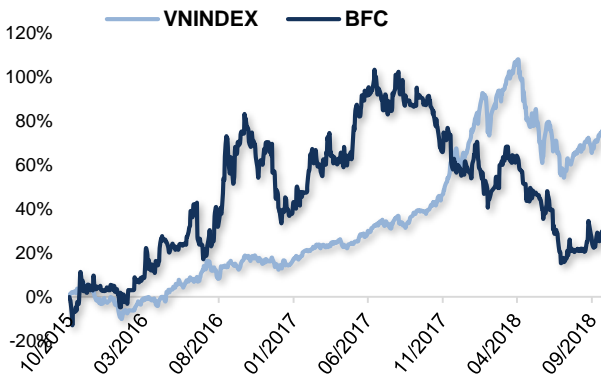


Bùi Thị Phương Chuyên viên phân tích Email: phuongbt@fpts.com.vn Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312	Giá thị trường (08/10/2018)	27.200	Khuyến nghị THEO DÕI
	Giá mục tiêu	31.050	
	Chênh lệch	14%	

Biến động giá cổ phiếu BFC và VNINDEX

**LỢI THẾ ĐI ĐẦU TRONG XU HƯỚNG
PHÂN PHỨC HỢP CHẤT LƯỢNG CAO**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **BFC** của **Công ty Cổ phần Phân bón Bình Điền**, niêm yết trên sàn **HSX**. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu **BFC** là **31.050 đồng/cp**, cao hơn 14% so với giá hiện tại.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu **BFC** với những luận điểm như sau:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✓ **Là doanh nghiệp sản xuất phân bón phức hợp hàng đầu Việt Nam**, năm 2017 vươn lên dẫn đầu thị phần tiêu thụ mảng phân hỗn hợp NPK (chiếm 17,3% cả nước), với thương hiệu “Đầu Trâu” được người tiêu dùng ưa chuộng.
- ✓ **Với việc mở rộng thị trường ra miền Bắc**, BFC đã gia tăng thị phần từ 15% lên trên 17% tổng lượng tiêu thụ cả nước, giai đoạn năm 2015 đến nay.
- ✓ **Năm 2018, Vinachem sẽ tiến hành thoái vốn tại BFC** từ 65% xuống còn 36% vốn điều lệ. Cổ phiếu BFC sẽ có khả năng thanh khoản cao hơn khi cơ cấu cổ đông không còn cô đặc như trước.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Rủi ro biến động giá nguyên liệu đầu vào.**
BFC sản xuất NPK từ 3 thành phần phân đơn chính: Ure, DAP và Kali (chiếm đến 80% chi phí sản xuất), hầu hết là mua ngoài. Từ cuối năm 2016, giá các loại phân đơn này đã có xu hướng tăng trở lại, đặc biệt là phân DAP đang được áp thuế tự vệ, ảnh hưởng lớn đến KQKD của BFC.
- **Cạnh tranh gia tăng mạnh mẽ trong xu hướng sử dụng phân NPK chất lượng cao.**

Xu hướng sử dụng phân bón chất lượng cao đang ngày càng được ưa chuộng, tại cả thị trường phía Bắc và Nam. Năm 2018 đánh dấu sự gia tăng nguồn cung cả về số lượng và chất lượng sản phẩm NPK từ các đối thủ lớn như: nhà máy NPK 4 của Lâm Thao (Quý 1/2018), nhà máy NPK Phú Mỹ (Quý 3/2018), nhà máy NPK Ure nóng chảy của DCM và một số dự án mở rộng dây chuyền sản xuất khác tại phía Bắc. Điều này khiến cho mức độ cạnh tranh mảng phân NPK (sản phẩm chủ lực của Bình Điền) sẽ càng gay gắt hơn.

Thông tin giao dịch
08/10/2018

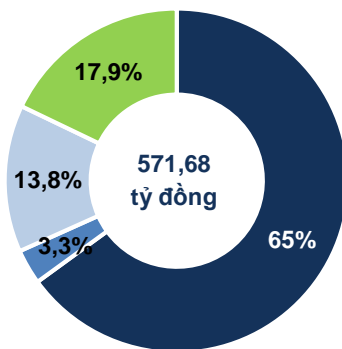
Giá hiện tại	27.200
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	40.950
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	24.700
Số lượng CP niêm yết (CP)	57.167.993
Số lượng CP lưu hành (CP)	57.167.993
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	36.396
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	13.9%
Vốn điều lệ (tỷ VND)	571,68
Vốn hóa (tỷ VND)	1.577,84
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	3.447
P/E trailing	8.0x

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 các loại phân bón vô cơ và hữu cơ
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Cạnh tranh từ các nhà máy NPK mới

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP
Lịch sử hình thành và phát triển


- Công ty Cổ phần Phân bón Bình Điền tiền thân là Xí nghiệp phân bón Bình Điền II trực thuộc Công ty phân bón Miền Nam. Năm 2003, Bộ Công Thương đã có Quyết định chuyển thành Công ty Phân bón Bình Điền, là thành viên hạch toán độc lập thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam.
- Công ty chính thức hoạt động dưới hình thức Công ty cổ phần từ ngày 01/02/2011, bán đấu giá lần đầu thành công 7.371.300 cổ phần.
- Ngày 27/08/2015, công ty chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch chứng khoán Tp. HCM (HSX).
- Ngày 17/08/2016, Công ty tăng vốn từ 476,4 tỷ đồng lên 571,68 tỷ đồng từ nguồn vốn chủ sở hữu.

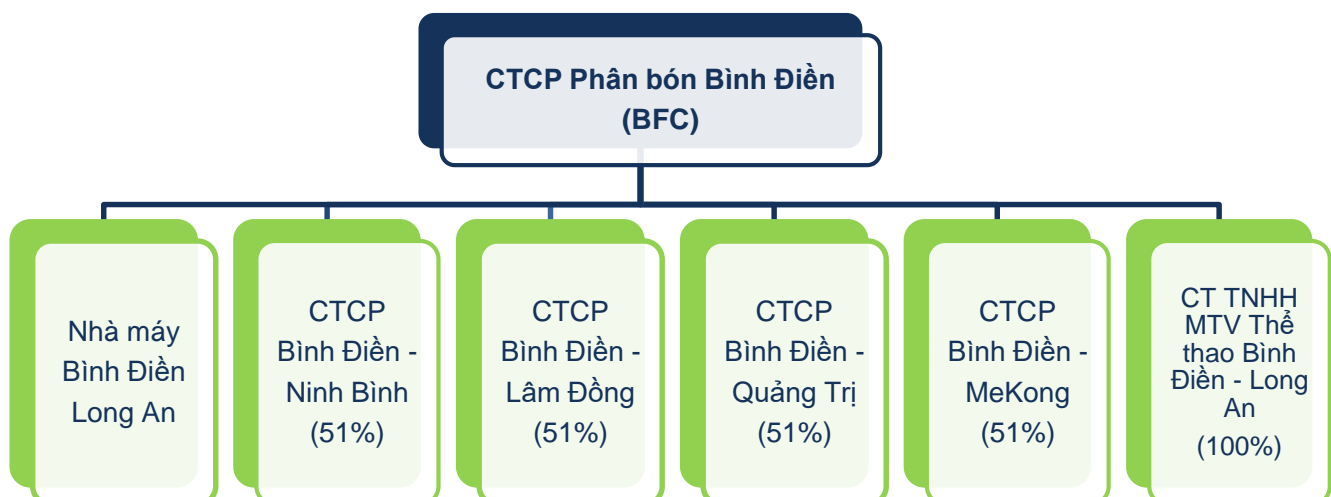

Cơ cấu cổ đông của BFC

- Tập đoàn Hóa chất Việt Nam
- Công ty TNHH Thương mại & Dịch vụ Thái Sơn
- Tổ chức nước ngoài
- Khác

Nguồn: BFC, 26/03/2018

Cơ cấu tổ chức công ty

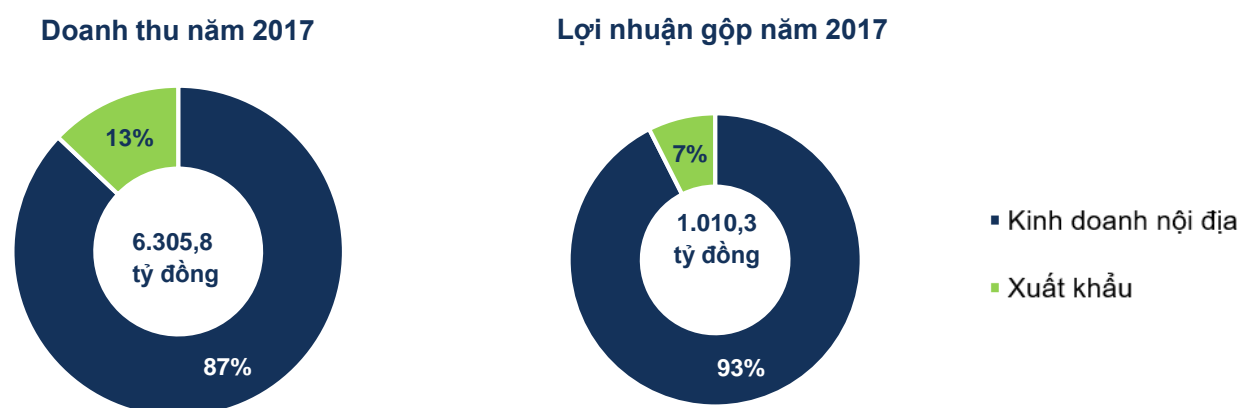
- 1 trụ sở chính tại Lô C12/21 Quốc lộ 1A, xã Tân Kiên, Bình Chánh, TP.HCM,
- 1 chi nhánh nhà máy trực thuộc tại Long An (công suất 500 nghìn tấn – nhà máy lớn nhất của BFC)
- 5 công ty con, trong đó 4 công ty có nhà máy sản xuất tại các vùng miền: NM Ninh Bình (miền Bắc), NM Quảng Trị (miền Trung), NM Lâm Đồng (Tây Nguyên) và MN MeKong (Đông Nam Bộ).



Hoạt động kinh doanh chính

- BFC hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh các loại phân bón vô cơ, hữu cơ, vi sinh, vi lượng các chất điều hòa tăng trưởng cho cây trồng, vật nuôi.
- Sản phẩm chính: chủ yếu là phân phức hợp NPK các loại như NPK hiệu Đầu Trâu Agrotain, phân NPK chuyên dùng, phân NPK TE cao cấp, phân khoáng hữu cơ và phân bón lá, ...
- Hiện tại, BFC có 5 nhà máy với tổng công suất thiết kế 975.000 tấn/năm, đứng đầu lĩnh vực sản xuất và cung ứng phân phức hợp NPK tại Việt Nam.
- Thị phần năm 2017: chiếm 17,3% tổng lượng tiêu thụ NPK cả nước.

