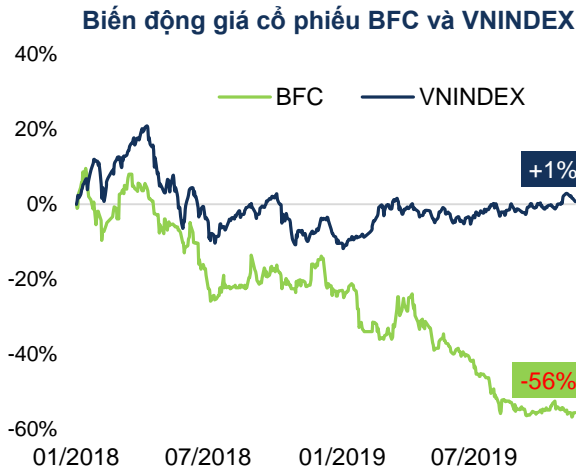
Bùi Thị Phương

Chuyên viên phân tích

 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Giá thị trường (15/11/2019)	14.750	Khuyến nghị
Giá mục tiêu	15.500	THEO DÕI
Chênh lệch	+5,1%	



DIỄN BIẾN THỜI TIẾT BẤT LỢI, BIÊN LỢI NHUẬN THẤP DO BỊ ẪN MÒN BỜ CHỈ PHÍ CỐ ĐỊNH

Chúng tôi tiến hành phân tích và cập nhật định giá cổ phiếu BFC của Công ty cổ phần Phân bón Bình Điền. Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, giá mục tiêu của cổ phiếu BFC được xác định là **15.500 VND/cp**, cao hơn 5,1% so với giá đóng cửa ngày 15/11/2019. [\(Chi tiết cập nhật định giá\)](#)

Do diễn biến thời tiết bất lợi, hoạt động kinh doanh ngành phân bón 2019 gặp khó khăn, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BFC tại thời điểm hiện tại. Dựa trên cơ sở dự phóng giá phân bón đầu vào và đầu ra, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu thận trọng là 15.500 VND/cp, nhà đầu tư cần nhắc bán cổ phiếu BFC khi giá thị trường đạt mức giá mục tiêu trên.

Thông tin giao dịch	15/11/2019
Giá hiện tại	14.750
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	28.700
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	14.400
Số lượng CP niêm yết (cp)	57.167.993
Số lượng CP lưu hành (cp)	57.168.000
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	43.950
Vốn hóa (tỷ VND)	843,23
EPS trailing (VND/cp)	1.858
P/E trailing	7,94x

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- **Diễn biến thời tiết bất lợi ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh 2019.** Hiện tượng El Nino bắt đầu xuất hiện từ cuối năm 2018, gây tác động tiêu cực đến canh tác nông nghiệp, làm giảm nhu cầu phân bón. Kết quả kinh doanh 9T.2019 của BFC sụt giảm mạnh: sản lượng tiêu thụ (-12,4% yoy), doanh thu thuần (-8,8% yoy). Chúng tôi kỳ vọng tình hình tiêu thụ sẽ cải thiện trong Q4/2019 khi cường độ El Nino yếu dần và cả nước bước vào vụ Đông Xuân 2019/20. [\(Chi tiết\)](#)
- **Cạnh tranh gia tăng trong phân khúc NPK chất lượng cao** - sản phẩm chủ lực của BFC. Trong bối cảnh ngành phân bón bão hòa, xu hướng sử dụng phân NPK chất lượng cao kết hợp với phân hữu cơ, vi sinh đang định hình nền sản xuất trong nước. Các đối thủ mới tham gia vào phân khúc này như DPM, DCM,... khiến áp lực cạnh tranh càng gay gắt hơn. [\(Chi tiết\)](#)
- **Biên lợi nhuận thấp do bị ản mòn bờ chi phí cố định.** BFC sản xuất NPK từ phân đơn mua ngoài nên biên lợi nhuận gộp khá thấp so với các DN sản xuất cùng ngành. Cùng với đó, chi phí bán hàng, lãi vay và các chi phí cố định khác không thể tiết giảm theo doanh thu nên tỷ suất lợi nhuận sau thuế của BFC dự phóng giảm về mức 1,5% trong năm 2019. [\(Chi tiết\)](#)

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Phân bón Bình Điền
Địa chỉ	C12/21, Quốc lộ 1A, xã Tân Kiên, Bình Chánh, TP. HCM
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh phân NPK hàm lượng cao
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Cạnh tranh gia tăng trong phân khúc NPK chất lượng cao

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

BFC chịu tác động hai phía từ diễn biến giá phân bón: giá phân đơn đầu vào và giá bán NPK đầu ra. Tuy nhiên, giá phân NPK trong nước ít biến động hơn giá phân đơn nên khi giá phân đơn tăng mạnh BFC sẽ bị thiệt và ngược lại. Đây là yếu tố cần theo dõi thường xuyên do mức độ tác động lớn đến kết quả hoạt động kinh doanh của BFC.

Cơ cấu cổ đông	30/06/2019
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	65,0%
Cổ đông nước ngoài	11,8%
Cổ đông trong nước	23,2%

(Chi tiết [Báo cáo định giá lần đầu - Tháng 10/2018](#))

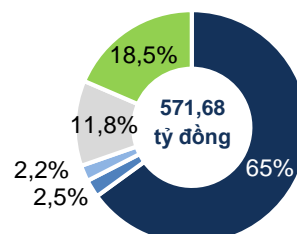
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. THÔNG TIN CHUNG VỀ BFC

Công ty cổ phần Phân bón Bình Điền (HSX: BFC) tiền thân là Xí nghiệp Phân bón Bình Điền II trực thuộc Công ty Phân bón Miền Nam. Năm 2003, Bộ Công Thương ban hành Quyết định chuyển thành Công ty Phân bón Bình Điền – thành viên hạch toán độc lập thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam.

