

**BFC – HOSE**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 11/05/2017)

Sàn giao dịch	HOSE
Số lượng CPLH	57.167.993
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	312.570
Thị giá	37.650
Giá khuyến nghị	44.404

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Trần Thị Thu Trang  
[ttttrang\\_hcm@vcbs.com.vn](mailto:ttttrang_hcm@vcbs.com.vn)  
+84-38 200 751 (Ext: 641)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg**  
Page:<VCBS><go>

➤ Bình Điền là một trong những doanh nghiệp sản xuất phân bón lâu đời với thương hiệu phân bón Đầu Trâu được người nông dân tin dùng. Trải qua hơn 40 năm hình thành và phát triển, công ty đã xây dựng được một thương hiệu vững mạnh với thị phần phân NPK đứng đầu miền Nam và đang xâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc. Đồng thời, chiến lược vươn xa ra các nước Đông Nam Á của BFC đang tỏ ra khá hiệu quả, đặc biệt tại thị trường truyền thống như Campuchia và kỳ vọng phát triển mạnh tại hai thị trường mới Thái Lan và Malaysia.

➤ **Kết quả kinh doanh Q1.2017 của BFC ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ ở cả doanh thu và lợi nhuận** do (1) do tình hình tiêu thụ sản phẩm được cải thiện do tình hình thời tiết thuận lợi với sản lượng sản xuất đạt 141,2 nghìn tấn (+20,9% yoy) và sản lượng tiêu thụ đạt 128,04 nghìn tấn (+19% yoy). Và (2) biên LNG trong Q1.2017 tăng mạnh so với cùng kỳ, từ 12,7% lên 14,7% nhưng vẫn giảm nhẹ so với năm 2016 do mặt bằng giá ure – một trong những nguyên liệu đầu vào để sản xuất phân NPK tăng mạnh kể từ thời điểm cuối năm, nhưng vẫn thấp hơn cùng kỳ 2016.

➤ **Phân bón hữu cơ – hướng đến nền nông nghiệp sạch.** Ban lãnh đạo công ty chia sẻ, bên cạnh các sản phẩm phân bón truyền thống, công ty đang tập trung phát triển phân bón hữu cơ và đây sẽ trở thành hướng đi mới trong tương lai của công ty. Hiện nay, Bình Điền Ninh Bình, Bình Điền Mekong và Bình Điền Lâm Đồng đang sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phân bón hữu cơ. Đây là một hướng đi khá mới của BFC để phát triển trong bối cảnh thị trường cạnh tranh như hiện nay và các loại phân bón giả, phân bón nhập lậu vẫn còn nhiều. Xu hướng organic hóa đã và đang trở thành một xu hướng mới của nền nông nghiệp hiện đại, do đó chúng tôi kỳ vọng BFC sẽ cho ra mắt nhiều loại sản phẩm hữu cơ mới đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng của thị trường.

➤ **Tỷ lệ cổ tức cao trong các năm gần đây.** Mặc dù tình hình kinh doanh gặp nhiều khó khăn nhưng BFC luôn duy trì mức cổ tức tiền mặt cao trong các năm qua, trong đó, mức cổ tức thực hiện trong năm 2016 là 30%, cao hơn so với kế hoạch của ĐHCĐ đề ra là 20%. Kế hoạch cổ tức năm 2017 là 25%, với thị giá hiện tại, tỷ suất cổ tức của BFC xấp xỉ 7%, khá hấp dẫn cho một doanh nghiệp như BFC. Nhìn vào mức cổ tức thực hiện qua các năm, chúng tôi tin tưởng rằng mức cổ tức trong năm nay sẽ cao hơn 25%.

➤ Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng doanh thu của BFC sẽ đạt 7.152,7 tỷ đồng (+20,4% yoy) và LNST đạt 416 tỷ đồng (+18,8% yoy). Sử dụng tổng hợp các phương pháp định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của BFC là **44.404 đồng/cổ phiếu**. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BFC.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	6,585	6,377	6,038	5,943
% yoy	-11.2%	-3.2%	-5.3%	-1.6%
LNST	261,682	288,549	280,235	350,100
% yoy	64.7%	10.3%	-2.9%	24.9%
Biên LNG	10.5%	10.7%	12.6%	15.2%
Nợ/VCSH	2.40	1.86	1.64	1.47
ROE	39.1%	38.2%	28.8%	31.3%
EPS	5,312	5,396	4,326	5,095

## ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

### Tổng quan

CTCP Phân bón Bình Điền tiền thân là Xí nghiệp phân bón Bình Điền II trực thuộc Công ty phân bón Miền Nam, được thành lập từ năm 1973. Năm 2003, xí nghiệp phân bón Bình Điền được tách ra và đổi tên thành Công ty Phân bón Bình Điền, trực thuộc tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem). Công ty được cổ phần hóa vào năm 2011 và chính thức niêm yết trên HOSE vào tháng 10/2015. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 571,6 tỷ đồng.

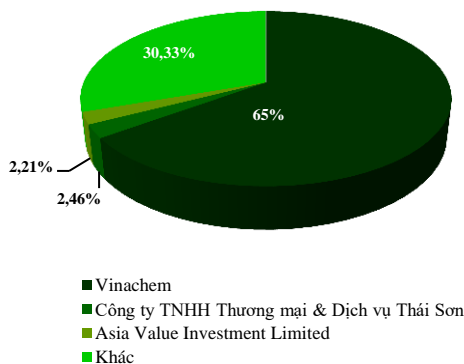
### Ngành nghề kinh doanh

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 và vật nuôi, trong đó chiếm thị phần hàng đầu về phân bón hỗn hợp NPK. Sản phẩm nổi tiếng nhất là thương hiệu phân bón Đầu trâu NPK được doanh nghiệp đầu tư phát triển trong thời gian dài đã trở thành động lực tăng trưởng chính cho công ty trong giai đoạn hiện nay.

### Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của BFC cũng khá cô đặc với phần lớn tỷ lệ sở hữu thuộc về Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem) – chiếm 65%. Hai cổ đông tổ chức gồm Công ty TNHH Thương mại và Dịch vụ Thái Sơn (nắm giữ 2,46%) và Asia Value Investment Limited (nắm giữ 2,21%). Phần còn lại thuộc về các cổ đông cá nhân nhỏ lẻ khác.

