

## Ngành Phân bón

Báo cáo giới thiệu cổ phiếu niêm yết

3 tháng Ba, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **31.500**

Giá chào sàn (03/03/2014) 21.000

Lợi nhuận kỳ vọng

Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimai@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Phân lân Ninh Bình

Mã giao dịch: NFC

Reuters: NFC.HN

Bloomberg: NFC VN

## Tiềm năng tăng trưởng không cao, cổ phiếu định giá thấp

❑ **Cung cấp khoảng 40% nhu cầu phân lân nung chảy của cả nước.** Nhu cầu phân lân nung chảy của cả nước hàng năm khoảng 500.000 tấn/năm, được đáp ứng bởi 3 nhà máy sản xuất bao gồm Phân lân nung chảy Ninh Bình (NFC), Phân lân nung chảy Văn Điển và Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS). Hàng năm NFC tiêu thụ khoảng 200.000 tấn phân lân nung chảy, cung cấp khoảng 40% nhu cầu của cả nước.

❑ **Lợi thế trong sản xuất NPK.** So với các doanh nghiệp sản xuất NPK, NFC có lợi thế rất lớn khi Công ty có thể tự chủ được yếu tố Phốtpho thông qua nguồn phân lân của Công ty trong khi các doanh nghiệp khác gần như phải mua ngoài toàn bộ. Ngoài NFC, hiện tại chỉ có 4 doanh nghiệp có thể chủ động được nhu cầu lân để sản xuất NPK. Trong cơ cấu sản xuất NPK của NFC, lân chiếm khoảng 40%. Việc tự chủ được 40% nguyên liệu giúp NFC ổn định được hoạt động sản xuất và đạt được biên lợi nhuận tốt hơn so với các doanh nghiệp phải mua ngoài toàn bộ nguyên vật liệu.

❑ **Biên lợi nhuận duy trì ổn định.** Mặc dù chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất của NFC và giá các nguyên liệu cũng biến động qua các năm, tuy nhiên nhờ thị phần tiêu thụ lớn, NFC có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức cao, trung bình khoảng 27% trong giai đoạn 2009 - 2013.

❑ **Hệ thống nhà máy, thiết bị có tuổi đời khá lâu.** Các thiết bị máy móc chính của NFC đều do Việt Nam chế tạo và nhiều thiết bị đã có tuổi đời khá lâu, đặc biệt là 2 lò cao và 4 máy nghiền lân là những máy móc chính để vận hành nhà máy đã được đưa vào sử dụng từ năm 1985-1986; tương đương tuổi thọ khoảng 30 năm. Việc vận hành với thời gian dài có thể khiến Công ty gặp rủi ro cao về khả năng hỏng hóc, ngừng hoạt động.

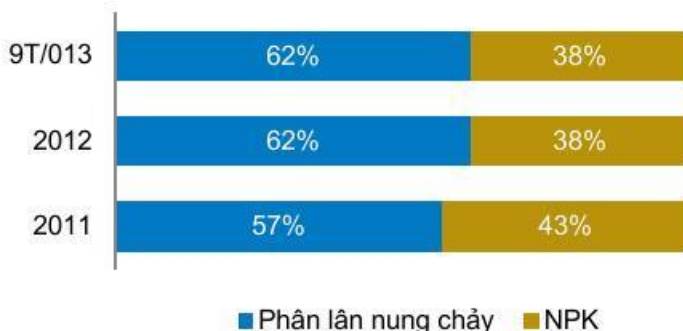
❑ **Khuyến nghị.** Năm 2014, NFC đặt kế hoạch khá thận trọng khoảng 690 tỷ doanh thu và 41,6 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS khoảng 3.967 VND/cổ phần. Chúng tôi ước tính P/E trung bình của ngành phân bón dự báo trong năm 2014 dựa trên cơ sở dự báo kết quả kinh doanh của DPM và LAS (2 doanh nghiệp sản xuất có tính chất tương đồng với NFC và có vốn hóa lớn nhất trong ngành), ở mức 7,93 lần. Với mức giá chào sàn ngày 3/3 của NFC là 21.000 VND/cổ phần, tương ứng P/E forward 2014 là 5,3 lần, khá thấp so với trung bình ngành. Do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NFC, với giá mục tiêu **31.500 VND/cổ phần**.