■ Cơ cấu cổ đông của BFC

- Tập đoàn Hóa chất Việt Nam
- Công ty TNHH TM & Dịch vụ Thái Sơn
- Asia Value Investment Limited
- Cổ đông nước ngoài
- Cổ đông khác



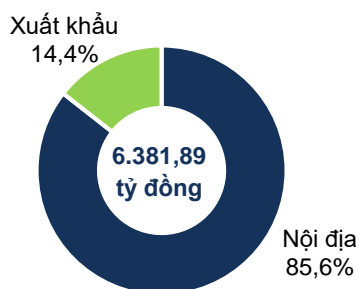
Nguồn: BFC, 30/06/2019

■ Cơ cấu tổ chức công ty

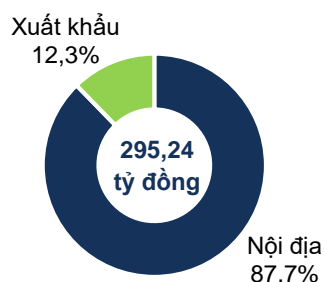
BFC đứng đầu cả nước về năng lực sản xuất phân NPK với cơ cấu tổ chức bao gồm: 01 nhà máy trực thuộc tại Long An (500.000 tấn/năm) và 05 công ty con. Trong đó 04 công ty có nhà máy sản xuất đặt tại các thị trường chính: Ninh Bình (200.000 tấn/năm), Quảng Trị (75.000 tấn/năm), Lâm Đồng (100.000 tấn/năm) và MeKong (100.000 tấn/năm). Tỷ lệ sở hữu của BFC tại 04 công ty con vùng miền đều là 51%.

■ Hoạt động kinh doanh chính

Cơ cấu doanh thu 2018



Cơ cấu lợi nhuận gộp 2018



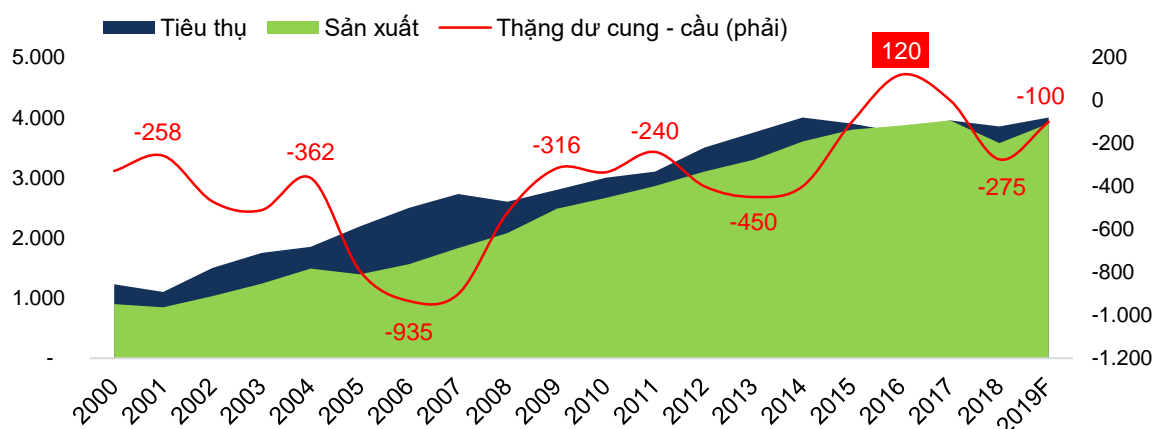
Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Lĩnh vực sản xuất kinh doanh chủ lực của BFC là phân khúc NPK hàm lượng cao như: 16-16-8, 20-10-15, 20-20-15,... và NPK chuyên dùng. Năm 2018, doanh thu kinh doanh nội địa chiếm tỷ trọng 85,6% tổng doanh thu, 14,4% còn lại đến từ thị trường xuất khẩu như Campuchia, Lào, Myanmar,... Biên lợi nhuận hàng xuất khẩu thấp hơn, đóng góp 12,3% vào tổng lợi nhuận gộp của BFC.

II. TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG NPK VIỆT NAM

[\(Trở lại trang 1\)](#)

Sản xuất và tiêu thụ phân NPK trong nước (nghìn tấn)



Nguồn: Bộ NN&PTNT, AgroMonitor, FPTS tổng hợp

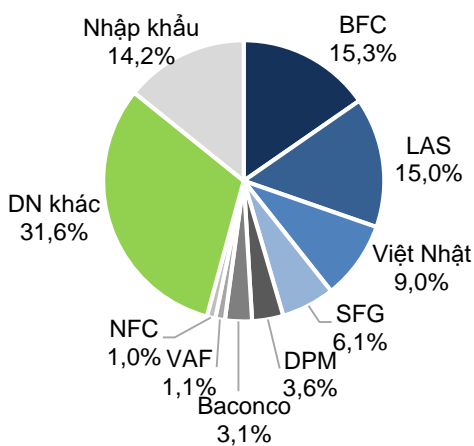
► **Cung cầu phân NPK tăng trưởng nhanh từ năm 2000 – 2018, bắt đầu tình trạng dư cung**

Phân phức hợp NPK là loại phân bón được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm 35,5% tổng lượng tiêu thụ năm 2018. Tốc độ tăng trưởng nhu cầu phân NPK giai đoạn 2000 – 2018 đạt 6,6%/năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng toàn ngành phân bón Việt Nam (3,6%/năm). Trong khi đó, nguồn cung NPK hàng năm tăng trưởng đạt gần 8%/năm trong giai đoạn trên, nhanh chóng bù đắp thiếu hụt cung – cầu.

Giai đoạn 2000 - 2008, nhu cầu phân NPK tăng trưởng mạnh nhưng nguồn cung trong nước còn hạn chế, khiến cho nhu cầu thâm hụt lớn. Từ năm 2009 trở lại đây, các doanh nghiệp nhỏ, hộ gia đình tận dụng nguồn phân đơn giá rẻ để sản xuất phân NPK theo phương pháp đảo trộn thô sơ, bù đắp nhu cầu vẫn tăng trưởng mạnh, dẫn đến thực trạng nguồn cung gia tăng nhưng chất lượng phân bón thấp. Năm 2016, nhu cầu phân bón sụt giảm đáng kể do hạn hán, xâm nhập mặn kéo dài ở Trung và Nam Bộ, dẫn đến tình trạng dư cung toàn ngành.

► **Nguồn cung phân hóa mạnh theo nhiều phân khúc, cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp nội**

Thị phần NPK trong nước năm 2018



Nguồn: FPTS tổng hợp

Thị trường phân phức hợp NPK trong nước phân hóa mạnh.