Cơ cấu cổ đông BFC



### Công ty con – công ty liên kết

STT	Công ty con	Lĩnh vực sản xuất	Vốn đã góp (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Bình Điền Lâm Đồng	Sản xuất và thương mại phân bón	59	51%
2	CTCP Bình Điền Quảng Trị	Sản xuất và thương mại phân bón	30	51%
3	CTCP Bình Điền MeKong	Sản xuất và thương mại phân bón	30	51%
4	Công ty TNHH MTV Thể thao Bình Điền Long An	Quảng cáo và thể thao	5	100%
5	CTCP Bình Điền Ninh Bình	Sản xuất và thương mại phân bón	100	51%

Nguồn: BFC

### Năng lực sản xuất

Là doanh nghiệp dẫn đầu về năng lực sản xuất và thị phần phân bón NPK trên thị trường Việt Nam. Hiện tại, BFC đang là doanh nghiệp có công suất sản xuất NPK đứng đầu cả nước. Sau khi đưa vào hoạt động hai nhà máy mới là Bình Điền Ninh Bình (200.000 tấn/năm) và Bình Điền Tây Ninh (giai đoạn 1: 50.000 tấn/năm), tổng công suất của BFC tăng lên 37%, đạt 925.000 tấn/năm với tổng cộng 5 nhà máy đang hoạt động. Thị trường trọng điểm của BFC là khu vực phía Nam và Tây Nguyên với thị phần 28%, trong khi đó thị trường miền Trung và Bắc chỉ chiếm khoảng 10% mỗi thị trường.

STT	Nhà máy	Thời gian hoạt động	Công suất thiết kế (nghìn tấn/năm)
1	Ninh Bình	10/2015	200 – Dự kiến tăng lên 400 nghìn tấn vào cuối 2017
2	Quảng Trị	2008	75
3	Lâm Đồng	2009	100
4	Long An	1991	500
5	Tây Ninh	2015	50 – Dự kiến tăng lên 100 nghìn tấn

*Nguồn: BFC, VCBS tổng hợp*

**Nguồn nguyên liệu – đối**  
*dào nhưng vẫn chịu rủi ro*  
*biến động giá*

Nguồn nguyên liệu chính của công ty là DAP, Ure, Kali..., trong đó, hơn 90% nguyên liệu đầu vào của công ty được cung cấp chính bởi các đơn vị trực thuộc Tập đoàn hóa chất Việt Nam và một số nhà cung cấp trong nước, chỉ chưa đến 10% nguyên liệu là Kali và một số nguyên liệu khác phải nhập khẩu từ nước ngoài nên công ty cũng hạn chế được một phần rủi ro thiếu hụt nguyên liệu đầu vào. Mặc dù vậy, công ty vẫn chịu rủi ro biến động chi phí nguyên vật liệu do khoản này chiếm đến 85% giá thành sản phẩm phân bón. Do đó, để giảm thiểu rủi ro biến động giá, công ty luôn ký hợp đồng mua bán nguyên liệu trước với nhà cung cấp với lượng tồn kho đủ để sản xuất liên tục trong vòng 3 tháng, điều này giúp công ty giảm thiểu ảnh hưởng của biến động giá nguyên vật liệu từ nhà cung cấp.

Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp
DAP	DAP – Vinachem, DAP Lào Cai, CTCP Nông Sản Long Hải, Vinacam, Nguyễn Phan, Đầu tư Tân Phát
Kali	Vinacam
Cao Lanh	Khoáng sản Phúc Thịnh, Tân Diên, Phước Quang, CTCP khoáng sản và xây dựng Bình Dương
Ure	Đạm Cà Mau, Đạm Ninh Bình
SA	Tân Phát, Thái Sơn, Nguyên Ngọc, Thái Sơn

*Nguồn: BFC*

## KQKD 2016

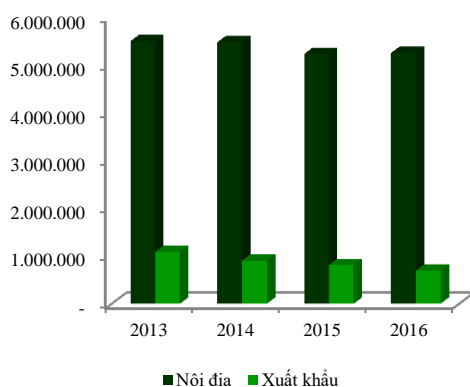
**Kết quả kinh doanh 2016 khá tích cực trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành với doanh thu thuần đạt 5.942,9 tỷ đồng (-1,6% yoy) và LNST đạt 350 tỷ đồng (+25% yoy).** Tính chung cả năm, BFC đã hoàn thành 89,7% KH doanh thu và 113,8% KH lợi nhuận. Kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt đến từ:

- (1) Sản lượng sản xuất của công ty đạt 649,9 nghìn tấn (+16% yoy) trong khi đó sản lượng tiêu thụ cũng tăng 3,9% yoy, đạt 630,7 nghìn tấn. Tình hình cạnh tranh mạnh mẽ trên thị trường phân bón trong năm 2016 đã khiến mất bằng giá NPK giảm trung bình khoảng 8-9% ảnh hưởng một phần đến doanh thu của công ty.
- (2) LNST của công ty tăng trưởng tích cực mặc dù doanh thu sụt giảm nhẹ, một phần đến từ sự đóng góp của công ty con CTCP Bình Điền Ninh Bình. Công ty này bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 11.2015 vì vậy trong 10 tháng đầu năm 2016, công ty con này đã đóng góp làm tăng lợi nhuận của BFC.