## Sơ lược về Công ty Cổ phần Phân lân Ninh Bình

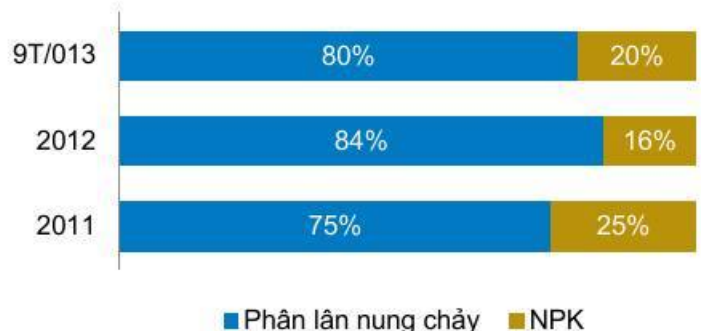
**Sơ lược về công ty.** Công ty Cổ phần Phân lân Ninh Bình (NFC), tiền thân là Nhà máy Phân lân Ninh Bình được thành lập từ ngày 01 tháng 8 năm 1977, trực thuộc Tổng cục Hoá chất Việt Nam trước đây, nay là Tập đoàn Hoá chất Việt Nam. Ngày 1/1/2005, Công ty chuyển đổi sang mô hình công ty cổ phần trong đó cổ đông nhà nước là Tập đoàn Hoá chất Việt Nam nắm giữ 51% vốn điều lệ. Ngày 3/3/2014, Công ty được niêm yết 10.487.551 cổ phần trên sàn HNX với mã giao dịch NFC.

**Lĩnh vực sản xuất kinh doanh.** Hoạt động chính của NFC là sản xuất và kinh doanh phân bón bao gồm phân lân nung chảy và phân NPK với công suất 300.000 tấn phân lân nung chảy/năm và 150.000 tấn NPK/năm; trong đó phân lân nung chảy là sản phẩm chính chiếm khoảng 80% sản lượng sản xuất và 60% tổng doanh thu của NFC. Sản phẩm phân lân nung chảy của NFC đã có mặt trên thị trường từ năm 1984, sau 30 năm tiêu thụ NFC đã xây dựng được thương hiệu và uy tín tốt không chỉ tại thị trường miền Bắc nơi công ty đặt nhà máy mà tại tất cả các tỉnh thành trên cả nước.

Cơ cấu doanh thu NFC



Cơ cấu sản lượng NFC



## Năng lực sản xuất

**Quy mô sản xuất.** Nhà máy sản xuất phân lân nung chảy của NFC được xây dựng từ năm 1984 với công suất khoảng 300.000 tấn/năm. Ngoài NFC, cả nước hiện có 2 nhà máy sản xuất phân lân nung chảy khác là Phân lân nung chảy Văn Điển và Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao (LAS); mỗi nhà máy có công suất 300.000 tấn/năm, tương đương tổng công suất của cả nước khoảng 900.000 tấn/năm, cao hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ khoảng 500.000 tấn mỗi năm. Tuy nhiên, các nhà máy này thường sử dụng một phần sản lượng lân để sản xuất NPK (là loại phân bón vô cơ đa lượng được sản xuất bằng cách phối trộn các loại phân bón khác nhau có hàm lượng Nitơ (từ phân đạm, SA,...), Kali (từ