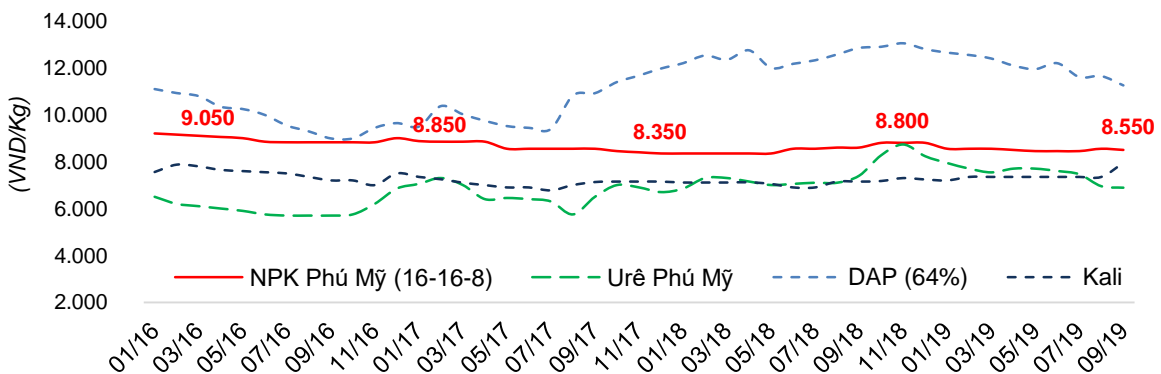
Cả nước có hơn 800 doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân NPK. Các doanh nghiệp đầu ngành như BFC, LAS cũng chỉ chiếm 15 – 16% thị phần cả nước. Các doanh nghiệp nhỏ lẻ chiếm hơn 30% thị phần, còn lại là nhập khẩu. Có thể thấy phần lớn các doanh nghiệp nội địa sản xuất NPK với công nghệ thô sơ, lạc hậu, dẫn đến sản phẩm sản xuất trong nước kém chất lượng, không có thương hiệu, dễ bị làm giả.

Giai đoạn 2018 – 2019 là năm nhiều thách thức đối với các doanh nghiệp ở phân khúc NPK. Nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng chậm lại, các doanh nghiệp vẫn tiếp tục mở rộng công suất, xây dựng nhà máy, hướng tới phân khúc NPK chất lượng cao như DPM, DCM, BFC,... Mức độ cạnh tranh trong mảng NPK ngày càng gay gắt hơn.

► **Giá phân NPK trong nước ít biến động, có xu hướng giảm nhẹ do áp lực cạnh tranh**

Từ năm 2016 - 2019, giá phân NPK nội địa ít biến động và có xu hướng giảm nhẹ. Năm 2018, giá NPK Phú Mỹ bán lẻ trung bình tại thị trường HCM đạt 8.538 VND/kg (-0,9% yoy). Trong 08 tháng đầu 2019, giá NPK tiếp tục giảm xuống mức 8.506 VND/kg (-0,4% so với mức TB năm 2018). Có thể thấy, áp lực cạnh tranh nội địa khiến giá bán NPK giảm nhẹ, trong khi giá các loại phân đơn nguyên liệu biến động mạnh trong những năm gần đây.

Diễn biến giá phân bón bán lẻ thị trường Hồ Chí Minh



Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Xu hướng sử dụng phân NPK chất lượng cao kết hợp với phân hữu cơ, vi sinh kỳ vọng tạo động lực tăng trưởng cho ngành phân bón giai đoạn tới. Do chứa đầy đủ chất dinh dưỡng, việc sử dụng phân NPK chất lượng cao vừa tiết kiệm công chăm bón vừa đem lại hiệu quả cao cho cây trồng. Trong bối cảnh ngành phân bón bão hòa, thị trường phân hóa mạnh, chúng tôi cho rằng các DN sản xuất NPK với công nghệ hiện đại, nhận diện thương hiệu tốt sẽ có khả năng duy trì sức cạnh tranh trong thời gian tới. (Chi tiết [Báo cáo Ngành Phân bón Việt Nam](#))

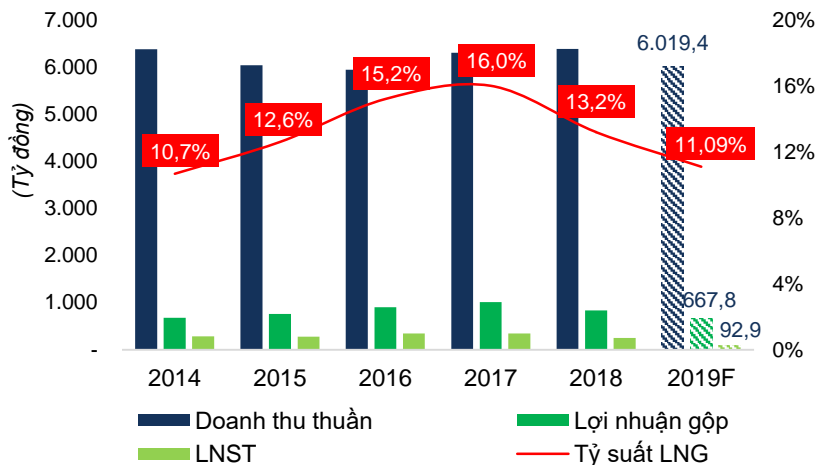
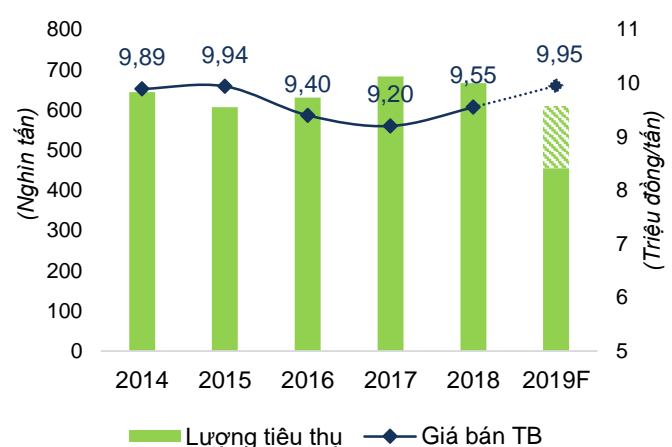
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH
I. KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2019 – DỰ PHÓNG 2019
Bảng 1: Một số chỉ tiêu kết quả kinh doanh 9T.2019 của BFC
[\(Trở lại trang 1\)](#)