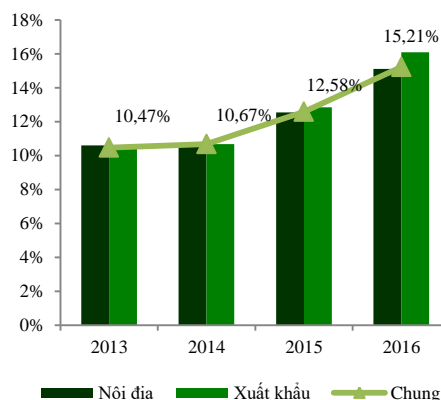
- (3) Xét về cơ cấu doanh thu, doanh thu từ thị trường nội địa vẫn chiếm tỷ trọng đa số (chiếm 88,4%) và đạt 5.252 tỷ đồng (+0,44% yoy). Trong khi đó, doanh thu từ xuất khẩu của BFC sụt giảm khá nhiều trong năm 2016, đạt 691 tỷ đồng (-14,5% yoy). Tại thị trường Campuchia và Myanmar đã xuất hiện các doanh nghiệp sản xuất phân bón, cùng với những chính sách bảo hộ cho các doanh nghiệp ở nước sở tại đã ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu của công ty, bên cạnh đó, giá phân bón giảm cũng ảnh hưởng đến doanh thu xuất khẩu, vì nhìn chung sản lượng xuất khẩu của BFC năm 2016 vẫn tăng.
- (4) **Tỷ suất LNG tăng trưởng tốt từ mức 12,6% trong năm 2015 lên 15,2% trong năm 2016 do giá phân đơn giảm mạnh và việc cơ cấu sang những sản phẩm có biên LNG cao.** Cụ thể biên LNG mảng nội địa đạt 15,1% và xuất khẩu cũng tăng tốt từ 12,8% lên 16,1%. Nguyên nhân là do chi phí nguyên vật liệu đầu vào của BFC giảm khiến cho giá vốn hàng bán của công ty cũng được tiết kiệm tốt. Giá Ure thế giới trung bình trong năm 2016 giảm 26,4% so với năm 2015 khiến cho giá Ure trong nước cũng theo chiều hướng giảm mạnh. Chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 85% tổng giá vốn của BFC, do đó những biến động của chi phí này ảnh hưởng rất lớn đến biên LNG của công ty. Trong năm 2016, tình hình cạnh tranh gay gắt trên thị trường phân bón, đặc biệt là với phân bón nhập khẩu từ Trung Quốc và một số nước khiến cho giá một số loại phân bón giảm mạnh, tiêu biểu là ure và kali. Trong khi đó, giá NPK của Bình Điền chỉ giảm nhẹ giúp cải thiện tốt biên LNG của công ty.

**Công ty ghi nhận lỗ thuần hoạt động tài chính trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng.** Trong năm 2016, công ty ghi nhận 6,8 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động tài chính, đều là lãi tiền gửi ngân hàng và các khoản cho vay. Trong khi đó, chi phí tài chính của công ty lên đến 125 tỷ đồng (+21% yoy) khiến công ty ghi nhận lỗ thuần hoạt động tài chính. Chi phí tài chính gia tăng là do khoản mục chiết khấu thanh toán tăng mạnh từ 6,2 tỷ lên 33,2 tỷ. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của công ty tăng lên 6,2% so với mức 5,3% trong năm 2015. Chúng tôi cho rằng do tình hình cạnh tranh mạnh trên thị trường phân bón hiện nay, đặc biệt nguồn cung của các loại phân đơn trên thị trường khá dồi dào, trong khi giá cả giảm mạnh nên người nông dân sẽ có xu hướng chuyển sang sử dụng phân đơn thay thế cho phân NPK. Do đó, BFC phải gia tăng chi phí bán hàng để đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ sản phẩm.

**Doanh thu của BFC 2013 - 2016**



**Biên LNG của BFC 2013 - 2016**



**Nguồn: BFC, VCBS tổng hợp**

Có thể nói, năm 2016 là một trong những năm khó khăn nhất của ngành phân bón do ảnh hưởng của biến đổi khí hậu, tình trạng hạn hán, xâm nhập mặn, lũ lụt kéo dài diễn ra nghiêm trọng tại khu vực Tây Nguyên, Đồng bằng sông Cửu Long và các tỉnh miền Trung làm cho tình hình sản xuất nông nghiệp rơi vào hoàn cảnh khó khăn, năng suất và sản lượng cây trồng bị sụt giảm dẫn đến nhu cầu sử dụng phân bón giảm đáng kể. Bên cạnh đó, tình hình cạnh tranh gay gắt cùng chính sách thuế sửa đổi có lợi cho việc nhập khẩu phân bón

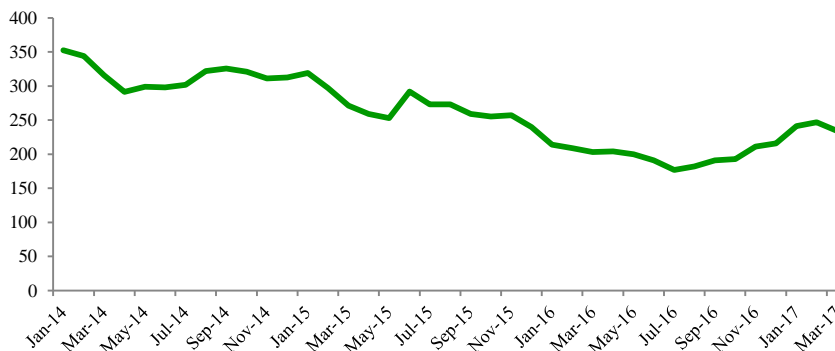
nên sản lượng phân bón nhập khẩu giá rẻ tăng cao khiến giá cả các mặt hàng phân bón liên tục giảm mạnh, ảnh hưởng đến tình hình kinh doanh của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá kết quả đạt được của BFC là khá tích cực trong bối cảnh khó khăn chung của toàn ngành nhờ chiến lược đồng hành cùng người nông dân và sản xuất phân bón một cách chọn lọc.

## CẬP NHẬT KQKD Q1.2017

**BFC đã công bố BTCT hợp nhất Q1.2017 với doanh thu và lợi nhuận đều ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ do tình hình tiêu thụ sản phẩm và mặt bằng giá được cải thiện.** Cụ thể, doanh thu thuần trong Q1.2017 đạt 1.172,6 tỷ đồng (+18,1% yoy, hoàn thành 17,1% KH năm) và LNST đạt 65,7 tỷ đồng (+50,9% yoy, hoàn thành 28,5% KH năm). Trong đó, doanh thu nội địa của công ty đạt 1.034,1 tỷ đồng (+10% yoy, chiếm 88% tổng doanh thu) và doanh thu từ hoạt động xuất khẩu đạt 138,4 tỷ đồng (+11,4% yoy, chiếm 12% tổng doanh thu). Những kết quả khả quan này đến từ:

- (1) **Sản lượng sản xuất của công ty đạt 141,2 nghìn tấn (+20,9% yoy) và sản lượng tiêu thụ đạt 128,042 nghìn tấn (+19% yoy).** Từ nửa cuối năm 2016, tình hình thời tiết thuận lợi giúp hoạt động trồng trọt bắt đầu ghi nhận những yếu tố tích cực. Bên cạnh đó, xu hướng giá các loại cây trồng công nghiệp có giá trị kinh tế cao như cao su, cà phê phục hồi mạnh mẽ cũng khiến nhu cầu sử dụng phân bón gia tăng.
- (2) **Biên LNG trong Q1.2017 tăng mạnh so với cùng kỳ, từ 12,7% lên 14,7% nhưng vẫn giảm nhẹ so với năm 2016.** Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do giá Ure đã tăng kể từ thời điểm cuối năm 2016 khiến giá vốn của công ty tăng 15,4% so với cùng kỳ. Sau khi chạm đáy vào tháng 7/2016, giá ure thế giới đã phục hồi đáng kể và đạt mức 234 USD/tấn FOB vào tháng 3/2017, tăng hơn 32%.