Cơ cấu doanh thu, lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh



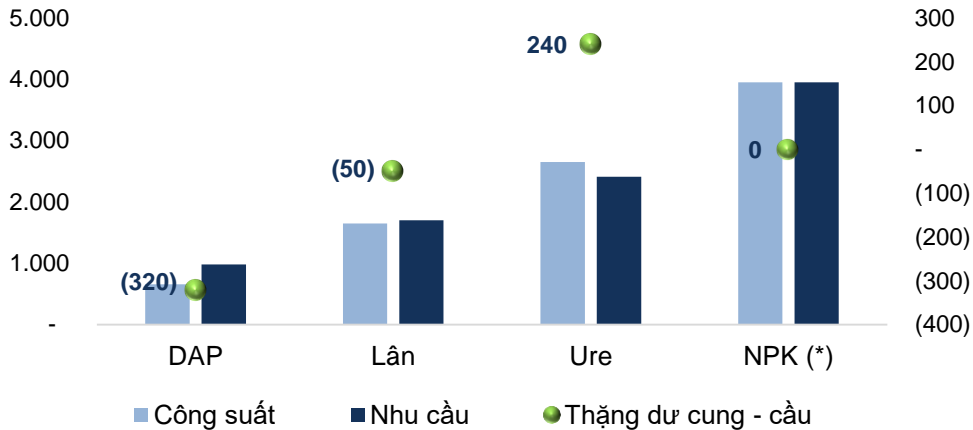
Nguồn: BFC, FPTTS tổng hợp

Doanh thu và lợi nhuận gộp của BFC chủ yếu đến từ sản xuất và kinh doanh sản phẩm phân phức hợp NPK với cơ cấu doanh thu kinh doanh nội địa chiếm đến 87% năm 2017, 13% còn lại từ xuất khẩu sang các nước Campuchia, Lào, Myanma,... Biên lợi nhuận hàng xuất khẩu thấp hơn nên đóng góp chỉ 7% vào tổng lợi nhuận gộp cho BFC.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
I. TÌNH HÌNH CUNG – CẦU NGÀNH PHÂN BÓN TRONG NƯỚC

Ngành phân bón trong nước đã bước vào giai đoạn bão hòa ở hầu hết các mảng sản xuất cả phân đơn (Ure, lân) và phân phức hợp NPK.

Cung cầu các loại phân bón trong nước năm 2017 (nghìn tấn)



(*) Công suất các nhà máy NPK lớn, chưa bao gồm DN nhỏ lẻ, hộ gia đình

Nguồn: Agromonitor, Vinachem, FPTS tổng hợp

Phân đơn – mức độ dư cung cao

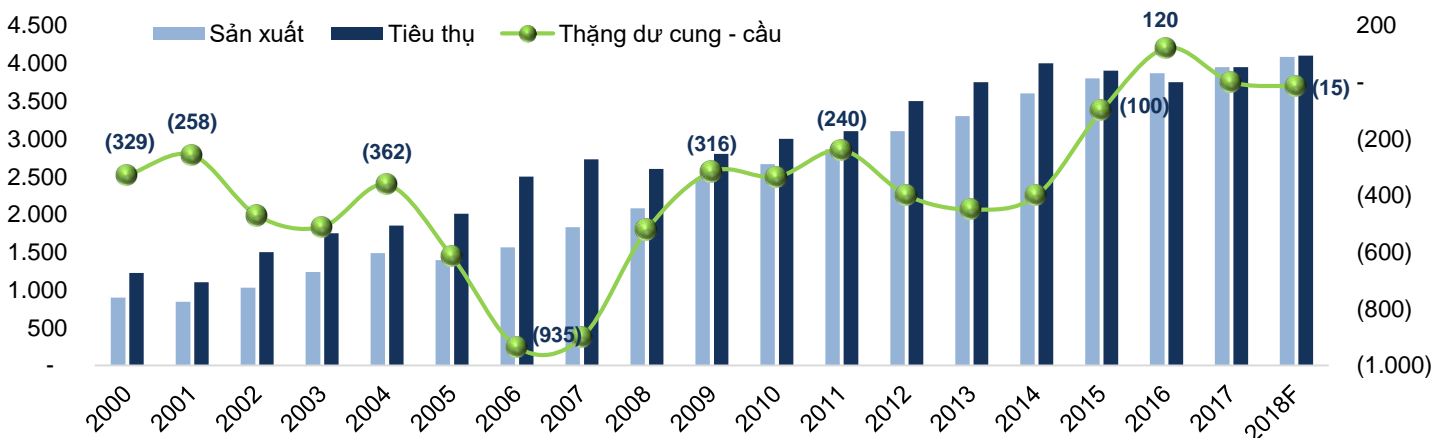
Ure là loại phân bón có mức độ dư cung cao nhất. Năm 2015, nhà máy Đạm Cà Mau đi vào hoạt động, đã đẩy tổng công suất Ure lên 2,65 triệu tấn/năm, trong khi nhu cầu hàng năm ở mức 2,4 triệu tấn. Riêng phân DAP mới chỉ có 2 nhà máy DAP – Vinachem sản xuất được với công suất 660 nghìn tấn/năm nên nguồn cung trong nước chưa đủ, phải nhập khẩu thêm để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ.

Phân NPK – xu hướng sử dụng phân phức hợp chất lượng cao

Là loại phân xuất hiện muộn so với nhóm phân đơn nhưng đã nhanh chóng trở thành loại phân bón được tiêu thụ nhiều nhất, chiếm gần 40% tổng lượng phân bón tiêu thụ hàng năm. Do tính chất phối trộn, tính tiện lợi khi sử dụng và sản phẩm chứa đủ chất dinh dưỡng nên phân khúc NPK có những khác biệt lớn so với phân khúc phân đơn.

(1) Cung và cầu phân NPK tăng nhanh, năm 2016 có dấu hiệu dư cung

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



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

Từ năm 2000 – 2017, nhu cầu tiêu thụ NPK tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng trung bình CAGR = 7,12%/năm, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng toàn ngành phân bón trong nước (~ 3,6%/năm). Trong khi đó, tốc độ gia tăng nguồn cung NPK hàng năm khoảng 9,1% trong giai đoạn trên, đã nhanh chóng bù đắp thiếu hụt cung – cầu.

Giai đoạn năm 2000 - 2008, nhu cầu phân NPK tăng trưởng mạnh nhưng nguồn cung trong nước còn hạn chế, khiến cho nhu cầu thiếu hụt đến 935 nghìn tấn năm 2006. Từ năm 2009 trở lại đây, các doanh nghiệp nhỏ, hộ gia đình đã tận dụng nguồn phân đơn giá rẻ để sản xuất phân NPK theo phương pháp đảo trộn thô sơ – 3 hạt, để đáp ứng nhu cầu sử dụng vẫn tăng trưởng mạnh. Dẫn đến thực trạng nguồn cung gia tăng nhưng chất lượng phân bón thấp. Đến năm 2015 - 2016, sản lượng tiêu thụ có dấu hiệu sụt giảm do tình hình sản xuất nông nghiệp bị ảnh hưởng bởi hạn hán và xâm nhập mặn kéo dài ở khu vực Nam Bộ, trong khi nguồn cung vẫn gia tăng, dẫn đến tình trạng dư cung trong toàn ngành.

(2) Thị trường phân hóa mạnh, chất lượng sản phẩm theo nhiều phân khúc

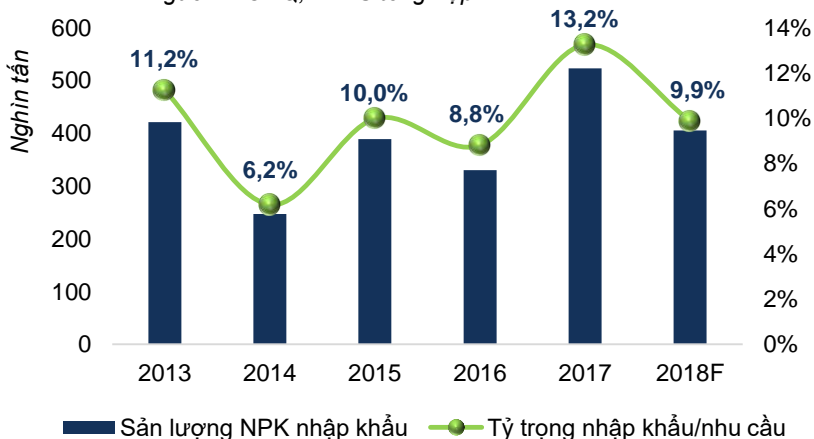
Thị trường phân phức hợp NPK trong nước phân hóa mạnh. Năm 2017, cả nước có trên 800 doanh nghiệp sản xuất NPK. Các doanh nghiệp đầu ngành như BFC, LAS cũng chỉ chiếm 16 – 17% thị phần tiêu thụ cả nước, các doanh nghiệp nhỏ lẻ vẫn chiếm tới 23% toàn thị trường, phần còn lại là nhập khẩu. Có thể thấy phần lớn các doanh nghiệp 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. Trước tình hình đó, các doanh nghiệp sản xuất NPK lớn đã đẩy mạnh việc đầu tư xây dựng các nhà máy với công nghệ hiện đại, sản phẩm có thương hiệu, chất lượng tốt. Đi đầu xu hướng này là Bình Điền (BFC) với nhà máy NPK - Ure hóa lỏng tại Miền Bắc, sản xuất sản phẩm hàm lượng cao, đáp ứng được yêu cầu sử dụng của thị trường. Có thể thấy, các doanh nghiệp NPK vẫn còn dư địa phát triển do nhu cầu phân NPK chất lượng cao vẫn còn rất lớn.

Hiện tại, BFC đang dẫn đầu ở phân khúc NPK chất lượng cao, có khả năng bao phủ thị trường lớn nhất với 28% thị phần miền Nam, 12% thị phần miền Bắc và 10% ở miền Trung do có lợi thế về vị trí các nhà máy. Trong khi đó, các doanh nghiệp khác chỉ tập trung ở mỗi vùng nhất định, LAS đang dẫn đầu thị phần miền Bắc với hơn 50%, trong khi đó SFG chỉ tập trung ở Tây Nguyên và Nam Bộ. Gần đây, DPM cũng đưa nhà máy NPK – công nghệ hóa học, công suất 250 nghìn tấn vào hoạt động. Với công nghệ hiện đại nhất hiện nay, DPM sẽ có thể đưa ra thị trường sản phẩm chất lượng tốt, cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm nhập khẩu từ nước ngoài.