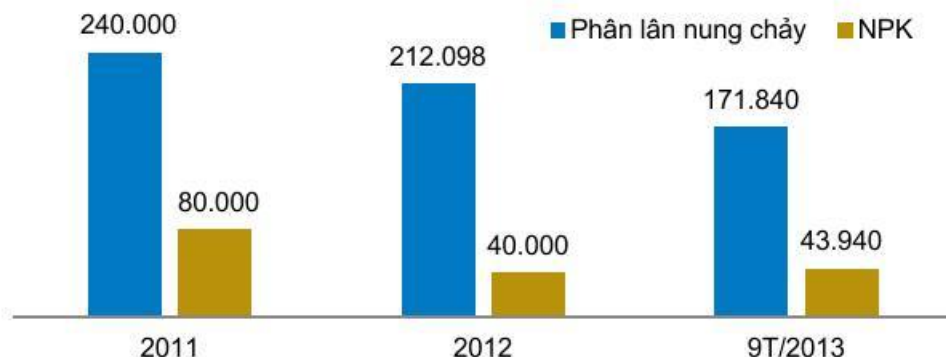


phân kali) và Photpho (từ phân lân nung chảy, supe lân, DAP,...). Do vậy, áp lực cạnh tranh trên thị trường phân lân nung chảy chưa ở mức gay gắt. Hàng năm NFC tiêu thụ khoảng 200.000 tấn phân lân nung chảy, tương đương 40% nhu cầu của cả nước.

**Các nhà máy sản xuất phân lân nung chảy trong nước**

Nhà máy	Công suất (tấn/năm)	Hoạt động	Sản lượng 2012 (tấn)
Phân lân nung chảy Ninh Bình	300.000	1984	185.000
Phân lân nung chảy Văn Điển	300.000	1961	195.000
Supe Phốt phát và hóa chất Lâm Thao	300.000	2010	36.920

Đối với hoạt động sản xuất phân NPK của NFC chủ yếu để tối đa hóa công suất sản xuất phân lân nung chảy, giảm phần sản lượng dư thừa. Sản lượng tiêu thụ phân NPK của NFC hàng năm đạt 40.000 - 80.000 tấn/năm. Nhu cầu tiêu thụ phân NPK của cả nước mỗi năm khoảng 3,5 triệu tấn, được cung cấp bởi 50 doanh nghiệp sản xuất trong nước. Do công nghệ sản xuất phân NPK đơn giản, chủ yếu là phối trộn các loại phân bón khác nhau nên cạnh tranh trong ngành rất gay gắt khiến cho biên lợi nhuận đối với hoạt động này chỉ ở mức thấp (khoảng 5% -7%).

**Sản lượng sản xuất phân bón của NFC 2011 - 9T/2013 (tấn)**


So với các doanh nghiệp sản xuất NPK khác, NFC có lợi thế rất lớn nhờ tự chủ được yếu tố Phốt Pho thông qua nguồn phân lân của Công ty trong khi các doanh nghiệp khác gần như phải mua ngoài toàn bộ. Ngoài NFC, hiện tại chỉ có 4 doanh nghiệp có thể chủ động được nhu cầu lân để sản xuất NPK là Phân bón miền Nam (có nhà máy Supe phốt phát Long Thành công suất 200.000 tấn supe lân/năm), phân lân Ninh Bình, phân lân Văn Điển và supe phốt phát và hóa chất Lâm Thao (có nhà máy sản xuất 750.000 tấn supe lân và 300.000 tấn phân lân nung chảy). Trong cơ cấu sản xuất NPK của NFC, lân chiếm khoảng 40%. Việc tự chủ được 40% nguyên liệu giúp NFC ổn định được hoạt động sản xuất và đạt được biên lợi nhuận tốt hơn so với các doanh nghiệp phải mua ngoài toàn bộ nguyên vật liệu.

**Các doanh nghiệp tự chủ được lân để sản xuất NPK**

Nhà máy	Phân lân		Phân NPK	
	Công suất	Sản lượng 2011	Công suất	Sản lượng 2011
Supe Lâm Thao	1.050.000	872.958	750.000	628.335
Phân bón miền Nam	200.000	181.011	350.000	348.428
Phân lân Ninh Bình	300.000	240.000	150.000	80.000
Phân lân Văn Điển	300.000	198.636	150.000	65.000

**Hệ thống nhà máy, thiết bị có tuổi đời khá lâu.** Các thiết bị máy móc chính của NFC đều do Việt Nam chế tạo và nhiều thiết bị đã có tuổi đời khá lâu, đặc biệt là 2 lò cao và 4 máy nghiền lân là những máy móc chính để vận hành nhà máy đã được đưa vào sử dụng từ năm 1985-1986; tương đương tuổi thọ khoảng 30 năm. Việc vận hành với thời gian dài có thể khiến Công ty gặp rủi ro cao về khả năng hỏng hóc, ngừng hoạt động.