**Giá Urea thế giới**



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Công ty cũng thông qua kế hoạch kinh doanh trong Q2.2017 với các số liệu cụ thể:

Chỉ tiêu	Kế hoạch Q2.2017	So với Q1.2017
Sản lượng sản xuất	221.639 tấn	+57%
Sản lượng tiêu thụ	233.491 tấn	+82%
Tổng doanh thu	2.063 tỷ đồng	+73,6%
LNTT hợp nhất	129,8 tỷ đồng	+61,2%

Nguồn: BFC

Chúng tôi đánh giá kế hoạch Q2.2017 của BFC khá thận trọng, do quý 2 thường là quý tốt nhất trong năm

của công ty. Biên LNG trong quý 2 của công ty có thể sẽ bị ảnh hưởng do giá phân bón ure đã tăng trở lại, tuy nhiên sản lượng tiêu thụ được kỳ vọng gia tăng hơn so với quý 1 sẽ là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của BFC.

## Sức khỏe tài chính

**Cơ cấu tài sản.** Tài sản ngắn hạn chiếm đa số trong cơ cấu tài sản của công ty (80-85%), trong đó, tỷ trọng hàng tồn kho cao nhất và đạt mức 70% tại thời điểm cuối Q1.2017. Nhìn vào hiệu suất sử dụng tài sản của công ty, có thể nhận thấy hiệu quả đang giảm dần qua các năm, nhưng không đáng kể, nguyên nhân chủ yếu có thể là do ảnh hưởng chung của thị trường phân bón trong thời gian gần đây, cụ thể: (1) số ngày các khoản phải thu đang có xu hướng tăng dần, điều này được lý giải qua chiến lược đẩy mạnh bán hàng trong bối cảnh thị trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt, (2) vòng quay hàng tồn kho giảm dần nhưng không đáng kể do tình hình chung của ngành xấu ảnh hưởng đến doanh thu của công ty trong những năm qua. Chúng tôi đánh giá hiệu quả quản lý hàng tồn kho và các khoản phải thu giảm chỉ là do sự thay đổi trong chính sách bán hàng cũng như ảnh hưởng từ thị trường chung, tuy nhiên vẫn chưa phải quá rủi ro đối với một doanh nghiệp như BFC. Tài sản dài hạn của công ty tăng mạnh trong năm 2015 do trong năm, BFC khánh thành và đưa vào hoạt động hai nhà máy là Bình Điền Ninh Bình và Bình Điền Tây Ninh. Chúng tôi cho rằng trong năm nay, tài sản cố định sẽ tiếp tục tăng lên khi giai đoạn 2 của hai nhà máy này hoàn tất, do đó, khả năng chi phí quản lý doanh nghiệp của công ty sẽ tiếp tục tăng trong tương lai.

**Cơ cấu nguồn vốn.** Tỷ trọng nợ vay của BFC nghiêng về nợ ngắn hạn và đang có xu hướng giảm, chiếm 90% tổng nợ trong tại thời điểm cuối Q1.2017. Số dư nợ vay ngắn hạn của công ty đạt 1.686,5 tỷ đồng (+15,7% yoy) và số dư nợ vay dài hạn là 187,5 tỷ đồng (-4,4% yoy). Một điểm đáng chú ý trong cơ cấu nguồn vốn của BFC là tỷ lệ đòn bẩy tài chính tương đối cao, đạt 3,1 - mức cao nhất trong ngành. Do duy trì lượng hàng tồn kho lớn cùng với chính sách bán hàng trả chậm không lãi để hỗ trợ người dân, nhu cầu vốn lưu động của công ty luôn ở mức cao. Điều này khiến cho hệ số khả năng thanh toán nhanh của công ty nhỏ hơn 1 trong những năm qua. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, tỷ lệ này luôn duy trì mức thấp trong các năm qua, với khả năng cao việc bán hàng của BFC vẫn duy trì tốt với những chính sách trên nên công ty vẫn tự tin sử dụng nhiều nợ vay.

## CẬP NHẬT ĐHCĐ 2017

Ngày 27/04/2017, BFC đã tổ chức thành công ĐHCĐ thường niên 2017 với một số điểm đáng chú ý:

**Chiến lược thâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc thông qua nhà máy Bình Điền Ninh Bình.** Bên cạnh hai thị trường chủ lực là miền Nam với thị phần khoảng 28% và Tây Nguyên với thị phần gần 30%, BFC đã có những bước đi vững chắc tiến vào thị trường miền Bắc còn nhiều tiềm năng thông qua việc xây dựng nhà máy Bình Điền Ninh Bình với hai giai đoạn:

- Giai đoạn 1: Công suất 200.000 tấn/năm với tổng vốn đầu tư 350 tỷ đồng, đã được đi vào hoạt động trong năm 2016 với các sản phẩm phân bón NPK, phân trộn.
- Giai đoạn 2: công suất 200.000 tấn/năm với vốn đầu tư 145 tỷ đồng, dự tính sẽ đi vào hoạt động vào Q1.2018 với các sản phẩm phân NPK và phân khoáng hữu cơ.

Tại đại hội, ban lãnh đạo chia sẻ, nhà máy Bình Điền Ninh Bình giai đoạn 1 vừa mới đi vào hoạt động trong năm 2016 với công suất 100.000 tấn/năm và ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2017 khoảng 120.000 tấn. Vì vậy CTCP Bình Điền Ninh Bình phải mua thêm từ CTCP Bình Điền Quảng Trị và nhà máy phân bón Bình Điền Long An để phục vụ nhu cầu của thị trường này. Hiện tại nhà máy Bình Điền Ninh Bình vẫn được hưởng thuế ưu đãi, cụ thể miễn thuế TNDN trong hai năm đầu (2015-2017) và giảm 50% trong năm tiếp theo. Việc đưa nhà máy Bình Điền Ninh Bình vào hoạt động thể hiện chiến lược Bắc tiến của BFC, đồng thời giảm bớt gánh nặng chi phí vận chuyển cho công ty, tạo tiền đề để BFC phát triển mạnh tại thị trường này.