(3) Phân NPK nhập khẩu hàng năm chủ yếu là NPK chất lượng cao.

Sản lượng phân NPK nhập khẩu các năm

Nguồn: TCHQ, FPTS tổng hợp



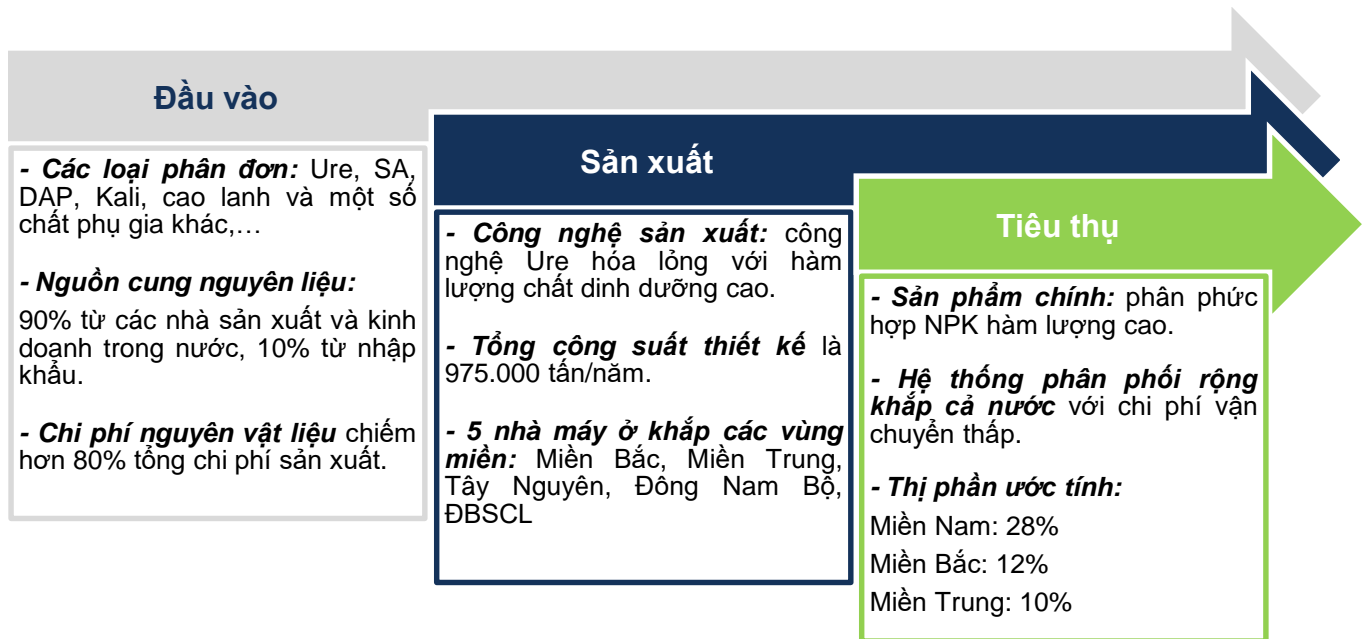
Vài năm trở lại đây, trong khi nguồn cung phân NPK trong nước đã có dấu hiệu vượt nhu cầu tiêu thụ, lượng phân bón nhập khẩu hàng năm vẫn ở mức cao. Tỷ trọng phân NPK nhập khẩu trung bình chiếm đến trên 10% nhu cầu tiêu thụ trong nước, năm 2017 lên đến 13,2% (thị phần doanh nghiệp đầu ngành cũng chỉ 17%).

Sản phẩm nhập khẩu chủ yếu là phân NPK chất lượng cao do các doanh nghiệp có thương hiệu như DPM, Baconco, Vinacam,... nhập về và phân phối dưới thương hiệu của mình. Do đó, khi các doanh nghiệp NPK trong nước tham gia vào phân khúc này, có thể giành thị phần từ các doanh nghiệp nhập khẩu.

Tóm lại, xu hướng chung của ngành phân bón thế giới là chuyển sang sử dụng phân bón NPK chất lượng cao, nâng cao hiệu quả sử dụng phân bón và Việt Nam cũng đang dần chuyển dịch theo xu hướng này. Việc sử dụng phân NPK chất lượng cao đem lại rất nhiều lợi ích cho người nông dân. Do hàm lượng chất dinh dưỡng trong 1 đơn vị phân bón cao, độ tan chậm, tránh thất thoát nguồn dinh dưỡng, vừa tiết kiệm công sức bón phân vừa đem lại hiệu quả cao cho cây trồng. Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng thị phần của các doanh nghiệp sản xuất NPK lớn trong nước sẽ tăng lên khi xu hướng sử dụng sản phẩm NPK chất lượng cao đang rất được ưa chuộng như hiện nay.

II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA BFC

Chuỗi giá trị sản xuất NPK của BFC



Nguyên liệu đầu vào – phân đơn thành phẩm, phụ thuộc lớn vào nhà cung cấp bên ngoài

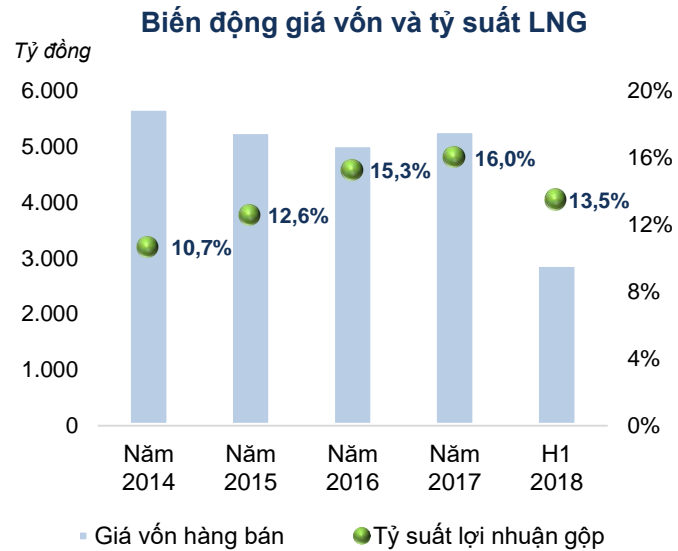
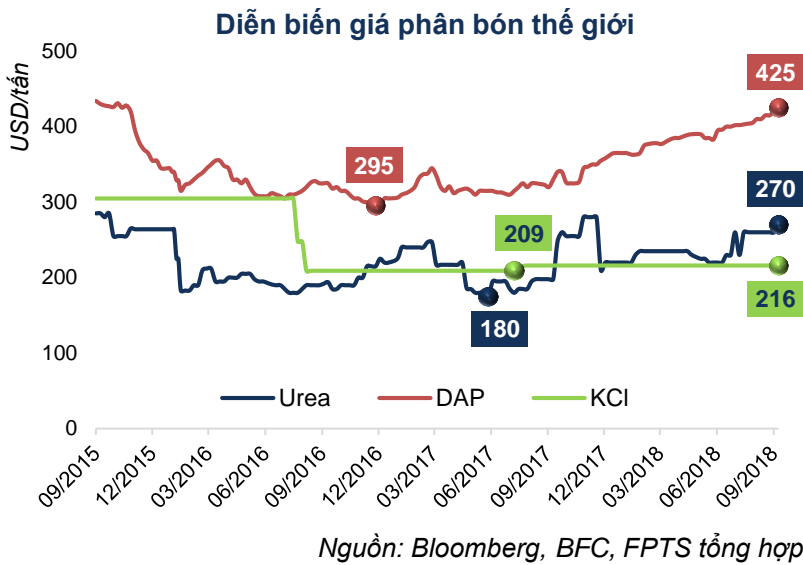
BFC sản xuất phân NPK từ 3 thành phần phân đơn chính: Ure, DAP và Kali. Công ty không tự sản xuất thành phần nào mà mua ngoài toàn bộ các nguyên liệu chính này: trên 90% từ các nhà sản xuất trong nước và nhà nhập khẩu phân bón, 10% nhập khẩu từ nước ngoài đối với các loại phân như SA, DAP, Kali do các loại nguyên liệu này trong nước chưa sản xuất được nên nguồn cung hạn chế.

Bảng 1: Nguyên vật liệu đầu vào của BFC

Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ	Tính chất nguồn cung
Đạm SA	Công ty TNHH Đầu tư Tân Phát, Công ty TNHH TM DV Thái Sơn, DNTN Nguyễn Ngọc	Nga, Trung Quốc	Phụ thuộc nhập khẩu
Kali	Công ty Cổ phần Vinacam	Belarus, Canada, Israel	Phụ thuộc nhập khẩu
DAP	DAP – Vinachem, DAP Lào Cai CTCP Vinacam, Công ty TNHH Nguyễn Phan, Công ty TNHH Đầu tư Tân Phát	Việt Nam Trung Quốc, Nga	Trong nước (10%) NK (90%)
Ure	Đạm Cà Mau, Đạm Ninh Bình	Việt Nam	Sẵn có
Cao lanh các loại	CT TNHH Khoáng sản Phúc Thịnh CT TNHH Tân Diên, CT TNHH Phước Quang, CTCP Khoáng sản và Xây dựng Bình Dương	Việt Nam	Sẵn có

Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Do phải mua ngoài toàn bộ nguyên liệu từ các nhà cung cấp trong và ngoài nước nên biến động giá phân bón trên thị trường sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến giá vốn sản xuất của BFC. Nhìn chung, giá các loại phân bón đang có xu hướng tăng dần từ cuối năm 2016 và biến động mạnh trong năm 2017. Đây là yếu tố ảnh hưởng lớn nhất đến lợi nhuận của BFC khi giá vốn hàng bán luôn chiếm tới 84% - 87% tổng doanh thu thuần.