(Đơn vị: tỷ đồng)	9T.2019	% 9T yoy	% FPTS dự phóng	2019F	% yoy	Diễn giải
SL sản xuất (tấn)	452.509	-10,4%	74,9%	612.300	-8,9%	9T.2019, sản xuất và tiêu thụ phân NPK giảm lần lượt 10,4% và 12,4% , do tình hình tiêu thụ phân bón cả nước gặp khó khăn, ảnh hưởng tiêu cực từ hiện tượng El Nino đến sản xuất nông nghiệp. Dự phóng 2019: Sản xuất (-8,9% yoy), tiêu thụ (-9,5% yoy) do kỳ vọng cải thiện tình hình tiêu thụ trong Q4/2019 khi El Nino yếu dần và cả nước vào vụ Đông Xuân.
SL tiêu thụ (tấn)	454.811	-12,4%	75,3%	603.697	-9,5%	
Doanh thu thuần	4.565,80	-8,8%	75,6%	6.019,36	-5,7%	Doanh thu thuần giảm 8,8% yoy , giá bán NPK trung bình 9T đạt 9,95 triệu đồng/tấn (+4,2% yoy). Biên lợi nhuận gộp 9T.2019 đạt 11,1% giảm so với cùng kỳ 2018 (13,6%) do giá phân đơn đầu vào tăng cao hơn giá NPK. Dự phóng 2019: Doanh thu thuần đạt 6.019,36 tỷ đồng (-5,7% yoy) do kỳ vọng sản lượng tiêu thụ cải thiện và giá bán trung bình năm +4,2% yoy. Biên lợi nhuận gộp 2019 kỳ vọng đạt 11,09%.
Lợi nhuận gộp	506,60	-25,4%	75,9%	667,77	-20,5%	
Doanh thu tài chính	4,64	-42,2%	75,9%	6,19	-54,6%	
Chi phí tài chính	103,99	+2,3%	74,9%	141,47	+1,6%	
Chi phí bán hàng	242,78	-4,2%	73,5%	299,69	-0,7%	Chi phí bán hàng và QLDN giảm nhẹ (-4,2% yoy và -5,3% yoy). Tuy nhiên tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN/DTT 9T.2019 đạt 7,3% tăng so với cùng kỳ năm 2018 (7,0%) khiến cho biên lợi nhuận sau thuế sụt giảm mạnh.
Chi phí QLDN	91,22	-5,3%	81,0%	117,74	-1,8%	
LN trước thuế	74,27	-70,2%	77,5%	116,08	-62,8%	
LN sau thuế	55,47	-72,7%	64,0%	92,87	-63,3%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	11,1%	13,6%*		11,09%		
CP bán hàng/DTT	5,3%	5,1%		5,0%		
CP QLDN/DTT	2,0%	1,9%		2,0%		
Tỷ suất LNST	1,2%	4,1%		1,5%		

* Chỉ số tài chính tính theo số liệu 9T.2018
 Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp và dự phóng

II. CẬP NHẬT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp biến động mạnh do ảnh hưởng từ giá phân đơn mua ngoài

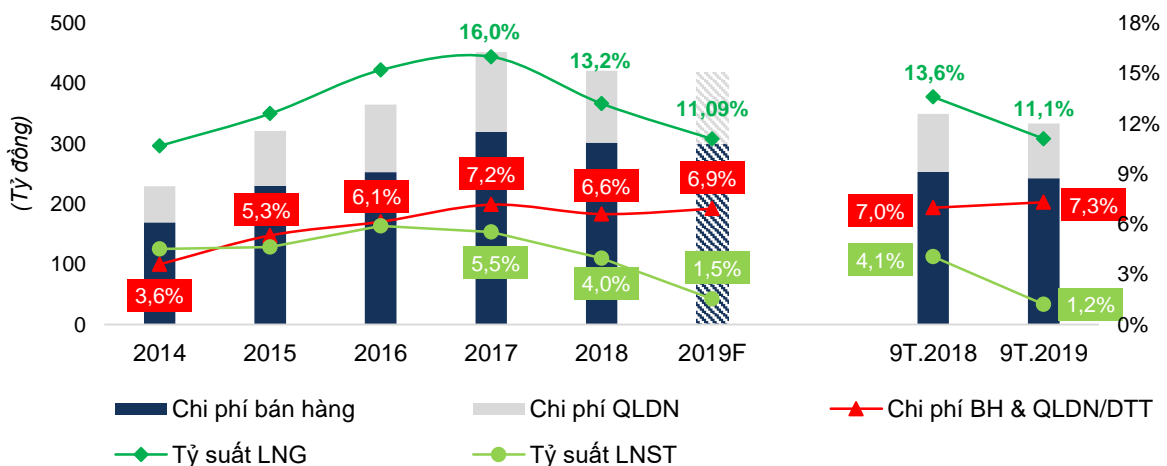
Kết quả kinh doanh giai đoạn 2014 - 2019

Lượng tiêu thụ và giá bán NPK


Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp và dự phóng

Giai đoạn 2016 – 2018, doanh thu thuần tăng trưởng với CAGR đạt 3,6%/năm do giá phân bón hồi phục nhẹ và sản lượng tiêu thụ cũng gia tăng. Năm 2018, giá phân bón trong nước ảnh hưởng từ giá thế giới đã tăng tích cực, nhưng áp lực cạnh tranh gia tăng trong phân khúc NPK chất lượng cao khiến giá bán của BFC chỉ tăng 3,8% yoy. Tiếp tục đà tăng của giá phân bón, dự phóng giá bán trung bình năm 2019 của BFC kỳ vọng đạt 9,95 triệu đồng/tấn (+4,2% yoy). Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ kỳ vọng đạt 603.697 tấn (-9,5% yoy) do tình hình tiêu thụ phân bón cả nước gặp khó khăn, có thể khiến doanh thu thuần của BFC giảm 5,7% so với năm 2018.