**Phân bón hữu cơ – hướng đến nền nông nghiệp sạch.** Ban lãnh đạo công ty chia sẻ, bên cạnh các sản phẩm phân bón truyền thống, công ty đang tập trung phát triển phân bón hữu cơ và đây sẽ trở thành hướng đi mới

trong tương lai của công ty. Hiện nay, CTCP Bình Điền Ninh Bình, CTCP Bình Điền Mekong và CTCP Bình Điền Lâm Đồng đang sản xuất và kinh doanh các sản phẩm phân bón hữu cơ. Hướng đi tương lai của BFC không đơn thuần hướng đến những sản phẩm khoáng hữu cơ và cả những sản phẩm phân bón hữu cơ thuần, đảm bảo cho việc phát triển nông sản đúng nghĩa hữu cơ sạch. Chúng tôi cho rằng đây là một hướng đi khá mới của BFC để phát triển trong bối cảnh thị trường cạnh tranh như hiện nay và các loại phân bón giả, phân bón nhập lậu vẫn còn nhiều. Xu hướng organic hóa đã và đang trở thành một xu hướng mới của nền nông nghiệp hiện đại, do đó chúng tôi kỳ vọng BFC sẽ cho ra mắt nhiều loại sản phẩm hữu cơ mới đáp ứng nhu cầu ngày càng đa dạng của thị trường.

**Đẩy mạnh thị trường xuất khẩu – chiến lược dài hạn của BFC.** Phát triển thị trường xuất khẩu vốn là một trong những chiến lược quan trọng của BFC từ những năm 2002. Những thị trường mà công ty tập trung phát triển thuộc khu vực Đông Nam Á như Campuchia, Myanmar, Lào và Thái Lan – những quốc gia có nền nông nghiệp phát triển. Khởi đầu với thị trường Campuchia, công ty đã thâm nhập vào thị trường này từ năm 2002 thông qua cổ đông chiến lược là tập đoàn Yealtek. Sau 15 năm, sản lượng xuất khẩu phân bón Đầu Trâu đã tăng từ 2.000 tấn (năm 2002) lên 100.000 tấn (năm 2017) và đang duy trì lượng tiêu thụ ổn định tại 26/26 tỉnh thành của Campuchia. Gần đây, BFC và Yetak đã ký kết một thỏa thuận hợp tác chiến lược phân phối sản phẩm phân bón Đầu Trâu do BFC sản xuất tại thị trường Campuchia cùng mục tiêu hợp tác lâu dài cho giai đoạn mới.

**Bên cạnh thị trường truyền thống là Campuchia, BFC đã xâm nhập thành công vào các thị trường mới như Myanmar và Thái Lan – hai thị trường được công ty đánh giá là rất tiềm năng.** Theo ban lãnh đạo công ty, trình độ kỹ thuật canh tác của nông dân Myanmar còn nhiều hạn chế trong khi diện tích trồng lúa là rất lớn. Bình quân lượng phân bón trên 1 hecta lúa của Myanmar thấp hơn khoảng 5 lần so với Việt Nam. Đối với thị trường Thái Lan, nền công nghiệp phân bón của Thái Lan khá phát triển nhưng các doanh nghiệp chỉ sản xuất ra những sản phẩm chung áp dụng cho nhiều loại cây nên chưa giải quyết được nhu cầu thiết thực cho nông dân. Do đó, chiến lược của BFC tại thị trường này là phát triển những dòng sản phẩm áp dụng riêng cho từng loại cây để đáp ứng nhu cầu đa dạng của người nông dân. Chúng tôi đánh giá đây là bước tiến thứ hai của BFC vào các thị trường xuất khẩu, và nếu thâm nhập tốt được vào hai thị trường này, cùng với những chiến lược hỗ trợ người nông dân như đã áp dụng cho thị trường Campuchia, chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ xuất khẩu của BFC sẽ được cải thiện đáng kể.

## Kế hoạch 2017

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Kế hoạch 2017	Thực hiện 2016	% yoy
Sản lượng sản xuất (tấn)	675.000	649.912	+3,9%
Sản lượng tiêu thụ	673.500	630.682	+6,8%
Tổng doanh thu	6.850	5.942,9	+13%
LNTT	420	420,5	0%
LNST	282	350,1	0%
Cổ tức	25%	20%	

Nguồn: BFC

**Tại ĐHCĐ 2017, BFC đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2017 với các chỉ tiêu doanh thu và lợi nhuận không tăng trưởng nhiều so với năm 2016.** Ban lãnh đạo chia sẻ nguyên nhân đặt ra kế hoạch thận trọng là vì việc kinh doanh sản xuất phân bón phụ thuộc nhiều vào giá cả nông sản, khí hậu và thời tiết, trong khi những yếu tố này lại biến động rất lớn và không tuân theo quy luật rõ ràng. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng, với triển vọng ngành phân bón trong năm nay cùng khả năng tiêu thụ tốt của BFC qua các năm kể cả trong giai đoạn khó khăn, công ty sẽ vượt kế hoạch đề ra.

## Kế hoạch cổ tức

**Tỷ lệ cổ tức cao trong các năm gần đây.** Mặc dù tình hình kinh doanh gặp nhiều khó khăn nhưng BFC luôn duy trì mức cổ tức tiền mặt cao trong các năm qua, trong đó, mức cổ tức thực hiện trong năm 2016 là 30%,

cao hơn so với kế hoạch của ĐHCĐ đề ra là 20%. Trong năm 2017, HĐQT đã đặt mục tiêu cổ tức là 25%, với thị giá hiện tại, tỷ suất cổ tức của BFC xấp xỉ 7%, khá hấp dẫn cho một doanh nghiệp như BFC. Nhìn vào mức cổ tức thực hiện qua các năm, chúng tôi tin tưởng rằng mức cổ tức trong năm nay sẽ cao hơn 25%.