**Một số máy móc, thiết bị chính của NFC**

Thiết bị	Nguồn gốc	Năm hoạt động
Thiết bị máy nghiền lân	Việt Nam	1985
Thiết bị máy sấy lân số 1	Việt Nam	1985
Thiết bị lò cao số 1	Việt Nam	1986
Thiết bị lò cao số 2	Việt Nam	1986
Thiết bị lò cao số 3	Việt Nam	2000
Thiết bị máy sấy lân số 2	Việt Nam	2005
Dây chuyền vôi viên	Việt Nam	2005
Dây chuyền trộn NPK	Việt Nam	2009
Lò đốt lò cao	Việt Nam	2012

**Kế hoạch đầu tư tăng công suất.** Năm 2014, NFC dự kiến sẽ đầu tư 2 dự án mới bao gồm dây chuyền nghiền lân năng suất 30 tấn/giờ, có vốn đầu tư 17 tỷ đồng và nâng cấp giai đoạn 1 dây chuyền vôi viên NPK từ 25.000 tấn lên 50.000 tấn/năm, trị giá 5 tỷ đồng. Tuy nhiên chúng tôi không đánh giá cao tiềm năng của các dự án này, do công suất của NFC hiện tại cũng đã đáp ứng đủ nhu cầu thị trường và khi đưa 2 dự án vào hoạt động cũng khó có thể thúc đẩy tăng trưởng sản lượng của Công ty.

## Thị trường tiêu thụ

Sản phẩm của NFC đã có mặt trên 54 tỉnh thành trên cả nước, trong đó các thị trường tiêu thụ chính là Hồ Chí Minh (26%), Đắk Lắk (14%), Gia Lai (9%) và Ninh Bình (8%). Ngoài ra, sản phẩm của NFC cũng đã được xuất khẩu tới một số nước trong khu vực như Lào, Campuchia, Myanmar,.. Do nhà máy được đặt tại miền Bắc trong khi thị trường tiêu thụ phân bố đều từ Bắc tới Nam, chi phí bán hàng



của NFC khá cao do phải chịu chi phí vận chuyển. Tuy nhiên, đặc điểm này tương đồng đối với hầu hết các đối thủ cạnh tranh bởi các nhà máy sản xuất phân lân đều được đặt tại miền Bắc giúp thuận tiện cho việc vận chuyển nguồn nguyên liệu chính từ mỏ quặng Apatit Lào Cai. So với các đối thủ cạnh tranh, NFC có lợi thế nhất định khi vị trí địa lý rất thuận lợi cho việc vận chuyển hàng hóa: nằm ngay trên đường quốc lộ 1A, cách cảng biển Ninh Bình khoảng 10km và có hệ thống đường sắt vào tận công ty.

## Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu đầu vào của NFC chủ yếu được mua trong nước, trong đó:

- ❑ **Sản xuất phân lân nung chảy.** Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 74% trong giá thành sản xuất phân lân nung chảy của NFC. Nguyên vật liệu chính là quặng apatit (38%), ngoài ra còn có quặng secpentin (7%), quặng sa thạch (1%) và than cục (28%). Tất cả các loại nguyên liệu này đều được mua trong nước, cụ thể quặng apatit được mua từ Công ty TNHH một thành viên Apatit Việt Nam, (công ty con của Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam) do đó nguồn cung cấp nguyên liệu được đảm bảo và giá bán thường không biến động mạnh.
- ❑ **Sản xuất NPK.** NFC sản xuất khá nhiều loại NPK, được phối trộn với các tỷ lệ khác nhau từ phân lân nung chảy của Công ty và phân đạm, phân kali mua ngoài. Nguồn phân đạm có thể được mua từ các nhà máy sản xuất trong nước (đạm Hà Bắc, đạm Phú Mỹ,...), NFC chỉ phải nhập khẩu phân kali do trong nước chưa có nhà máy sản xuất. Phân NPK chỉ chiếm khoảng 25% trong cơ cấu giá vốn của NFC và trong giá thành sản xuất NPK, phân đạm chiếm khoảng 34%, kali khoảng 25%. Như vậy tỷ lệ nguyên liệu nhập khẩu chiếm chưa đến 10% trong cơ cấu giá thành của NFC, do đó công ty gần như không có rủi ro về biến động tỷ giá.