Tỷ suất lợi nhuận gộp sụt giảm mạnh từ năm 2018 – 9T.2019 do giá phân đơn đầu vào tăng cao hơn giá phân NPK. 9T.2019, giá phân đơn tiếp tục tăng (Urê +5,02% yoy, Kali +4,72% yoy), trong khi giá phân NPK ít biến động hơn, khiến biên lợi nhuận gộp của BFC giảm xuống còn 11,1%. Hiện tại, giá phân Urê và DAP đang giảm nhẹ so với cuối năm 2018, kỳ vọng biên lợi nhuận gộp năm 2019 giữ ở mức 11,09%. [\(Trở lại mục I\)](#)

2. Tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN/doanh thu tăng khiến tỷ suất LNST sụt giảm mạnh

Chi phí bán hàng và chi phí QLDN


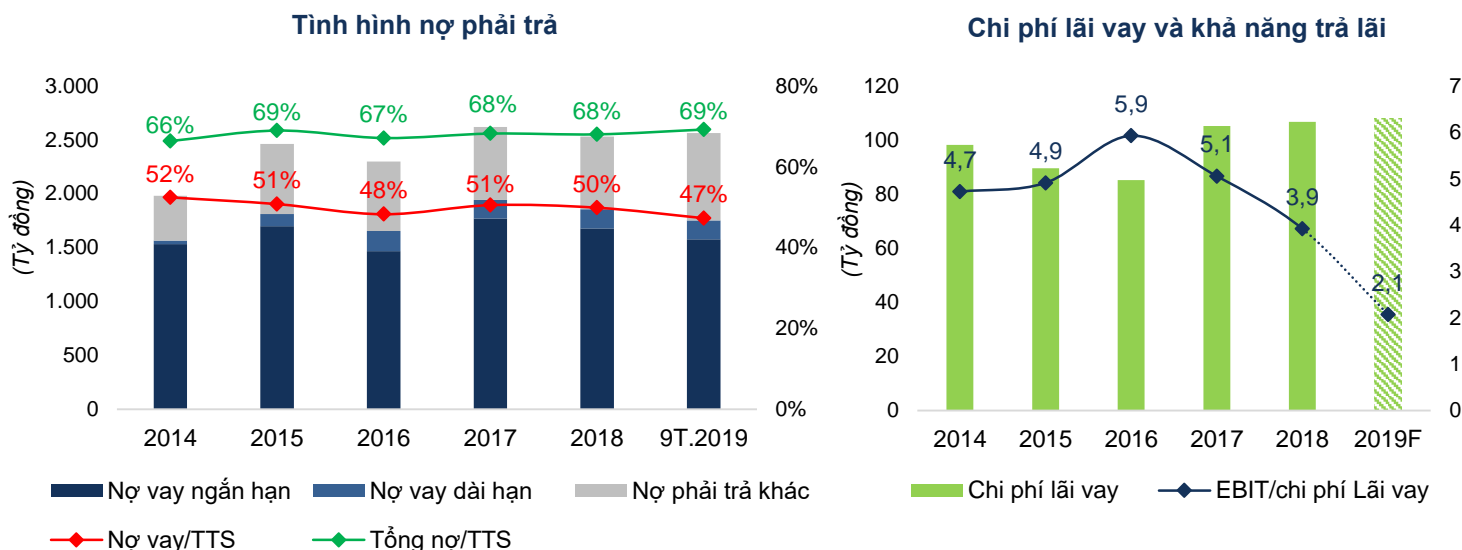
Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp và dự phóng

Chi phí bán hàng và QLDN 9T.2019 giảm lần lượt -4,2% yoy và -5,3% yoy, nhưng tỷ trọng trên doanh thu thuần tăng từ 7,0% 9T.2018 lên 7,3%. Trước ảnh hưởng xấu của hiện tượng El Niño, tình hình tiêu thụ sản phẩm khó khăn, áp lực cạnh tranh gay gắt tại thị trường NPK, BFC không thể cắt giảm đáng kể chi phí bán hàng và các chi phí cố định khác. Biên lợi nhuận gộp 9T.2019 giảm mạnh còn 11,1%, trong khi chi phí bán hàng và QLDN chiếm

đến 7,3% doanh thu thuần. Lợi nhuận sau thuế 9T.2019 ghi nhận 55,47 tỷ đồng (-72,7 % yoy), tỷ suất lợi nhuận sau thuế giảm mạnh từ 4,1% 9T.2018 xuống còn 1,2%, thấp nhất trong 05 năm trở lại đây.

Bên cạnh đó, BFC chỉ sở hữu 51% cổ phần của 04 công ty con tại các vùng miền, phần lợi nhuận chia cho cổ đông thiểu số tại các công ty này chiếm đến 23,7% tổng lợi nhuận sau thuế của BFC. Điều này làm giảm phần lợi ích thực tế còn lại cho cổ đông công ty mẹ hàng năm. [\(Trở lại mục I\)](#)

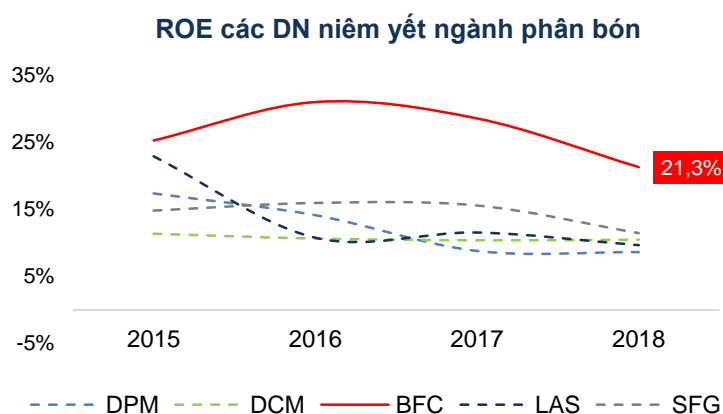
3. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao, tỷ suất lợi nhuận trên VCSH cao vượt trội so với trung bình DN niêm yết



Nguồn: BFC, FPTTS tổng hợp và dự phóng

Cơ cấu nguồn vốn của BFC khá ổn định, tỷ trọng nợ phải trả chiếm gần 70% tổng tài sản qua các năm, cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết ngành phân bón. Nợ vay của BFC gồm ~90% là nợ vay ngắn hạn, chủ yếu để bù đắp vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh trong năm. Phần nợ phải trả khác đang có xu hướng tăng, cho thấy khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp, khách hàng của BFC đang được cải thiện.

Tuy vậy, chi phí lãi vay cũng là khoản chi phí đáng kể làm sụt giảm lợi nhuận hoạt động của BFC. Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay đang giảm mạnh từ 5,9 lần xuống mức 3,9 lần năm 2018 và dự phóng còn 2,1 lần năm 2019.