Năm	2014	2015	2016	2017
Kế hoạch cổ tức	15%	20%	20%	25%
Cổ tức thực trả	28%	30%	30%	

*Nguồn: BFC, VCBS tổng hợp*

## TRIỂN VỌNG NGÀNH

### Thuận lợi

Năm 2016 là một năm thật sự khó khăn của các doanh nghiệp sản xuất phân bón do nhiều yếu tố bất lợi như tình hình thời tiết khắc nghiệt ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón, áp lực cạnh tranh trong nước và nhập khẩu khiến giá phân bón giảm sâu trong thời gian dài, tác động không thuận lợi của các chính sách thuế khiến tình hình sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành gặp nhiều khó khăn. Bước sang năm 2017, mặc dù ngành phân bón được dự báo tiếp tục đối mặt với những thử thách trên, nhưng chúng tôi cho rằng nhu cầu đối với mặt hàng phân bón được kỳ vọng khởi sắc trở lại, diễn biến giá, các dự án NPK lớn được đưa vào hoạt động và các chuyển động mới về chính sách kỳ vọng sẽ giúp bức tranh ngành có những thay đổi tích cực hơn, cụ thể:

- **Tình hình thời tiết diễn biến thuận lợi thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng phân bón chính.** Từ nửa cuối năm 2016, hoạt động trồng trọt cả nước đã bắt đầu ghi nhận những tín hiệu tích cực nhờ tình hình thời tiết khá quan. Bên cạnh đó, giá các loại cây công nghiệp như cao su, cà phê, điều...hồi phục mạnh cũng là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp phân bón trong năm 2017. Theo Agrimonitor, thời tiết thuận lợi sẽ giúp nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng phân bón chính (NPK và Ure) tăng 2-5% trong năm 2017.
- **Đề xuất đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT 0%.** Trong 11 đề xuất kiến nghị kiến nghị của Bộ Công Thương với Thủ tướng Chính phủ báo cáo tại Hội nghị Tổng kết ngành Công Thương, mặt hàng phân bón được kiến nghị đưa vào diện chịu thuế GTGT 0% để tạo điều kiện cho các doanh nghiệp trong nước phát triển. Sau khi mặt hàng phân bón được đưa vào danh mục không chịu thuế GTGT theo Luật 71 năm 2014, nhiều doanh nghiệp sản xuất phân bón bị thiệt hại rất lớn do không được khấu trừ thuế GTGT đầu vào. Theo nhiều nguồn tin, Chính phủ về cơ bản đã đồng ý cho Bộ Công Thương và Hiệp hội phân bón thay đổi chính sách thuế, chuyển mặt hàng phân bón từ dạng miễn thuế sang chịu thuế 0%. Nếu chính sách này được chính thức áp dụng chính thức, các doanh nghiệp sẽ được giảm bớt gánh nặng về thuế. Riêng đối với BFC, chính sách này sẽ giúp công ty tiết giảm các chi phí về bao bì và một số nguyên liệu đầu vào khác.
- **Áp thuế tự vệ - cơ hội hồi phục cho ngành phân bón trong nước.** Ngày 31/3/2017, Cục Quản lý cạnh tranh đã tiếp nhận Hồ sơ của một số doanh nghiệp đại diện cho ngành sản xuất trong nước yêu cầu áp dụng biện pháp tự vệ đối với một số sản phẩm phân bón nhập khẩu. Ngày 13/4 vừa qua, Cục Quản lý cạnh tranh đã có văn bản xác nhận Hồ sơ đầy đủ và hợp lệ theo các quy định của pháp luật tự vệ của Việt Nam. Hiện chưa có quyết định cuối cùng từ Bộ Công Thương, tuy nhiên nếu được thông qua việc áp thuế tự vệ với phân bón nhập khẩu sẽ mở ra cơ hội hồi phục mạnh mẽ cho ngành phân bón trong nước.



## Khó khăn

Bên cạnh những tín hiệu thuận lợi đầu năm, ngành phân bón vẫn phải đối mặt với một số rào cản.

- **Thuế nhập khẩu các loại phân bón giảm về 0%.** Trong 2017, ngành phân bón được hưởng lợi từ một số hiệp định thương mại, trong đó phải kể đến FTA giữa Việt Nam và liên minh Á - Âu. Theo hiệp định này, thuế nhập khẩu một số mặt hàng phân bón sẽ được xóa bỏ. Trong khối Liên minh Á - Âu, Việt Nam nhập khẩu phân bón nhiều nhất từ Nga, chiếm 9% trong tổng lượng hàng nhập khẩu tính đến hết tháng 11/2016. Theo hiệp định, Việt Nam xóa bỏ ngay thuế nhập khẩu phân DAP, Ure, SA và một số loại khác. Đối với phân NPK sẽ theo lộ trình 10 năm.

Loại	Thuế nhập khẩu ưu đãi năm 2016	Thuế nhập khẩu ưu đãi đặc biệt của Việt nam khi hiệp định Á- Âu có hiệu lực (3/10/2016)
Urea	0%	0%
SA	0%	0%
DAP	5% (Từ 3/4/2016)	0%
NPK	6%	4,9% năm 2016. 4,4% (năm 2017), 3,8% (năm 2018), đến năm 2025 giảm xuống 0%.
Kali	0%	0%

Việt Nam nhập khẩu phân bón từ Nga và Belarus (2 thành viên trong liên minh Á-Âu) với tỷ trọng hàng năm khoảng 8-10% về giá trị. Tính riêng mặt hàng NPK, tỷ trọng nhập khẩu từ khu vực này đạt 25-26% trong năm 2015 và 15-20% trong 9 tháng đầu năm 2016. Như vậy, hiệp định thương mại Việt Nam – Liên minh Á-Âu sẽ có tác động mạnh nhất đối với mặt hàng NPK do mức thuế NPK theo hiệp định thấp hơn mức thuế nhập khẩu NPK áp dụng trước đây. Với mức thuế này, sản lượng nhập khẩu NPK có thể gia tăng và tác động tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất trong nước.

- **Cạnh tranh trên thị trường phân bón ngày càng khốc liệt.** Theo Cục Trồng trọt (Bộ NNPTNT), khu vực Đông Nam Bộ chủ yếu tập trung sản xuất, trồng trọt các loại cây công nghiệp như cà phê, cao su, hồ tiêu, điều... Đây là những loại cây tiêu thụ nhiều phân ure và NPK nên đây là thị trường các doanh nghiệp phân bón cạnh tranh gay gắt. Bên cạnh đó, ngoài cạnh tranh trên thị trường nội địa, phân bón nhập khẩu giá rẻ, đặc biệt từ Trung Quốc khiến tình hình cạnh tranh thêm khốc liệt, Hiện nay, Trung Quốc vẫn là thị trường chủ lực cung cấp phân bón cho Việt Nam, chiếm tới 46% tổng lượng phân bón nhập khẩu với 1,9 triệu tấn trị giá 467,7 triệu USD trong năm 2016. Lượng phân bón nhập khẩu giá rẻ tràn lan trên thị trường gây nên tình trạng dư thừa nguồn cung, tạo sức ép lên giá thành các loại phân bón nội địa. Trong năm 2017, tình hình này được dự đoán tiếp tục tiếp diễn khi trong Q1.2017, các chủng loại phân bón nhập khẩu đều tăng cả lượng và giá trị, đặc biệt là Ure và NPK.