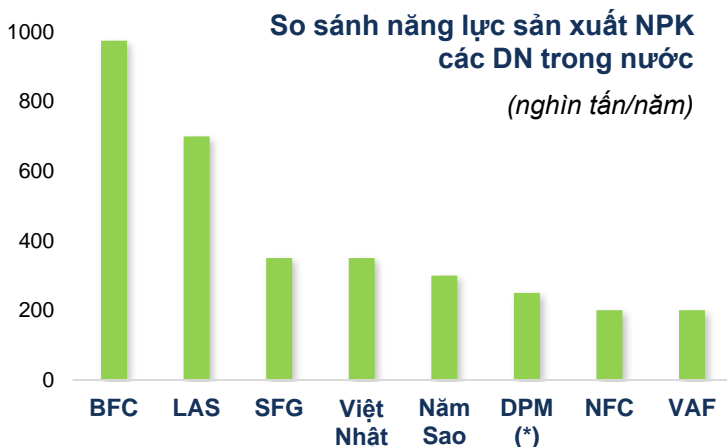


Từ năm 2017, giá các loại phân bón thị trường thế giới đã tăng đáng kể do xu hướng hồi phục của giá nguyên liệu đầu vào. Phân Ure (biển đen) đã tăng 50% từ mức đáy 180\$/tấn lên 270\$/tấn thời điểm đầu tháng 9/2018. Phân Kali tăng nhẹ khoảng 3,4% từ nửa cuối năm ngoái và duy trì trong suốt năm qua ở mức 216\$/tấn. Trong đó, BFC chịu ảnh hưởng lớn nhất từ giá phân DAP tăng mạnh do ảnh hưởng từ giá phân DAP thế giới (BFC nhập khẩu hơn 90% DAP từ nước ngoài) và việc Chính phủ áp thuế tự vệ cho mặt hàng này từ ngày 19/08/2017. Giá phân DAP thế giới đã tăng hơn 40% từ đầu năm 2017. Bên cạnh đó với mỗi tấn DAP, BFC phải chịu thêm trung bình 1,1 triệu đồng tiền thuế nhập khẩu (+14,8% so với giá trước thuế). Lộ trình áp thuế tự vệ cho phân DAP sẽ kéo dài đến năm 2020.

Năm 2017, giá vốn của BFC đã tăng hơn 5% yoy. Tuy nhiên, thời điểm nhập nguyên vật liệu giá thấp nên giá vốn sản xuất tăng chậm hơn mức tăng trưởng doanh thu khoảng 6,11%, khiến biên lợi nhuận gộp của BFC tăng. Dự báo, năm 2018 sẽ không còn thuận lợi như năm trước đó do giá phân đầu vào liên tục tăng, giá vốn hàng bán đã tăng 6,3% tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu trong 2 quý đầu năm 2018.

Năng lực sản xuất – đứng đầu mảng NPK, có khả năng mở rộng công suất

BFC có 5 nhà máy sản xuất phân phức hợp NPK phân bố khắp các thị trường chính trên cả nước. Năm 2015, Bình Điền đã đưa thêm 2 nhà máy NPK vào hoạt động: nhà máy NPK Bình Điền - Ninh Bình công suất thiết kế 200.000 tấn/năm và nâng công suất nhà máy Bình Điền – Mekong lên 100.000 tấn/năm, đưa tổng công suất thiết kế lên 975.000 tấn/năm. Việc đưa nhà máy Ninh Bình vào hoạt động đã đánh dấu bước tiến mạnh mẽ ra thị trường phía Bắc, đưa năng lực sản xuất của Bình Điền đứng đầu mảng NPK trong các doanh nghiệp ngành phân bón.



Bảng 2: Các nhà máy của BFC	Năm hoạt động	Thị trường tiêu thụ	CSTK (tấn/năm)
NM BĐ - Long An	1973	Đông Nam Bộ	500.000
NM BĐ - Lâm Đồng	1997	Tây Nguyên	100.000
NM BĐ - MeKong	2005	Tây Nam Bộ	100.000
NM BĐ - Quảng Trị	2007	Miền Trung	75.000
NM BĐ - Ninh Bình	2015	Miền Bắc	200.000
Tổng công suất			975.000

(*) Nhà máy NPK của DPM vừa vận hành vào Q2.2018

Nguồn: Vinachem, BFC, FPTTS tổng hợp

Xét các doanh nghiệp mảng NPK, BFC luôn dẫn đầu về năng lực sản xuất, kể cả các dự án đang và sẽ được xây dựng trong thời gian tới. Tại thị trường phía bắc, LAS là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Bình Điền, sau khi đưa nhà máy NPK số 4 vào hoạt động, LAS nâng công suất thiết kế lên 700.000 tấn/năm. Theo đánh giá của chúng tôi, khả năng mở rộng công suất của LAS trong thời gian tới là thấp do tình hình tiêu thụ của LAS gặp khó khăn, bị cạnh tranh gay gắt. Tại thị trường Nam Bộ, quý 2/2018 DPM đưa nhà máy NPK công nghệ hóa học, công suất 250.000 tấn/năm vào hoạt động. Tuy nhiên, công suất này chỉ bằng 26% năng lực sản xuất của Bình Điền.

Kế hoạch đầu tư mở rộng nhà máy ở khu vực miền Bắc giai đoạn 2018 - 2019

Với việc thâm nhập thị trường miền Bắc thành công, BFC tiếp tục lên kế hoạch đầu tư mở rộng nhà máy Ninh Bình giai đoạn 2, nâng công suất nhà máy từ 200.000 tấn lên 400.000 tấn/năm với tổng mức đầu tư khoảng 145 tỷ đồng. Hiện tại, công ty đang khảo sát mặt bằng, huy động nguồn vốn đầu tư, dự kiến năm 2019 sẽ bắt đầu khởi công dự án này.

Đối với nhà máy trực thuộc công ty mẹ tại Long An, BFC thực hiện đầu tư chiều sâu dây chuyền NPK công suất 250 nghìn tấn. Dự án đầu tư sẽ thay thế dây chuyền sản xuất NPK công nghệ thùng quay hơi nước bằng công nghệ tháp cao, sản xuất ra sản phẩm NPK với độ đồng đều và cứng chắc hơn, tăng khả năng cạnh tranh với các sản phẩm NPK công nghệ hóa học của DPM. Dự kiến, việc đầu tư thay thế sẽ hoàn thành trong năm 2019.

Sản phẩm NPK chất lượng cao – lợi thế cạnh tranh lớn nhất của BFC

Hầu hết các nhà máy của BFC đều được trang bị công nghệ Ure hóa lỏng, tạo ra sản phẩm có hàm lượng dinh dưỡng cao, hạt cứng chắc, chỉ sau sản phẩm NPK công nghệ hóa học của DPM. Với công nghệ này, BFC đã đáp ứng được yêu cầu về hàm lượng dinh dưỡng, độ tan và khả năng bảo quản sản phẩm đối với tất cả các loại cây trồng nông, lâm nghiệp. Ngoài ra, BFC có thể điều chỉnh tỷ lệ dinh dưỡng để tạo ra các bộ sản phẩm dành riêng cho các loại cây trồng khác nhau như: lúa, mía, cà phê, tiêu, điều,...

Bảng 3: Trình độ công nghệ và chất lượng sản phẩm NPK

Công nghệ sản xuất	Chất lượng sản phẩm	Doanh nghiệp niêm yết	Đặc điểm
Công nghệ SA – tạo hạt bằng hơi nước	★ ★ ★	BFC, LAS, SFG, NFC, VAF	<ul style="list-style-type: none"> - Không yêu cầu quy mô và vốn đầu tư lớn. - Sản phẩm bị giới hạn về chủng loại, hàm lượng đạm trong mỗi hạt bị hạn chế.
Công nghệ Ure hóa lỏng	★ ★ ★ ★	BFC	<ul style="list-style-type: none"> - Sản phẩm chất lượng cao hơn, bổ sung được các nguyên tố trung và vi lượng (TE). - Khó sản xuất được sản phẩm có hàm lượng N lớn hơn 20%, P2O5 lớn hơn 16%.
Công nghệ hóa học	★ ★ ★ ★ ★	DPM	<ul style="list-style-type: none"> - Chi phí đầu tư lớn, vận hành phức tạp. - Sản phẩm chứa đủ các thành phần dinh dưỡng theo tỉ lệ định trước, đảm bảo chất lượng cả về mặt lý hóa.

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Bộ sản phẩm NPK Đầu Trâu Agrotain của BFC là một trong những loại sản phẩm cao cấp nhất trên thị trường hiện nay. Sản phẩm chứa hàm lượng chất dinh dưỡng rất cao như NPK 20.20.15 hay NPK 16.16.16,... cao hơn các sản phẩm NPK của đối thủ như LAS hay SFG (chỉ sản xuất hàm lượng 12.5.10, 5.10.3). Như vậy, cùng trong 1 đơn vị phân bón, sản phẩm của BFC cung cấp lượng chất dinh dưỡng lớn hơn, giúp người nông dân tiết kiệm công sức, không cần bón nhiều lần. Ngoài ra, bộ sản phẩm này của BFC còn sử dụng hoạt chất Agrotain (tên khoa học: N-[n-Butyl] Thiophosphoric Triamide). Chất này gây ức chế men Ure phân hủy đạm, khiến cho hạt phân tan chậm, giúp giảm bớt hao hụt từ 20 – 30% so với sản phẩm NPK truyền thống.

Hiệu quả đã được chứng minh trên thực tế khi sử dụng sản phẩm: lượng phân cần bón giảm 24,3 kg/ha, cây sinh trưởng khỏe, bông to, thân không đổ ngã, số chồi hữu hiệu tăng 1,79%, năng suất tăng 5%/ha so với sản phẩm NPK hàm lượng thấp. Điều này đã khẳng định được vị thế cạnh tranh của sản phẩm NPK Đầu Trâu trên thị trường.

Năng lực bán hàng – hệ thống phân phối rộng với lợi thế nhà máy đặt tại các thị trường chính

Sơ đồ hệ thống phân phối của BFC



Với 5 nhà máy khắp các vùng miền: miền Bắc, miền Trung, Tây Nguyên, Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ, BFC đã tạo được nguồn cung ngay tại các thị trường tiêu thụ chính trên cả nước. Với lợi thế này, BFC có thể xây dựng một hệ thống đại lý vùng miền từ Bắc vào Nam, quản lý hiệu quả hơn và giảm chi phí vận chuyển hàng hóa.

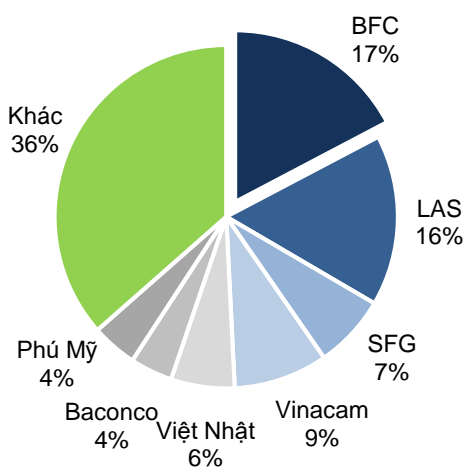
Hoạt động marketing – phát triển thị trường, nhất là thị trường miền Bắc, Campuchia và Myanmar,...

Thị trường trong nước, BFC phối hợp với Trung tâm khuyến nông Quốc gia và các tỉnh thực hiện các chương trình canh tác thực tế, hướng dẫn cho bà con nông dân các vấn đề liên quan đến kỹ thuật canh tác và bón phân, từ đó giới thiệu các sản phẩm NPK Đầu Trâu trực tiếp đến người nông dân.