Tỷ suất lợi nhuận trên VCSH (ROE) của BFC cao nhất trong các doanh nghiệp phân bón niêm yết do sử dụng tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao và hiệu quả. Tuy nhiên, ROE đang có xu hướng giảm do hoạt động kinh doanh gặp khó khăn khiến tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh. Năm 2019, ngành phân bón hoạt động kém khả quan, tỷ suất ROE toàn ngành có xu hướng sụt giảm mạnh. Chúng tôi dự phóng ROE năm 2019 của BFC chỉ đạt ~10,4%.

Nguồn: BFC, FPTTS tổng hợp

[\(Trở lại trang 1\)](#)

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ
[\(Trở lại Trang 1\)](#)

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50%:50%, giá mục tiêu của cổ phiếu BFC được xác định là **15.500 VND/cp** (+5,1% so với giá đóng cửa ngày 15/11/2019). Do thời tiết bất lợi, hoạt động kinh doanh ngành phân bón 2019 gặp khó khăn, chúng tôi giữ khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BFC tại thời điểm hiện tại. Dựa trên cơ sở dự phóng giá phân bón đầu vào và đầu ra, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu thận trọng là 15.500 VND/cp, nhà đầu tư cân nhắc bán cổ phiếu BFC khi giá thị trường đạt mức giá mục tiêu trên.

STT	Phương pháp chiết khấu dòng tiền	Kết quả	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	15.176	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	15.844	50%
Bình quân giá các phương pháp (VND/cp)		15.500	

Bảng phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu BFC và diễn biến giá phân bón. Dựa trên cơ sở giá bán NPK ít biến động hơn giá phân đơn đầu vào, chúng tôi đưa ra các kịch bản như sau:

Mức dự phóng cơ sở				
Giá bán phân NPK TB	+0,5%	+0,5%	+0%	+0%
Giá phân đơn đầu vào TB	+0,7%	+0,6%	+0,2%	-0,4%
Giá cổ phiếu (VND/cp)	15.500	16.067	16.641	17.400
% So với giá hiện tại	+5,1%	+8,9%	+12,8%	+18,0%

Mức giá mục tiêu BFC cập nhật thấp hơn 43,4% so với kết quả định giá lần đầu T10/2018 - giá đã điều chỉnh là 27.050 VND/cp ([Chi tiết](#)). Mức định giá giảm xuống thấp là do những thay đổi về dự phóng hoạt động kinh doanh và giả định của mô hình định giá so với báo cáo định giá lần đầu.

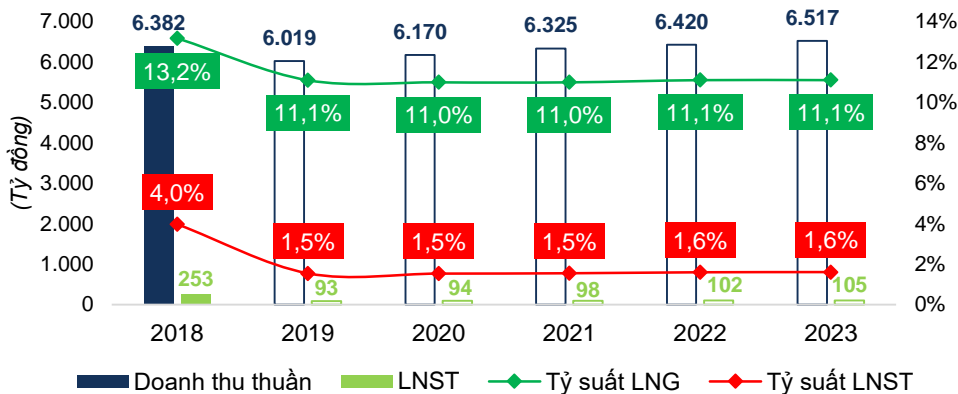
CẬP NHẬT DỰ PHÓNG HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chỉ tiêu	2019F Lần đầu	2019F Cập nhật	2020F Cập nhật	Diễn giải
Chỉ tiêu hoạt động				
SL sản xuất (tấn)	682.500	612.300	624.000	Hiện tượng El Nino bất thường khiến sản xuất và tiêu thụ phân bón 2019 giảm mạnh so với 2018. Thời tiết kỳ vọng trở lại trạng thái trung tính từ cuối 2019. Dự phóng sản lượng 2020 tăng nhẹ (+1,9% SL sản xuất và +2% SL tiêu thụ).
SL tiêu thụ (tấn)	696.995	603.697	615.771	
Giá bán TB (Trđ/tấn)	9,51	9,95	10,01	Giá bán NPK 2019 tăng (+4,2% 9Tyoy), dự phóng 2020 tiếp tục tăng 0,5% yoy.
Giá vốn TB (Trđ/tấn)	8,13	8,87	8,93	Giá phân đơn đầu vào tăng mạnh, giá vốn TB 2019F đạt 8,87 trđ/tấn (+9,1% yoy), và dự phóng 2020 là 8,93% (+0,7% yoy).
Kết quả HĐKD				
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	6.625,57	6.019,36	6.170,27	Với thay đổi dự phóng SL tiêu thụ, giá bán, doanh thu 2019 giảm 9,15% so với định giá lần đầu. Doanh thu 2020F tăng 3,0% yoy.
Tỷ suất LNG	14,5%	11,1%	11,0%	Chịu tác động mạnh từ giá phân đơn đầu vào, biên LNG 2019 giảm so với kỳ vọng. Dự phóng 2020 biên LNG đạt ~11,0%.
Tỷ suất LNST	4,6%	1,5%	1,5%	Chi phí BH và chi phí cố định khác không thể tiết giảm, biên LNST giảm mạnh, kỳ vọng đạt 1,5% giai đoạn 2019 - 2020.

Tình hình vay nợ

Vay ngắn hạn (tỷ đồng)	2.029,99	1.750,92	1.777,63	Dự phóng vay ngắn hạn giảm so với kỳ vọng do nhu cầu vốn lưu động 2019 giảm.
Vay dài hạn (tỷ đồng)	178,12	182,49	152,07	Vay dài hạn tăng năm 2019 do khoản vay thêm của công ty con tại Ninh Bình.