- **Nhiều dự án được đưa vào sản xuất trong năm 2017, tạo áp lực cho nguồn cung phân NPK.** Trong các năm gần đây, nhờ tính tiện lợi của sản phẩm, phân bón NPK được ưa chuộng rộng rãi trong việc chăm bón cho cây trồng. Ngoài ra, việc giá các nguyên liệu đầu vào như Ure, DAP, SA và Kali giảm mạnh trong khi giá NPK biến động ít hơn giúp các doanh nghiệp sản xuất NPK trong ngành ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan. Nắm bắt hai xu hướng trên, nhiều doanh nghiệp đã triển khai nhiều dự án NPK hàm lượng cao. Việc triển khai các dự án này kỳ vọng sẽ tạo nền tảng tăng trưởng mới cho các doanh nghiệp trong ngành, nhưng đồng thời cũng tăng tính cạnh tranh đòi hỏi các doanh nghiệp phải nâng cấp công nghệ và chất lượng sản phẩm.

Doanh nghiệp	Dự án	Công suất (tấn/năm)	Thời điểm đưa vào sản xuất	Công nghệ
Lâm Thao	Xây chuyên sản xuất NPK số 4	150.000	Chạy thử vào tháng 9/2017	NPK hàm lượng trung bình và NPK hàm lượng cao
Miền Nam	Dây chuyền sản xuất NPK tại Long Thành	60.000	Bắt đầu triển khai vào cuối năm 2017	2 dây chuyền tạo hạt NPK hữu cơ kiểu đĩa xoay
Phú Mỹ	Nhà máy NPK Phú Mỹ	250.000	Q2.2017	Hóa học
Đức Giang	Nhà máy NPK hóa học	200.000	2017	Hóa học
Văn Điền	Nhà máy NPK	200.000	2017	Phối trộn

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

- **Biên lợi nhuận của các công ty sản xuất NPK có thể bị ảnh hưởng do giá nguyên liệu đầu vào tăng.** Sau khi chạm đáy kể từ tháng 7/2016, giá Ure thế giới đã hồi phục mạnh và tăng hơn 30% từ đáy do giá than, điện tăng đẩy giá thành sản xuất tăng mạnh. Do đó, giá ure nội địa cũng theo xu hướng tăng theo giá ure thế giới, nên các doanh nghiệp sản xuất Ure sẽ được hưởng lợi. Tuy nhiên, đây sẽ là một yếu tố bất lợi cho BFC khi nào nguyên vật liệu đầu vào để sản xuất phân NPK là từ phân đơn Ure, Kali và P và chi phí nguyên vật liệu chiếm đến hơn 85% trong cơ cấu giá vốn hàng bán, do đó, biến động chi phí nguyên vật liệu, đặc biệt là phân Ure sẽ ảnh hưởng nhiều đến biên LNG của công ty.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro đặc thù ngành phân bón** Phân bón là ngành phục vụ cho sản xuất nông nghiệp và sản phẩm của công ty chịu ảnh hưởng trực tiếp từ nhu cầu đối với nông sản và điều kiện tự nhiên như thiên tai, lũ lụt, hạn hán, sâu bệnh, mất mùa... – những yếu tố biến động thất thường và khó dự đoán. Do đó, đây là một trong những rủi ro đặc thù nhất của các doanh nghiệp phân bón mà nhà đầu tư ưa thích các cổ phiếu này cần quan tâm.

**Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu** 80% giá thành sản phẩm phân bón là từ nguyên liệu đầu vào và nguồn nguyên liệu này được mua từ các nhà cung cấp do BFC không tự sản xuất nên việc biến động giá sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh. Để đảm bảo tính ổn định trong kinh doanh, BFC thường ký hợp đồng mua bán nguyên liệu trước với nhà cung cấp, đồng thời dự trữ lượng nguyên liệu tồn kho đủ để hoạt động được tối thiểu 3 tháng liên tục. Nhờ đó, giảm được ảnh hưởng của biến động giá nguyên liệu từ nhà cung cấp.

**Rủi ro cạnh tranh** Như chúng tôi đã đề cập ở trên, cạnh tranh trên thị trường phân bón ngày càng khốc liệt, bên cạnh nạn hàng giả, hàng nhái xuất hiện tràn lan làm rối loạn thị trường, các dự án xây dựng nhà máy phân bón mới, đặc biệt là phân NPK cũng khiến cho nguồn cung phân bón trên thị trường chịu áp lực gia tăng. Tuy nhiên, BFC xây dựng thương hiệu riêng cho mình thông qua việc phát triển đa dạng nhiều loại sản phẩm đáp ứng nhu cầu riêng biệt cho từng loại cây trồng, trong đó phân bón hữu cơ là một ví dụ điển hình.

## ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

Nhằm xác định giá trị hợp lý của CTCP phân bón Bình Điền (BFC), chúng tôi sử dụng tổng hợp các phương pháp bao gồm phương pháp so sánh PE và phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFV với tỷ lệ 30:70. Trong đó, doanh thu giai đoạn 2017-2021 được dự phóng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 15,5% và LNST là 22,8%. Lãi suất chiết khấu sử dụng cho giai đoạn 2017-2021 là 10,6%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của công ty được ước tính là 2% trên cơ sở thận trọng. Đối với phương pháp PE, chúng tôi sử dụng 4 doanh nghiệp phân bón trong ngành có hoạt động kinh doanh tương tự để so sánh, với PE giá trị trung bình của P/E các doanh nghiệp là 10,1.

STT	Mã	Giá tại ngày 08.05.2017	EPS trailing (ttm)	BV (đồng)	P/E trailing	P/B
1	DPM	23.550	1.860	21.090	12,66	1,12
2	DCM	14.400	1.450	11.510	9,93	1,25
3	LAS	13.500	1.220	11.360	11,07	1,19
4	SFG	14.000	1.990	12.270	7,04	1,14
<b>Trung bình</b>					<b>10,1</b>	<b>1,17</b>

*Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp*

### Kết quả định giá

Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá trên, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý một cổ phiếu BFC là **44.404 đồng/cp**, so sánh với mức giá 38.000 đồng/cổ phiếu ngày 09/05/2017, chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu BFC trong dài hạn.