Tại thị trường xuất khẩu, BFC đã hợp tác 15 năm với Tập đoàn Yetak - Campuchia, thực hiện nhiều chương trình chuyển giao tiến bộ khoa học, các kỹ thuật canh tác, sử dụng phân bón, theo đó sản lượng xuất khẩu sang thị trường này ngày càng gia tăng. Bên cạnh đó, BFC có cảng sông tại tỉnh Long An, công suất thiết kế 3.000 DWT, có thể vận chuyển hàng hóa sang Campuchia dễ dàng và tiết kiệm chi phí vận chuyển.

Ngoài ra, BFC đã và đang triển khai hệ thống bán hàng tại thị trường Lào và Myanmar, đây là các thị trường tiềm năng mà công ty sẽ phát triển trong thời gian tới.

Thị phần NPK trong nước năm 2017



Nguồn: BFC, Vinachem, FPTS tổng hợp

Dẫn đầu thị phần NPK cả nước năm 2017

Với khả năng bao phủ rộng khắp cả nước, BFC đang dẫn đầu thị phần phân NPK chiếm 17,3% tổng nhu cầu tiêu thụ cả nước, với 28% thị phần miền Nam, 12% thị phần miền Bắc và 10% ở miền Trung.

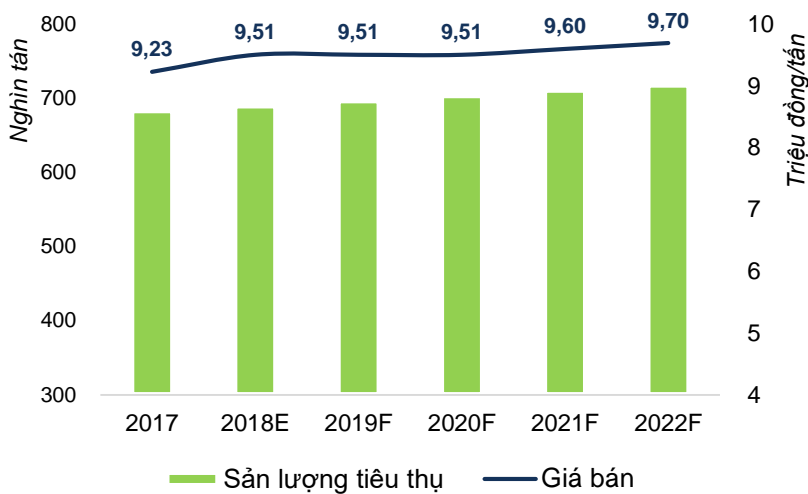
Trong khi đó, các doanh nghiệp khác chỉ tập trung ở mỗi vùng nhất định, LAS đang dẫn đầu thị phần miền Bắc với hơn 50%, trong khi đó SFG chỉ tập trung ở Tây Nguyên và Nam Bộ với thị phần nhỏ hơn nhiều, chỉ chiếm 7% tổng lượng tiêu thụ cả nước.

Với mức độ phân tán mạnh, nhóm các doanh nghiệp địa phương quy mô nhỏ và nhóm doanh nghiệp nhập khẩu chiếm tới 36% thị phần. Tuy nhiên, thị phần này đang có xu hướng thu hẹp so với năm 2016 (41%), do sự mở rộng của khối các doanh nghiệp lớn khi xu hướng phân NPK chất lượng cao đang ngày càng được ưa chuộng.

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Với những phân tích trên, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của BFC giai đoạn 2018 – 2022 như sau:

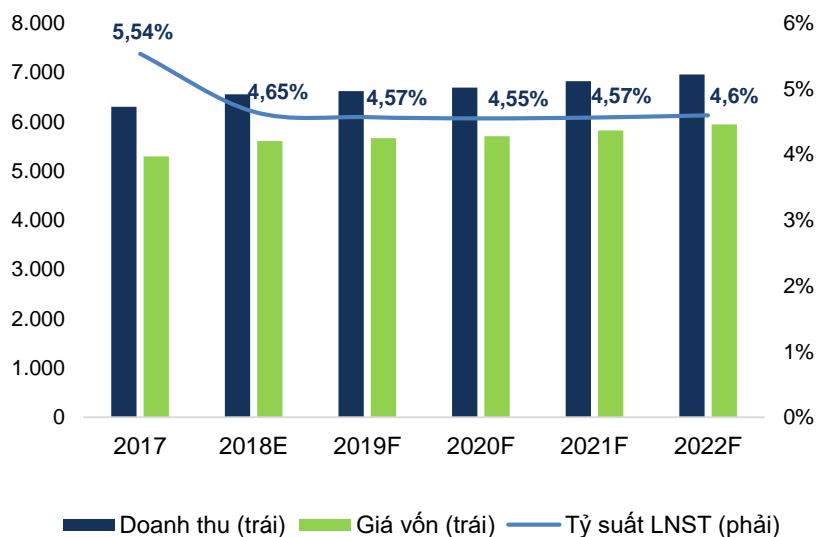
Dự phóng sản lượng tiêu thụ và giá bán



(1) Sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng do đóng góp từ thị trường miền Bắc và xuất khẩu. Sau khi, đánh giá mức độ gia tăng của nhu cầu (+3,8% giai đoạn 2018 - 2022) và nguồn cung từ các nhà máy mới (+9,8% từ 2019), chúng tôi dự phóng sản lượng của BFC tăng trưởng 5 năm với tốc độ trung bình CAGR = 1%/năm (bằng tốc độ tăng trưởng trong dài hạn).

Về giá bán, nửa đầu năm 2018 giá bán trung bình đã tăng khoảng 3,8% yoy, tuy nhiên chúng tôi dự đoán cả năm 2018, giá bán NPK chỉ tăng khoảng 3% so với cùng kỳ. Từ năm 2019 trở đi, giá NPK sẽ chỉ tăng nhẹ từ 0,5 – 1%/năm do cạnh tranh gia tăng trong khối doanh nghiệp lớn.

Dự phóng doanh thu, giá vốn và LNST (tỷ đồng)



(2) Với dự phóng sản lượng và giá bán như trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của BFC sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 2%/năm trong giai đoạn 2017 – 2022.

Giá vốn dự phóng chiếm tỷ trọng khoảng 85,5% doanh thu năm 2018. Từ năm 2019, chịu tác động từ giá nguyên vật liệu tăng và ảnh hưởng từ luật thuế GTGT sửa đổi, giá vốn sẽ tăng với tốc độ trung bình 1,63%/năm.

Do lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố chi phí tăng nhanh như chi phí bán hàng, chi phí lãi vay nên sẽ giảm mạnh trong năm 2018 (-11% yoy). Từ năm 2019 - 2022, dự phóng lợi nhuận sau thuế có thể tăng trưởng trung bình 1,05% mỗi năm. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế khoảng 4,55% - 4,65% trong giai đoạn này.

IV. YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Biến động giá nguyên liệu đầu vào

BFC sản xuất phân phức hợp từ phân đơn thành phẩm với chi phí nguyên vật liệu hàng năm chiếm đến 80% giá vốn dẫn đến biên lợi nhuận gộp khá thấp. Vì vậy, biến động giá phân đơn đầu vào là yếu tố ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của BFC.

Hiện tại, giá phân đơn trong nước đang hồi phục nhanh chóng và nguyên liệu dự trữ giá rẻ đã sử dụng hết trong năm 2017, nên nửa đầu năm 2018, kết quả kinh doanh của BFC đã bị ảnh hưởng tiêu cực bởi biến động này, khiến lợi nhuận gộp giảm đáng kể so với cùng kỳ. Đây là yếu tố cần phải theo dõi thường xuyên do mức độ tác động khá lớn đến lợi nhuận hoạt động của BFC trong thời gian tới.

Áp lực cạnh tranh - Thách thức từ xu hướng mở rộng mảng NPK toàn ngành

Từ năm 2015 trở lại đây, ngành phân bón Việt Nam bước vào giai đoạn bão hòa, BFC cũng chịu tác động khá lớn từ các yếu tố môi trường kinh doanh, ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh của BFC cũng như các doanh nghiệp khác trong ngành.

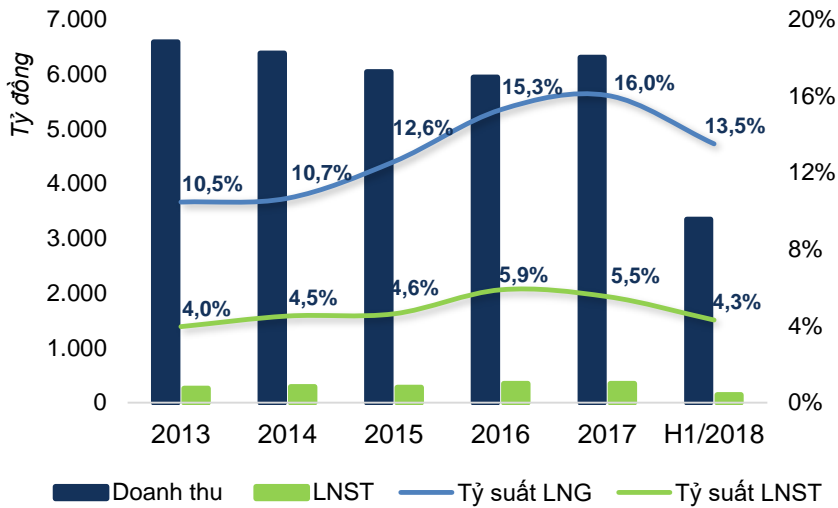
Trước tình hình ngành như vậy, để giữ vững thị phần và phát triển các thị trường mới, BFC đã phải giảm giá bán các loại sản phẩm, tăng chiết khấu và hoa hồng đại lý, khiến giá bán bình quân năm 2017 giảm 7% so với cùng kỳ 2 năm trước đó. Bước sang năm 2018, giá bán trung bình của BFC đã có dấu hiệu tăng trở lại, tăng khoảng 3,8% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên giá phân đơn đầu vào tăng mạnh đã kéo biên lợi nhuận gộp của BFC giảm đáng kể.

Năm 2018 - 2019 cũng đánh dấu sự gia tăng nguồn cung cả về số lượng và chất lượng sản phẩm NPK từ các đối thủ lớn như Lâm Thao, Đức Giang (Miền Bắc), Phú Mỹ, Cà Mau (miền Nam). Hầu hết các nhà máy này đều hướng đến sản xuất sản phẩm NPK hàm lượng cao, chất lượng tốt hơn do tính tiện lợi và sự ưa chuộng của người tiêu dùng. Việc triển khai các dự án này kỳ vọng sẽ tạo nền tảng tăng trưởng mới cho ngành sản xuất phân bón, tuy nhiên cũng sẽ làm gia tăng mức độ cạnh tranh, đòi hỏi các doanh nghiệp phải thay đổi công nghệ và nâng cao chất lượng sản phẩm, để có thể phát triển bền vững trong dài hạn.