### Nguồn cung cấp nguyên liệu chính của NFC

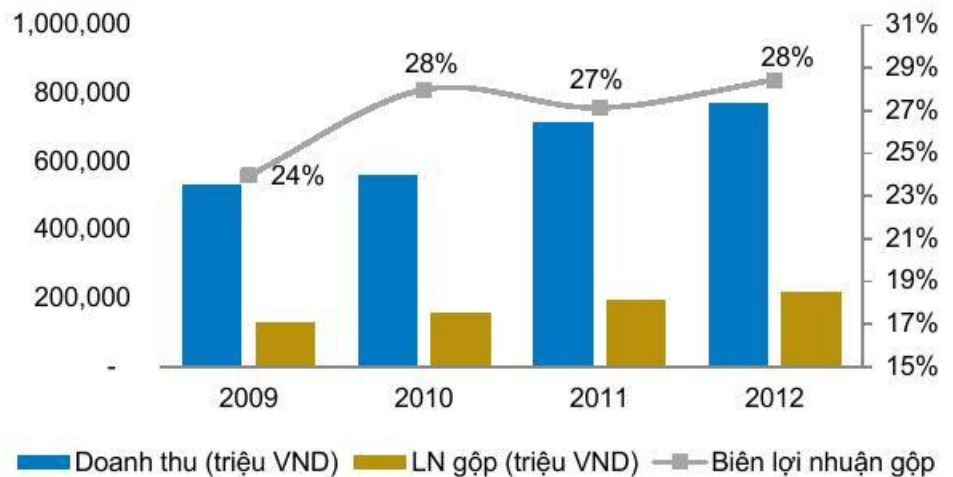
Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ
Quặng apatit	Công ty TNHH 1 thành viên Apatit Việt Nam	Việt Nam
Quặng secpentin	Công ty TNHH Hoàng Ngân; CTCP Secpentin và phân bón Thanh Hóa	Việt Nam
Quặng sa thạch	Công ty TNHH Minh Đức Thanh Hóa	Việt Nam
Than cục	Tập đoàn công nghiệp than khoáng sản VN	Việt Nam
Vỏ bao	CTCP Bao bì Hải Phòng	Việt Nam
Vận chuyển quặng	Xí nghiệp dịch vụ vận tải thương mại & đường sắt HN	Việt Nam

## Tài chính lành mạnh

**Biên lợi nhuận duy trì ổn định.** Mặc dù chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành sản xuất của NFC và giá các nguyên liệu cũng biến động qua

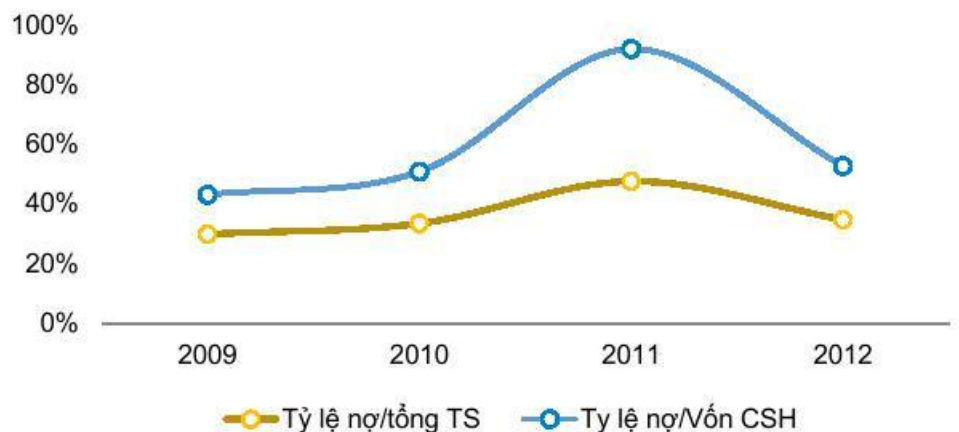
các năm, tuy nhiên nhờ thị phần tiêu thụ lớn, NFC có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức cao, trung bình khoảng 27% trong giai đoạn 2009 - 2013.