### Đánh giá chung

Bình Điền là một trong những doanh nghiệp sản xuất phân bón lâu đời với thương hiệu phân bón Đầu Trâu được người nông dân tin dùng. Trải qua hơn 40 năm hình thành và phát triển, công ty đã xây dựng được một thương hiệu vững mạnh với thị phần phân NPK đứng đầu miền Nam và đang xâm nhập sâu hơn vào thị trường miền Bắc. Đồng thời, chiến lược vươn xa ra các nước Đông Nam Á của BFC đang tỏ ra khá hiệu quả, đặc biệt tại thị trường truyền thống như Campuchia và kỳ vọng phát triển mạnh tại hai thị trường mới Thái Lan và Malaysia.

Năm 2017, thị trường phân bón được dự đoán tiếp tục gặp khó khăn với tình hình cạnh tranh gay gắt, tuy nhiên, một số yếu tố hỗ trợ thị trường trong năm nay như tình hình thời tiết thuận lợi làm gia tăng nhu cầu sử dụng phân bón hay đề xuất đưa phân bón vào diện chịu thuế GTGT 0%. Do đó, chúng tôi cho rằng năm 2017, các doanh nghiệp phân bón sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan hơn. Chúng tôi dự phóng năm 2017, BFC sẽ ghi nhận doanh thu 7.152,7 tỷ đồng (+20,4% yoy) và LNST đạt 416 tỷ đồng (+18,8% yoy). Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá, chúng tôi dự phóng mức giá hợp lý của cổ phiếu BFC là **44.404 đồng/cổ phiếu**. Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu BFC.

<b>Bảng cân đối kế toán (triệu đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.977.349</b>	<b>3.466.671</b>	<b>4.017.835</b>	<b>4.615.954</b>	<b>5.267.780</b>
Tiền và tương đương tiền	214.583	248.916	288.742	332.054	381.862
Đầu tư tài chính ngắn hạn	13.841	16.056	18.625	21.418	24.631
Các khoản phải thu	552.605	641.022	743.585	855.123	983.392
Hàng tồn kho	1.998.851	2.318.668	2.689.655	3.093.103	3.515.220
Tài sản ngắn hạn khác	197.469	242.010	277.228	314.256	362.676
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>718.779</b>	<b>714.322</b>	<b>710.293</b>	<b>693.217</b>	<b>694.027</b>
Tài sản cố định	654.724	630.272	608.385	589.014	569.642
Tài sản dài hạn khác	64.056	84.050	101.908	104.203	124.385
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.696.128</b>	<b>4.180.993</b>	<b>4.728.128</b>	<b>5.309.171</b>	<b>5.961.807</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.495.662</b>	<b>2.871.499</b>	<b>3.283.976</b>	<b>3.705.807</b>	<b>4.146.185</b>
Vay ngắn hạn	1.752.612	2.011.247	2.255.805	2.536.780	2.827.292
Phải trả người bán	384.030	434.607	504.144	578.399	655.189
Quỹ khen thưởng phúc lợi	13.313	16.082	19.324	22.781	30.244
Nợ ngắn hạn khác	345.706	409.562	504.704	567.846	633.460
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>187.299</b>	<b>175.709</b>	<b>165.437</b>	<b>153.791</b>	<b>139.219</b>
Vay dài hạn	185.864	173.806	164.402	152.304	137.106
Nợ dài hạn khác	1.435	1.903	1.035	1.487	2.113
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.013.168</b>	<b>1.133.786</b>	<b>1.278.715</b>	<b>1.449.573</b>	<b>1.676.403</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>3.696.128</b>	<b>4.180.993</b>	<b>4.728.128</b>	<b>5.309.171</b>	<b>5.961.807</b>

<b>Bảng kết quả kinh doanh (triệu đồng)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7.152.753</b>	<b>8.297.193</b>	<b>9.624.744</b>	<b>11.068.456</b>	<b>12.728.724</b>
GVHB	6.079.840	7.052.614	8.181.033	9.408.187	10.692.128
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.072.913</b>	<b>1.244.579</b>	<b>1.443.712</b>	<b>1.660.268</b>	<b>2.036.596</b>
Chi phí bán hàng	307.568	356.779	413.864	475.944	547.335
Chi phí quản lý doanh nghiệp	114.648	116.941	119.280	121.665	124.099
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>650.697</b>	<b>770.859</b>	<b>910.568</b>	<b>1.062.659</b>	<b>1.365.162</b>
Doanh thu tài chính	8.227	9.543	11.101	12.743	14.659
Chi phí tài chính	159.171	176.695	196.285	220.239	244.511
<i>Chi phí lãi vay</i>	87.644	93.723	100.037	109.555	117.224
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>499.752</b>	<b>603.707</b>	<b>725.384</b>	<b>855.163</b>	<b>1.135.310</b>
Thuế TNDN	83.717	101.131	121.514	143.254	190.183
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>416.036</b>	<b>502.576</b>	<b>603.870</b>	<b>711.909</b>	<b>945.126</b>

<b>Bảng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	5.749	203.086	294.163	327.566	495.343
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-109.500	-137.124	-153.696	-158.373	-199.667
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-219.758	-31.629	-100.640	-125.881	-245.868
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	-323.509	34.333	39.827	43.311	49.808
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>538.091</b>	<b>214.583</b>	<b>248.916</b>	<b>288.742</b>	<b>332.054</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>214.583</b>	<b>248.916</b>	<b>288.742</b>	<b>332.054</b>	<b>381.862</b>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

**Trần Thị Thu Trang**  
Chuyên viên Phân tích  
ttttrang\_hcm@vcbs.com.vn

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

<b>Trụ sở chính Hà Nội</b>	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
<b>Chi nhánh Hồ Chí Minh</b>	Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
<b>Chi nhánh Đà Nẵng</b>	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
<b>Chi nhánh Cần Thơ</b>	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
<b>Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng</b>	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
<b>Phòng Giao dịch Giảng Võ</b>	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
<b>Văn phòng Đại diện An Giang</b>	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
<b>Văn phòng Đại diện Đồng Nai</b>	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
<b>Văn phòng đại diện Vũng Tàu</b>	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
<b>Văn phòng đại diện Hải Phòng</b>	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630