Với những thay đổi về giả định và phân tích theo mức dự phóng cơ sở, kết quả hoạt động kinh doanh của BFC giai đoạn 2019 - 2023 như sau:

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh 2019 - 2023


Nguồn: FPTTS dự phóng

CẬP NHẬT GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Lần đầu T10/2018	Cập nhật T11/2019	Giả định mô hình	Lần đầu T10/2018	Cập nhật T11/2019
WACC 2019	6,79%	7,25%	Phần bù rủi ro	9,75%	13,06%
Chi phí sử dụng nợ	5,45%	5,72%	Hệ số Beta	0,25	0,25
Chi phí sử dụng VCSH	11,65%	13,05%	Tăng trưởng dài hạn	1,0%	1,0%
Lãi suất phi rủi ro	5,31%	4,0%	Thời gian dự phóng	7 năm	7 năm

CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	7,25%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VND)	2.834.279
(+) Tiền mặt tại công ty (triệu VND)	4.920
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VND)	1.933.411
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	905.788
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	57
Giá mục tiêu (VND/cp)	15.844
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VND)	867.576
Giá mục tiêu (VND/cp)	15.176

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

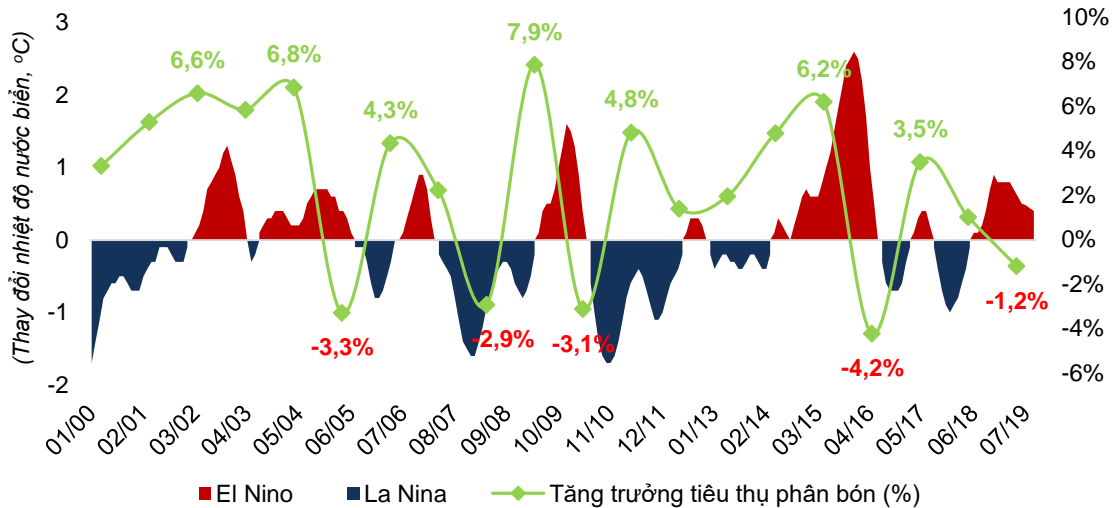
Khuyến nghị	Thời gian	Chi tiết báo cáo
THEO DÕI	Tháng 10/2018	Xem thêm

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	ĐDKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	6.381.889	6.019.357	6.170.269	6.324.968	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	5.542.136	5.351.591	5.492.005	5.629.785	+ Tiền, tương đương tiền	318.248	376.915	335.821	308.578
Lợi nhuận gộp	839.753	667.766	678.264	695.183	+ Đầu tư TC ngắn hạn	46.472	33.847	33.847	33.847
- Chi phí bán hàng	301.713	299.689	307.552	315.268	+ Các khoản phải thu	577.522	560.918	612.528	666.378
- Chi phí quản lí DN	119.869	117.735	120.824	123.855	+ Hàng tồn kho	1.898.574	1.920.708	1.993.673	2.066.825
Lợi nhuận thuần HĐKD	418.170	250.342	249.888	256.060	+ Tài sản ngắn hạn khác	40.434	45.759	46.824	47.915
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(125.669)	(135.283)	(139.788)	(140.575)	Tổng tài sản ngắn hạn	2.881.250	2.938.146	3.022.692	3.123.543
- Lợi nhuận khác	19.910	1.025	8.018	6.925	+ Nguyên giá TS CĐHH	832.947	1.013.952	1.013.952	1.013.952
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	312.412	116.083	118.118	122.410	+ Khấu hao lũy kế	(360.743)	(465.187)	(555.381)	(645.022)
- Chi phí lãi vay	106.836	108.288	111.985	111.980	+ Giá trị còn lại TS CĐHH	472.204	548.764	458.571	368.930
Lợi nhuận trước thuế	312.412	116.083	118.118	122.410	+ Đầu tư tài chính dài hạn	8.177	8.177	8.177	8.177
- Thuế TNDN	59.112	23.217	23.624	24.482	+ Tài sản dài hạn khác	6.668	5.671	5.671	5.671
LNST	253.300	92.867	94.494	97.928	+ Xây dựng cơ bản dở dang	51.332	73.063	73.063	73.063
Lợi ích cổ đông thiểu số	13.156	22.025	22.411	23.225	Tổng tài sản dài hạn	836.252	924.990	833.165	742.129
LNST của cổ đông CT Mẹ	193.314	70.842	72.084	74.703	Tổng tài sản	3.717.502	3.863.136	3.855.857	3.865.672
EPS (đ)	2.545	793	1.009	1.111	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F	+ Phải trả người bán	422.811	461.759	456.431	450.546
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,2%	11,1%	11,0%	11,0%	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.677.512	1.750.924	1.777.630	1.790.375
Tỷ suất LNST	4,0%	1,5%	1,5%	5,6%	+ Quỹ khen thưởng	13.132	38.629	53.046	64.251
ROE DuPont	16,0%	6,0%	6,2%	6,3%	Nợ ngắn hạn	2.352.076	2.510.192	2.539.003	2.549.678
ROA DuPont	5,1%	1,9%	1,9%	1,9%	+ Vay và nợ dài hạn	176.587	182.487	152.072	121.658
Tỷ suất EBIT/doanh thu	4,9%	1,9%	1,9%	1,9%	Nợ dài hạn	176.587	182.487	152.072	121.658
LNST/LNTT	61,9%	61,0%	61,0%	61,0%	Tổng nợ	2.528.663	2.692.679	2.691.076	2.671.336
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	+ Vốn điều lệ	571.680	571.680	571.680	571.680
Vòng quay tổng tài sản	168,9%	158,8%	159,9%	163,8%	+ LN chưa phân phối	164.679	101.227	54.043	45.477
Đòn bẩy tài chính	313,7%	321,3%	330,5%	327,3%	Vốn chủ sở hữu	933.194	892.788	864.703	871.032
					Lợi ích cổ đông thiểu số	255.644	277.669	300.079	323.304
					Tổng cộng nguồn vốn	3.717.502	3.863.136	3.855.857	3.865.672
Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F	Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày phải thu	28,4	30,00	31,50	33,00	Tiền đầu năm	344.735	318.248	376.915	335.821
Số ngày tồn kho	131,6	131,00	132,50	134,00	Lợi nhuận sau thuế	312.412	70.842	72.084	74.703
Số ngày phải trả	24,2	28,00	27,00	26,00	+ Khấu hao	77.421	91.402	91.824	91.037
Thời gian luân chuyển tiền	135,8	133,00	137,00	141,00	+ Điều chỉnh	(129.223)	17.697	21.346	22.134
COGS / Hàng tồn kho	2,9	2,79	2,75	2,72	+ Thay đổi vốn lưu động	123.107	66.303	(136.887)	(140.278)
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F	Tiền từ hoạt động KD	384.723	246.244	48.367	47.595
CS thanh toán hiện hành	1,22	1,17	1,19	1,23	+ Thanh lý TSCĐ	28.487	-	-	-
CS thanh toán nhanh	0,42	0,41	0,41	0,41	+ Chi mua sắm TSCĐ	(88.968)	(181.138)	-	-
CS thanh toán tiền mặt	0,16	0,16	0,15	0,13	Tiền từ hđ đầu tư	(83.104)	(181.138)	-	-
Nợ / Tài sản	0,50	0,50	0,50	0,49	+ Cổ tức đã trả	(241.801)	(85.752)	(85.752)	(57.168)
Nợ / Vốn CSH	1,99	2,17	2,23	2,20	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	73.412	(2.856)	12.659
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,80	1,96	2,06	2,06	+ Thay đổi nợ dài hạn	-	5.900	(30.414)	(30.414)
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,19	0,20	0,18	0,14	Tiền từ hoạt động TC	(328.106)	(6.440)	(89.461)	(74.837)
Khả năng TT lãi vay	2,92	1,07	1,05	1,09	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(26.487)	58.667	(41.094)	(27.242)
					Tiền cuối năm	318.248	376.915	335.821	308.578