Bảng 4: Các nhà máy NPK mới đã và đang được xây dựng năm 2018 - 2019

STT	Tên nhà máy	Công suất thiết kế (tấn/năm)	Thời điểm đi vào hoạt động	Công nghệ sản xuất
1	Nhà máy NPK số 4 - LAS	150.000	Quý 1/2018	CN SA - Thùng quay li tâm
2	Nhà máy NPK Phú Mỹ - DPM	250.000	Quý 3/2018	CN Hóa học
3	Nhà máy NPK Cà Mau - DCM	300.000	Quý 2/2019	CN Ure hóa lỏng
4	Nhà máy NPK Đức Giang - DGC	200.000	Năm 2019	CN Hóa học

Nguồn: FPTS tổng hợp

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH
Kết quả hoạt động kinh doanh các năm


Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Kết quả kinh doanh chưa được cải thiện

Từ năm 2013 – 2016, doanh thu của BFC tăng trưởng âm do ảnh hưởng của xu hướng giá phân bón giảm và tình trạng bão hòa của thị trường phân bón toàn cầu. Năm 2017, giá nông sản hồi phục trở lại, kích thích nhu cầu sử dụng phân bón cho cây trồng, đã hỗ trợ tích cực cho tình hình tiêu thụ sản phẩm của BFC. Doanh thu tăng 6% so với cùng kỳ năm 2016.

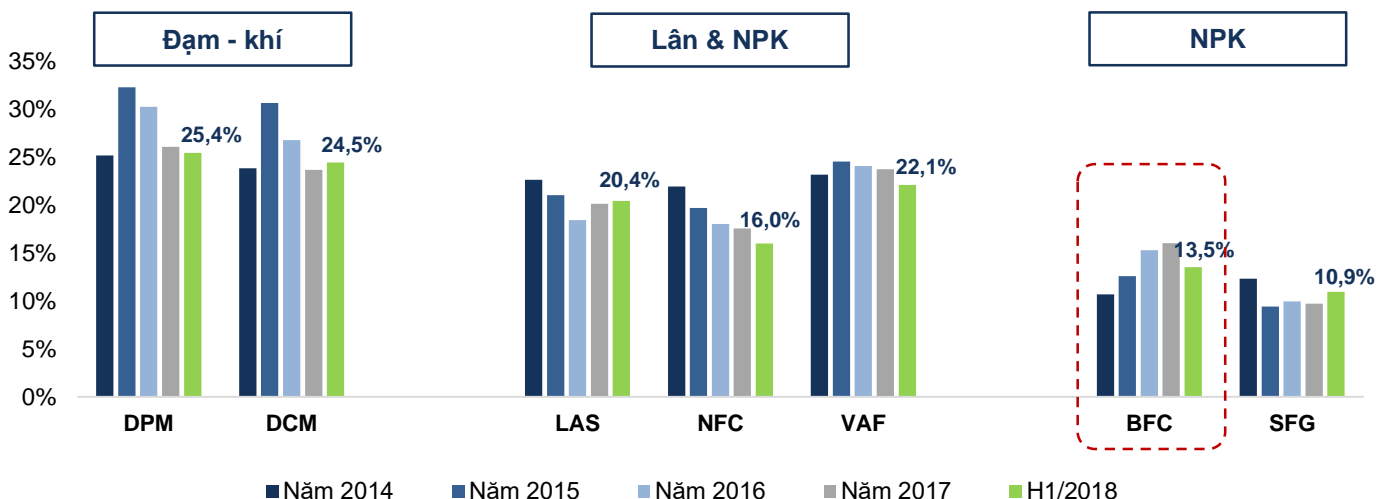
Bước sang nửa đầu năm 2018, giá phân bón đã tăng tích cực nhưng sản lượng tiêu thụ không tăng trưởng do cạnh tranh gia tăng trong phân khúc NPK chất lượng cao – sản phẩm chủ lực của Bình Điền. Doanh thu H1/2018 đã tăng khoảng 4,1% so với cùng kỳ năm trước. Dự phóng, doanh thu cả năm 2018 tăng trưởng ở mức 4% yoy.

Trong khi doanh thu giảm dần từ năm 2013 – 2016, tỷ suất lợi nhuận gộp của BFC được cải thiện đáng kể từ 10,5% lên 15,3% năm 2016 do hưởng lợi từ giá phân đơn đầu vào giảm mạnh. Nửa cuối năm 2017, giá phân bón có dấu hiệu tăng mạnh, BFC đã mua dự trữ phân đơn thời điểm giá thấp nên tỷ suất lợi nhuận vẫn tăng lên 16%. Tuy nhiên, năm 2018 không còn thuận lợi như 2017 do giá phân đơn đầu vào đã tăng cao, khiến biên lợi nhuận gộp giảm chỉ còn 13,5% trong nửa đầu năm.

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế của BFC hàng năm chỉ dao động trong khoảng 4 – 6% và chịu ảnh hưởng lớn từ chi phí bán hàng. Bên cạnh đó, BFC chỉ sở hữu 51% cổ phần tại 4 công ty con sản xuất kinh doanh, phần lợi nhuận chia cho cổ đông thiểu số chiếm gần 20% tổng LNST. Điều này sẽ làm giảm phần lợi nhuận thực tế còn lại của công ty mẹ hàng năm.

Tỷ suất lợi nhuận gộp – thấp hơn các doanh nghiệp sản xuất phân đơn trong ngành

Nhìn chung, giai đoạn năm 2015 - 2017, biên lợi nhuận gộp của các công ty sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị đều giảm so với giai đoạn trước đó, trong khi nhóm NPK có sự cải thiện trong giai đoạn này.

Tỷ suất lợi nhuận gộp các doanh nghiệp trong ngành


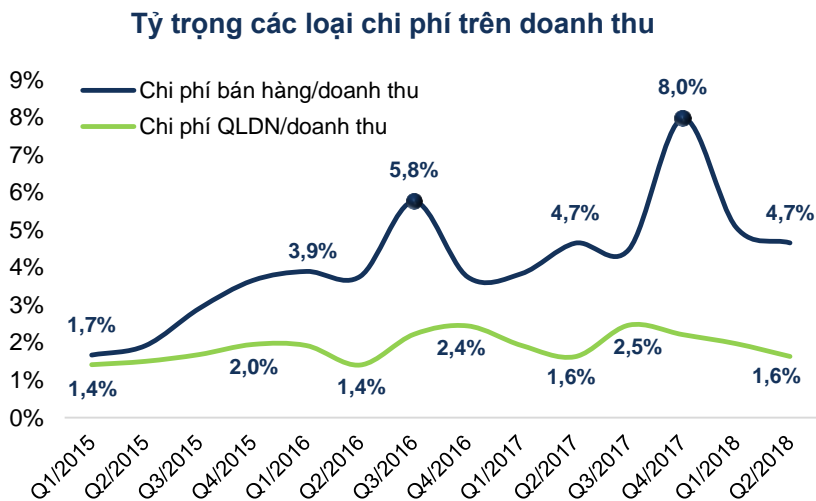
Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Nhóm sản xuất Đạm từ khí: DPM, DCM vẫn duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất ngành từ 25 - 26% do lợi thế sử dụng nguyên liệu khí thiên nhiên.

Nhóm sản xuất lân và NPK: sử dụng nguyên liệu than có biên lợi nhuận gộp thấp hơn, chỉ đạt khoảng 18%. Nhóm doanh nghiệp này gặp phải 2 vấn đề, đó là: (1) giá than đầu vào tăng, (2) giá phân bón đầu ra giảm do tình trạng dư cung. Tuy nhiên, biên lợi nhuận được bù đắp 1 phần từ sản phẩm NPK, được hưởng lợi từ giá phân đơn thành phẩm giảm từ năm 2015 – cuối 2017.

Nhóm sản xuất NPK: BFC có biên lợi nhuận gộp thấp hơn các doanh nghiệp sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị. Tuy nhiên, đi ngược với bức tranh toàn cảnh ngành phân bón, từ năm 2014 – 2017, biên LNG của BFC tăng đáng kể do đầu vào là phân đơn thành phẩm giảm.

Tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu tăng dần qua các năm



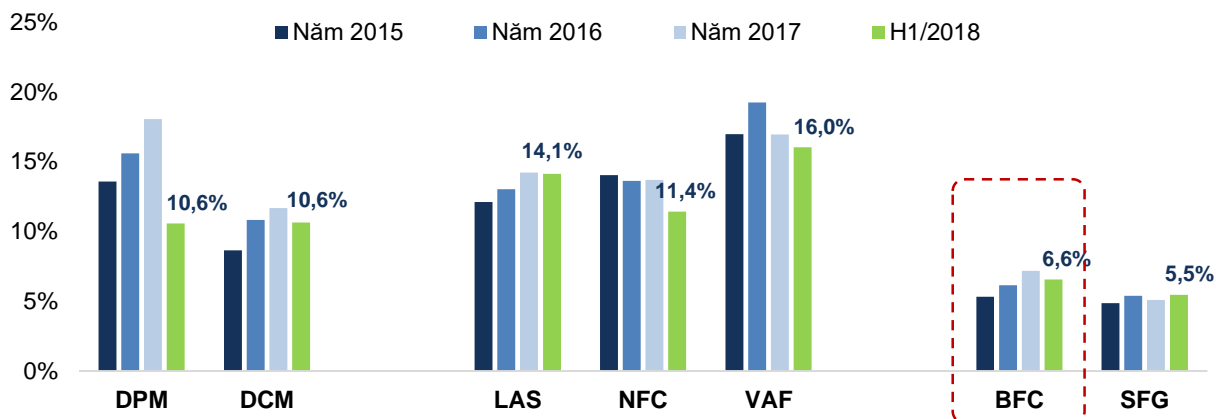
Từ năm 2015 - 2017, trạng thái bão hòa ngành phân bón khiến áp lực cạnh tranh gia tăng, cùng với chiến lược mở rộng thị trường ra miền Bắc, BFC đã phải tăng các khoản chiết khấu và hoa hồng đại lý khiến chi phí bán hàng tăng mạnh.

Năm 2017, chi phí bán hàng đã tăng 27% so với cùng kỳ năm trước, tăng cao nhất vào quý 4, tỷ trọng chi phí bán hàng/doanh thu lên tới 8% cao nhất trong vài năm trở lại đây. Trong khi đó, tỷ trọng chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu tương đối ổn định, trung bình ở mức 1,8% trong giai đoạn 2015 – 2017.