**Doanh thu, biên lợi nhuận NFC giai đoạn 2009-2012**



**Vay nợ chủ yếu để tài trợ vốn lưu động.** NFC gần như không có nợ vay dài hạn. Nợ vay của Công ty chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ nhu cầu mua nguyên vật liệu và hầu hết dưới dạng vay VNĐ. Tỷ lệ nợ vay được kiểm soát ở mức an toàn với tỷ lệ nợ trên tổng tài sản luôn dưới 50%.

**Tỷ lệ nợ của NFC 2009 - 2012**



**Tỷ lệ cổ tức cao.** Trong 3 năm trở lại đây, tỷ lệ trả cổ tức của NFC luôn ở mức cao: ngoài tỷ lệ cổ tức 50% bằng cổ phiếu năm 2010 để tăng vốn điều lệ, công ty duy trì mức trả cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn 2010 - 2012 ở mức 50% - 80%. NFC cũng đặt kế hoạch tỷ lệ cổ tức dự kiến trong năm 2013, 2014 sẽ ở mức 30%.

## Triển vọng tăng trưởng

**Tiềm năng tăng trưởng không cao do thị trường trong tình trạng bão hòa.** Chúng tôi đánh giá NFC là doanh nghiệp có tính ổn định cao song khó có yếu tố



đột biến. Cả 2 dòng sản phẩm chính của NFC đều đã ở trạng thái bão hòa, cung vượt cầu và khó có khả năng tăng trưởng về sản lượng. Sản lượng tiêu thụ của NFC trong các năm qua đều khá ổn định quanh mức 250.000 tấn/năm và tăng trưởng doanh thu chủ yếu phụ thuộc vào tăng giá bán đầu ra.

**Áp lực cạnh tranh sẽ ngày một gia tăng.** Trong các năm tới, cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng gay gắt do một số dự án đầu tư mới đang được thực hiện, bao gồm dự án phân lân nung chảy tại Lào Cai (công suất 100.000 tấn/năm) và dự án phân lân Văn Điển ở Thanh Hóa (sản xuất phân lân nung chảy và NPK có tổng công suất 700.000 tấn/năm) được đầu tư nhằm thay thế nhà máy cũ đã không đảm bảo khả năng vận hành.

Mặc dù sản phẩm phân bón có tính chất đặc thù cao và thói quen tiêu dùng của người nông dân qua nhiều năm khó có thể thay đổi ngay khi có sản phẩm mới ra đời, tuy nhiên hoạt động sản xuất kinh doanh của NFC sẽ ngày càng khó khăn khi áp lực cạnh tranh ngày càng cao do công suất toàn ngành tăng lên.

## Khuyến nghị đầu tư

Năm 2014, NFC đặt kế hoạch khá thận trọng khoảng 690 tỷ doanh thu và 41,6 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS khoảng 3.967 VNĐ/cổ phần. Chúng tôi ước tính P/E trung bình của ngành phân bón dự báo trong năm 2014 dựa trên cơ sở dự báo kết quả kinh doanh của DPM và LAS (2 doanh nghiệp sản xuất có tính chất tương đồng với NFC và có vốn hóa lớn nhất trong ngành). Mức P/E trung bình dựa dự báo năm 2014 của 2 doanh nghiệp này ở mức 7,93 lần. Với mức giá chào sàn ngày 3/3/2014 của NFC là 21.000 VNĐ/cổ phần, tương ứng P/E forward 2014 là 5,3 lần, khá thấp so với trung bình ngành. Đồng thời NFC có mức chia cổ tức hàng năm khá cao với mức cổ tức dự kiến năm 2013 khoảng 3.000 VNĐ/cổ phần, tương đương 15% so với mức giá chào sàn dự kiến. Mặc dù tiềm năng tăng trưởng trong các năm tới không cao khi thị trường phân bón đã bão hòa, tuy nhiên với mức giá chào 21.000 VNĐ/cổ phần của NFC, chúng tôi đánh giá đây là cơ hội tốt để đưa ra quyết định đầu tư. Do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NFC, với mức giá mục tiêu **31.500 VNĐ/cổ phần**.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