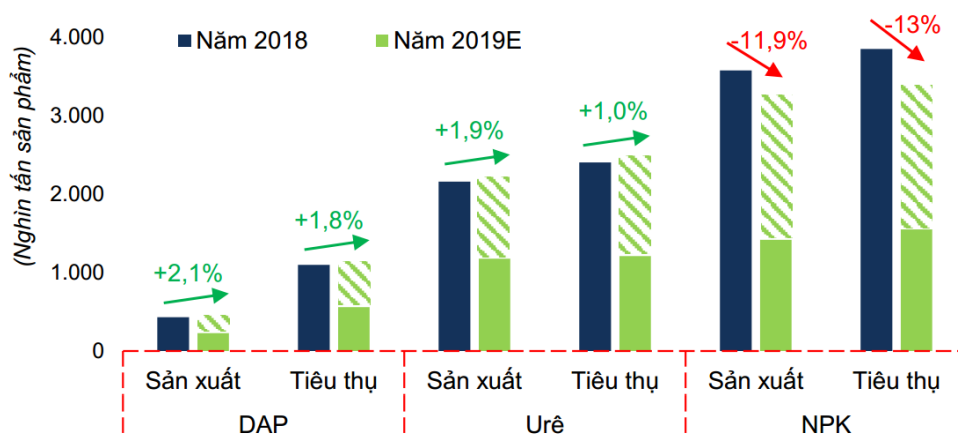
PHỤ LỤC
PHỤ LỤC 1 – Ảnh hưởng của thời tiết đến canh tác nông nghiệp và nhu cầu phân bón Việt Nam

Năm 2019, hiện tượng khí hậu El Nino duy trì trở lại. Nhiệt độ trên cả nước cao hơn mức TBNN (trung bình nhiều năm) từ 0,5°C – 2°C, xuất hiện nhiều đợt nắng nóng kéo dài. Mùa mưa đến muộn hơn 01 tháng, lượng mưa giảm đáng kể, đặc biệt là khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên ít hơn 50% so với TBNN. Hạn hán ở khu vực Trung Bộ, Tây Nguyên và xâm ngập mặn ở Nam Bộ tác động xấu đến sản xuất nông nghiệp, giảm diện tích canh tác, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ phân bón giảm đáng kể.

Chỉ số ONI và tăng trưởng tiêu thụ phân bón ở Việt Nam


Nguồn: Trung tâm dự báo thời tiết Mỹ (CPC), FPTS tổng hợp

Cuối năm 2019, cường độ El Nino được dự báo yếu dần. Nhiệt độ 4 tháng cuối năm cao hơn từ 0,5 - 1°C so với TBNN, lượng mưa có khả năng thiếu hụt từ 10 - 25%. Với dự báo trên, nhu cầu phân bón vụ Đông Xuân 2019/20 kỳ vọng cải thiện so với các vụ trước, tuy nhiên vẫn giảm so với cùng kỳ năm 2018.

Dự báo cung - cầu phân bón Việt Nam năm 2019


Nguồn: AgroMonitor, Tổng cục Thống kê, FPTS ước tính

Chúng tôi đánh giá phân NPK là loại phân bón nhạy cảm nhất với yếu tố thời tiết do người nông dân có xu hướng sử dụng phân đơn như Urê, DAP, Kali thay thế (dễ tan hơn, tránh thất thoát) để giảm bớt thiệt hại khi xảy ra thời tiết xấu. Theo ước tính của chúng tôi, nhu cầu và sản lượng phân NPK toàn ngành năm 2019 sẽ giảm mạnh (-13% yoy và -11,9% yoy). Thay vào đó, nhu cầu và sản lượng phân Urê, DAP tăng nhẹ, tuy nhiên sẽ không bù đắp được sản lượng phân NPK sụt giảm.

[\(Trở lại mục chính\)](#)

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 04 cổ phiếu BFC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888