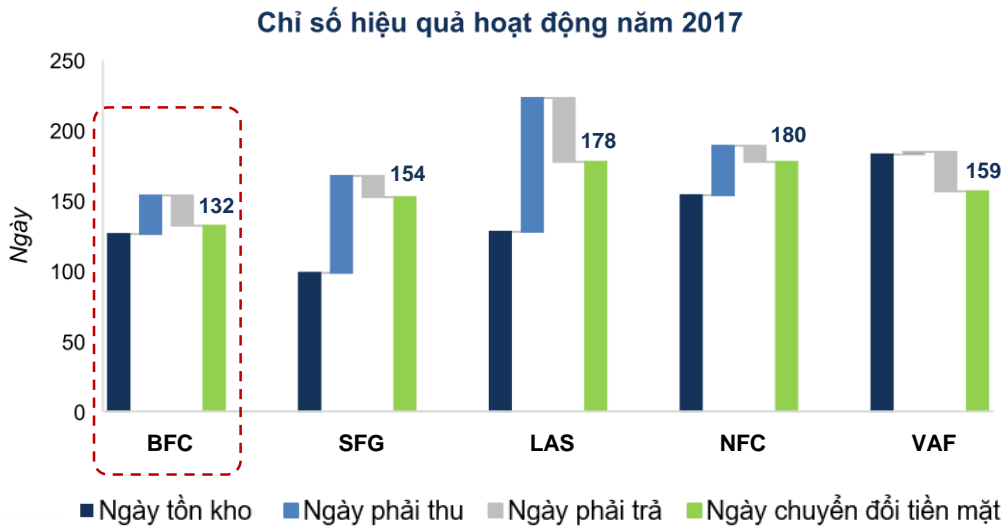
Bên cạnh hoạt động sản xuất kinh doanh, BFC còn sở hữu đội bóng chuyên nữ VTV - Bình Điền - Long An do CT Thể thao Bình Điền – Long An quản lý từ năm 2004. Ngoài lợi ích quảng cáo thương hiệu, việc duy trì hoạt động của đội bóng cũng cần một khoản chi phí quản lý đáng kể hàng năm. Doanh nghiệp cần phải xem xét, đánh giá hiệu quả hoạt động của đội bóng chuyên, để tập trung nguồn lực vào lĩnh vực kinh doanh chính.

So sánh giữa các doanh nghiệp trong ngành, BFC luôn có tỷ trọng chi phí bán hàng và QLDN thuộc top thấp nhất ngành. Do đặc thù kinh doanh của BFC chỉ sản xuất phân phức hợp NPK từ các loại phân đơn thành phẩm mua từ các doanh nghiệp sản xuất trong nước hoặc nhập khẩu nên chi phí quản lý sản xuất thấp. Bên cạnh đó, việc đặt các nhà máy tại mỗi vùng miền sẽ tiết kiệm được chi phí vận chuyển hàng hóa đến các kho trung chuyển. BFC cũng đưa ra chính sách bán hàng theo đó các đại lý nhập hàng từ kho của công ty sẽ phải chịu chi phí vận chuyển.

Tỷ trọng chi phí bán hàng & QLDN trên doanh thu



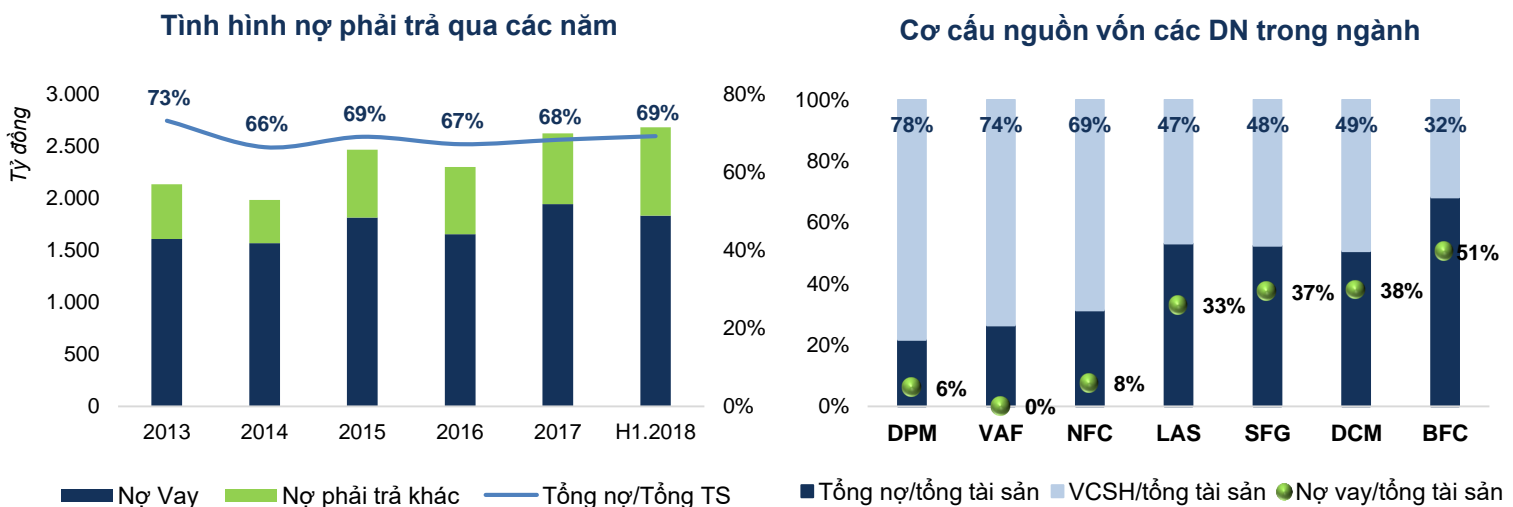
Nguồn: BFC, FPTTS tổng hợp

Hiệu quả hoạt động tốt hơn so với các doanh nghiệp sản xuất NPK trong ngành


Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Các chỉ số hiệu quả hoạt động của BFC đều tương đối tốt hơn so với các doanh nghiệp sản xuất NPK trong ngành. Vòng quay hàng tồn kho cao hơn trung bình ngành, khoảng 2,9 vòng/năm, tương ứng với số ngày tồn kho khoảng 126 ngày. Vòng quay các khoản phải thu thuộc top cao nhất ngành khoảng 11,3 vòng/năm, tương ứng số ngày phải thu chỉ khoảng 27 ngày. Do BFC luôn có chính sách bán chịu nghiêm ngặt, đại lý nhập hàng từ nhà máy đến hạn mức tối đa thì phải thanh toán tiền hàng cho công ty. Hạn mức này trong khoảng 20 – 25 nghìn tấn. Số ngày phải trả ở mức trung bình ngành khoảng 21,5 ngày, tương ứng vòng quay các khoản phải trả là 17 vòng/năm.

Từ 3 chỉ số trên có thể thấy, số ngày chuyển đổi tiền mặt của BFC thấp nhất trong các doanh nghiệp mảng phân phức hợp NPK, khoảng 132 ngày. Trong tình hình ngành đang bước vào giai đoạn bão hòa như hiện nay, BFC vẫn có các chính sách bán hàng hiệu quả, thu tiền nhanh để có vốn lưu động tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong năm.

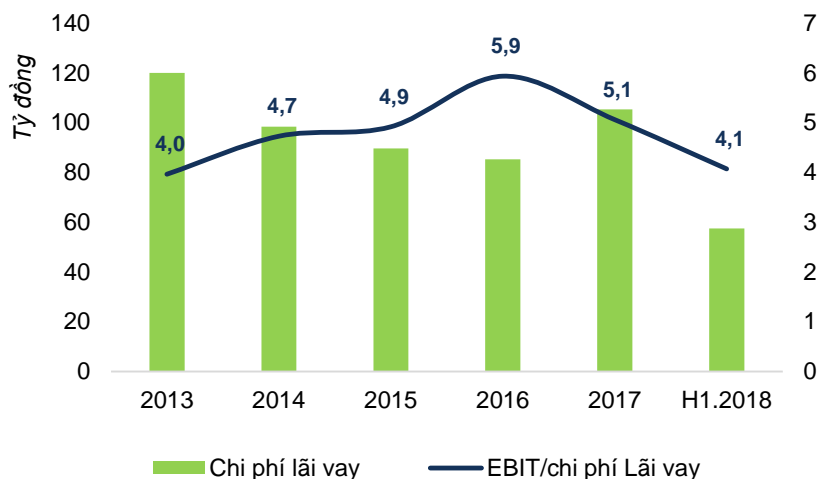
Cơ cấu nguồn vốn – Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản cao, chi phí lãi vay lớn


Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn của BFC khá ổn định, tuy nhiên tỷ trọng nợ luôn chiếm gần 70% tổng tài sản từ năm 2014 – H1.2018, cao nhất trong các doanh nghiệp niêm yết ngành phân bón. Trong đó, tỷ trọng nợ vay ổn định qua các năm, chiếm trên 50% tổng tài sản, gấp gần 1,6 lần vốn chủ sở hữu. Phần nợ phải trả khác đang có xu hướng tăng nhanh, có thể thấy khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp của BFC đang được cải thiện.

Nợ vay của BFC hàng năm chiếm đến 90% là nợ vay ngắn hạn, chủ yếu để bù đắp vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh trong năm. Tuy nhiên, BFC có số ngày chuyển đổi tiền mặt thấp, vốn quay vòng nhanh nên áp lực nợ vay không lớn, rủi ro tín dụng ở mức thấp.

Chi phí lãi vay của BFC qua các năm



Nguồn: BFC, FPTS tổng hợp

Tuy vậy, chi phí lãi vay vẫn là khoản chi phí đáng kể làm sụt giảm lợi nhuận hoạt động của BFC.

Sau xu hướng giảm từ 2013 – 2016, chi phí lãi vay tăng trở lại trong 2 năm gần đây. Chi phí lãi vay năm 2017 tăng 24% so với năm trước, khiến chỉ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/cp lãi vay) giảm còn 5,1 lần. Trong nửa năm đầu 2018, chi phí lãi vay tiếp tục tăng 17,6% yoy, làm sụt giảm đến 35% lợi nhuận hoạt động của BFC, chỉ số khả năng thanh toán lãi vay giảm chỉ còn 4,1 lần.

Cùng với tác động tăng của nguyên liệu đầu vào và chi phí bán hàng, chi phí tài chính lớn cũng là một nhân tố làm cho lợi nhuận của BFC nửa đầu năm 2018 sụt giảm đến 30% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, BFC chi trả cổ tức bằng tiền hàng năm đều đặn, từ 3.000 – 3.500 đồng/cp giai đoạn 2013 – 2017, tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao, khoảng 72% lợi nhuận sau thuế công ty mẹ năm 2017. Với chính sách cổ tức hàng năm cao như vậy, doanh nghiệp có thể bị thiếu hụt nguồn vốn cho hoạt động kinh doanh trong năm, phải vay nợ nhiều hơn, khiến chi phí lãi vay tăng cao. Vì vậy, sau khi thay đổi cơ cấu sở hữu doanh nghiệp, BFC có thể tự chủ trong chính sách trả cổ tức, từ đó nâng cao năng lực tài chính, giảm vay nợ và chi phí lãi vay hàng năm.