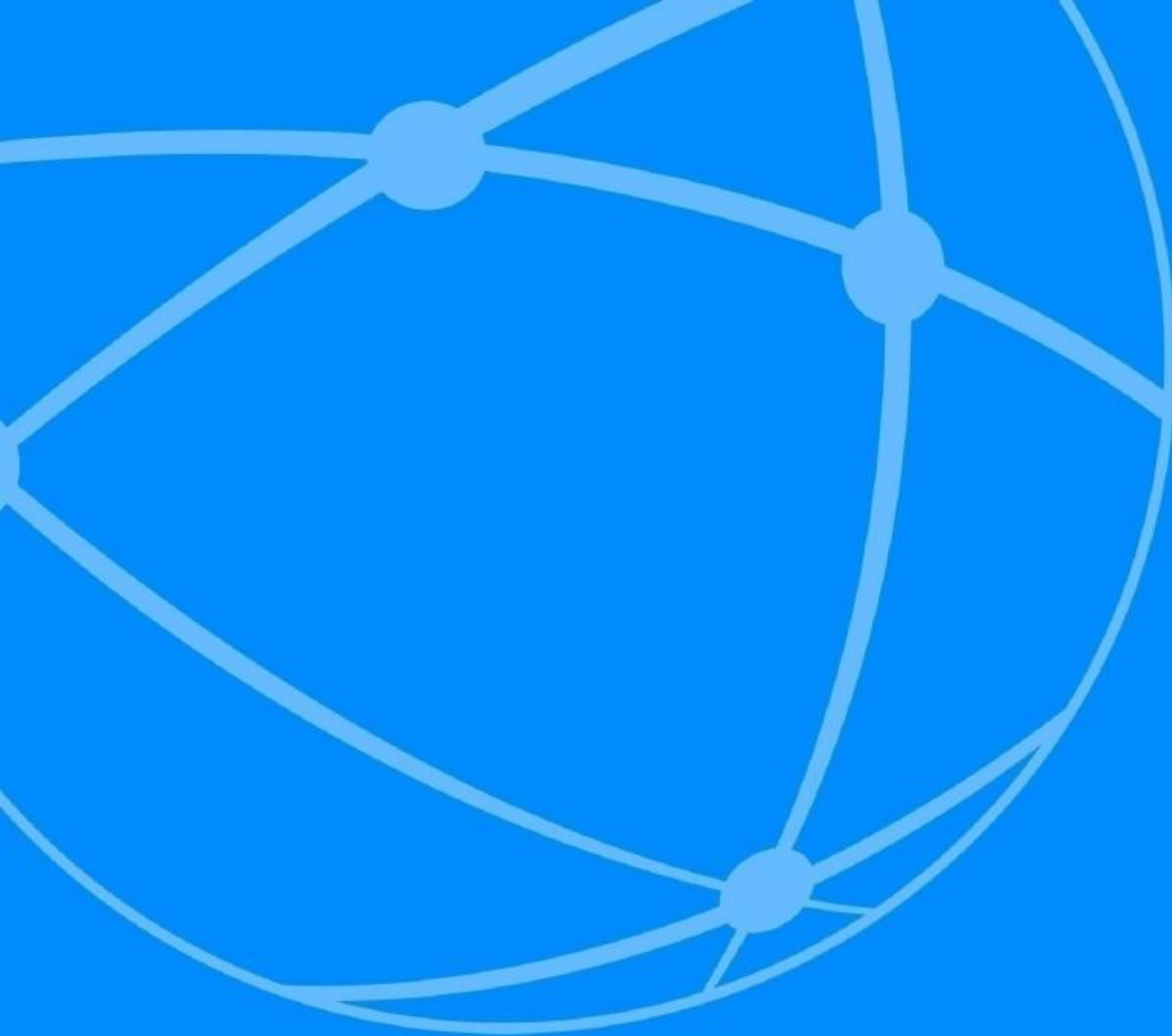
**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999