CẬP NHẬT MỘT SỐ THÔNG TIN DOANH NGHIỆP**KẾ HOẠCH THOÁI VỐN CỦA VINACHEM**

Năm 2018, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) bắt đầu thực hiện thoái vốn tại các đơn vị thành viên. BFC nằm trong nhóm doanh nghiệp thoái vốn đầu tiên của Tập đoàn. Hiện tại, Vinachem đang nắm 65% vốn điều lệ của BFC, sau khi thoái vốn, tỷ lệ này sẽ giảm xuống còn 36%, BFC sẽ không còn là công ty con của Tập đoàn Hóa chất. Kế hoạch thoái vốn đã được lập và trình lên Bộ Công Thương, dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2018.

Theo đánh giá của chúng tôi, sắp tới Vinachem sẽ thoái vốn ở hầu hết các đơn vị thành viên nên mối quan hệ giữa các thành viên không còn phụ thuộc nhiều vào yếu tố cùng tập đoàn. Sau khi Vinachem thoái vốn tại Công ty, BFC có thể tự chủ hơn trong các chính sách kinh doanh, chính sách trả cổ tức hàng năm, từ đó khắc phục các rủi ro, nâng cao năng lực tài chính để hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn. Bên cạnh đó, cổ phiếu BFC sẽ có khả năng thanh khoản cao hơn khi cơ cấu cổ đông không còn cô đặc như trước.

VIỆC SỬA ĐỔI LUẬT THUẾ GIÁ TRỊ GIA TĂNG

Việc sửa đổi Luật thuế giá trị gia tăng số 13/2008/QH12 (sửa đổi, bổ sung một số điều theo Luật số 31/2013/QH13 và theo Luật số 106/2016/QH13) sẽ được đưa ra thảo luận và thông qua một số điều khoản tại kỳ họp thứ 6, Quốc hội khóa 14 được khai mạc ngày 22/10/2018 tới đây. Theo đó, mức thuế suất mới được áp dụng cho mặt hàng phân bón là 6%, thay vì không chịu thuế theo luật sửa đổi số 71/2014/QH13. Luật này dự kiến có hiệu lực từ ngày 01/01/2019.

Việc sửa đổi Luật thuế này sẽ có tác động tích cực đến kết quả kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp sản xuất phân bón từ đầu chuỗi giá trị. Tuy nhiên, BFC là doanh nghiệp sản xuất phân phức hợp NPK với thành phần nguyên liệu chính là phân đơn thành phẩm, do vậy, cả đầu vào và đầu ra đều chịu mức thuế suất là 6%. Trước đó, cả nguyên liệu đầu vào và thành phẩm đầu ra đều không chịu thuế, như vậy, việc sửa đổi Luật thuế này không tác động lớn đến BFC, chỉ một số loại chi phí mua ngoài được tính vào chi phí được khấu trừ. Theo ước tính của chúng tôi, sau khi Luật thuế Giá trị gia tăng được sửa đổi, BFC có thể được khấu trừ hơn 7% trên tổng giá vốn hàng bán, tương ứng khoảng 35 – 40 tỷ đồng mỗi năm (bằng 11% lợi nhuận sau thuế năm 2017). Đây là một con số không lớn nhưng trước tình hình ngành hiện nay, BFC vẫn có thêm một khoản tiền để bù đắp cho các chi phí hoạt động kinh doanh mỗi năm.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu mã BFC sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với trọng số **90%:10%**. Giá trị cổ phiếu BFC theo 2 phương pháp có mức bình quân là **31.050 VNĐ/cp** cao hơn 14% so với mức giá đóng cửa ngày 08/10/2018. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		90%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	31.529	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	28.992	
2	Phương pháp so sánh		10%
	So sánh P/E	38.168	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	31.050	

CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	7%	Phần bù rủi ro	9,75%
Chi phí sử dụng nợ	5,69%	Hệ số Beta	0.25
Chi phí sử dụng VCSH	11,37%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,31%	Thời gian dự phóng	7 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	7%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	3.235.601
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu VNĐ)	362.235
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	1.940.404
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.657.432
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	57,168
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	28.992
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	1.802.462
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	31.529

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

So sánh với một số doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh phân bón niêm yết (ngày 08/10/2018):

Doanh nghiệp	Mã CK	Vốn hoá (triệu đồng)	Giá trị DN (triệu đồng)	NI (triệu đồng)	P/E
CTCP Supe phốt phát và Hóa chất Lâm Thao	LAS	1.309.134	2.547.562	151.873	8,62x
CTCP Phân bón Miền Nam	SFG	656.193	1.226.650	91.954	7,14x
Trung bình					7,88x
Doanh nghiệp định giá	BFC	1.577.837	3.905.534	276.974	5,70x

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2017	2018E	2019F	2020F
Doanh thu thuần	6.305.840	6.559.965	6.625.565	6.691.821
- Giá vốn hàng bán	5.295.535	5.608.770	5.664.858	5.708.123
Lợi nhuận gộp	1.010.305	951.195	960.707	983.698
- Chi phí bán hàng	319.929	310.726	316.666	321.938
- Chi phí quản lí DN	132.173	117.784	124.627	125.579
Lợi nhuận thuần HĐKD	558.204	522.685	519.414	536.181
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(136.767)	(127.935)	(131.642)	(146.489)
- Lợi nhuận khác	6.127	13.098	9.063	8.796
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	427.564	407.848	396.835	398.488
- Chi phí lãi vay	105.302	109.902	113.659	128.322
Lợi nhuận trước thuế	427.564	381.652	378.709	380.896
- Thuế TNDN	78.507	76.330	75.742	76.179
LNST	349.057	305.322	302.968	304.717
EPS (đ)	4.301	3.646	3.618	3.639

Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018E	2019F	2020F
Tiền đầu năm	393.311	344.735	441.135	742.666
Lợi nhuận sau thuế	427.564	242.120	240.253	241.640
+ Khấu hao	75.688	88.742	93.628	87.796
+ Điều chỉnh	(154.427)	46.967	62.150	62.507
+ Thay đổi vốn lưu động	(377.408)	(90.913)	(159.513)	(157.673)
Tiền từ hoạt động KD	(26.285)	286.916	236.518	234.271
+ Thanh lý tài sản cố định	14.849	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(114.677)	(73.142)	(34.230)	-
+ Tặng (giảm) đầu tư	(6.000)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	3.539	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(102.288)	(73.142)	(34.230)	-
+ Cổ tức đã trả	(207.413)	(142.920)	(142.920)	(142.920)
+ Tặng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(19.336)	279.697	(22.769)
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	44.883	(37.534)	(50.034)
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	79.982	(117.373)	99.243	(215.723)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(48.590)	96.400	301.531	18.548
Tiền cuối năm	344.735	441.135	742.666	761.214

ĐCKT	2017	2018E	2019F	2020F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	344.735	441.135	742.666	761.214
+ Đầu tư TC ngắn hạn	17.500	48.000	48.000	48.000
+ Các khoản phải thu	499.228	757.793	823.854	891.163
+ Hàng tồn kho	2.099.093	1.940.004	1.998.204	2.052.562
+ Tài sản ngắn hạn khác	40.283	57.938	58.502	59.071
Tổng tài sản ngắn hạn	3.000.839	3.244.869	3.671.227	3.812.010
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	718.744	821.965	875.037	875.037
+ Khấu hao lũy kế	(289.014)	(381.684)	(467.842)	(553.655)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	429.730	440.281	407.194	321.382
+ Đầu tư tài chính dài hạn	8.512	8.512	8.512	8.512
+ Tài sản dài hạn khác	4.122	4.961	4.961	4.961
+ Xây dựng cơ bản dở dang	41.337	79.021	60.179	60.179
Tổng tài sản dài hạn	840.012	822.993	763.595	675.799
Tổng tài sản	3.840.851	4.067.862	4.434.822	4.487.809

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2017	2018E	2019F	2020F
+ Phải trả người bán	369.813	388.548	356.129	323.023
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.769.633	1.750.297	2.029.994	2.007.225
+ Nợ ngắn hạn khác	14.436	48.131	81.566	115.194
Nợ ngắn hạn	2.449.228	2.502.650	2.780.531	2.755.384
+ Vay và nợ dài hạn	170.771	215.653	178.119	128.085
Nợ dài hạn	170.771	215.653	178.119	128.085
Tổng nợ	2.619.999	2.718.303	2.958.650	2.883.469
+ Vốn điều lệ	571.680	571.680	571.680	571.680
+ LN chưa phân phối	253.904	270.092	285.053	308.836
Vốn chủ sở hữu	974.674	1.040.179	1.104.077	1.169.169
Lợi ích cổ đông thiểu số	246.179	309.381	372.095	435.171
Tổng cộng nguồn vốn	3.840.851	4.067.862	4.434.822	4.487.809

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018E	2019F	2020F
Số ngày phải thu	27,3	36,97	39,47	41,97
Số ngày tồn kho	126,2	126,25	128,75	131,25
Số ngày phải trả	21,4	21,62	19,62	17,62
Thời gian luân chuyển tiền	132,2	141,60	148,60	155,60
COGS / Hàng tồn kho	2,5	2,89	2,83	2,78

Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018E	2019F	2020F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018E	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,0%	14,5%	14,5%	14,7%	CS thanh toán hiện hành	1,23	1,30	1,32	1,38
Tỷ suất LNST	5,5%	4,7%	4,6%	5,6%	CS thanh toán nhanh	0,37	0,52	0,60	0,64
ROE DuPont	23,6%	18,8%	17,0%	15,7%	CS thanh toán tiền mặt	0,15	0,20	0,28	0,29
ROA DuPont	7,6%	6,1%	5,7%	5,4%	Nợ / Tài sản	0,51	0,48	0,50	0,48
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,8%	6,2%	6,0%	6,0%	Nợ / Vốn CSH	1,99	1,89	2,00	1,83
LNST/LNTT	64,8%	63,4%	63,4%	63,4%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,82	1,68	1,84	1,72
LNTT/EBIT	100,0%	93,6%	95,4%	95,6%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,18	0,21	0,16	0,11
Vòng quay tổng tài sản	173,6%	165,9%	155,8%	150,0%	Khả năng TT lãi vay	4,06	3,71	3,49	3,11
Đòn bẩy tài chính	309,4%	307,7%	300,9%	289,6%					

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 kỳ 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 80 cổ phiếu BFC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu BFC nào.

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