

COMPANY REPORT



# Đạm Phú Mỹ (DPM)

## Cán đích sớm

23/02/2022

 Chuyên viên phân tích Thái Hữu Công  
 Congth@kbsec.com.vn

4Q2021, LNST đạt 1,668.2 tỷ VND, tăng 1,468.5% YoY

4Q2021, DPM có kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần đạt 5,086 tỷ VND, tăng 163.5% YoY với động lực tăng trưởng chính đến từ giá phân bón tăng cao và hưởng lợi từ chính sách hạn chế xuất khẩu của các nước sản xuất phân bón lớn.

Kì vọng hoàn thành sớm kế hoạch đề ra trong năm 2022

Là một trong số những doanh nghiệp trúng gói thầu 130 nghìn tấn ure xuất khẩu sang Ấn Độ, chúng tôi dự kiến DPM sẽ thu về khoản lợi nhuận từ 1,000-1,100 tỷ đồng và hoàn thành kế hoạch lợi nhuận năm 2022 ngay trong quý 1.

Tuy nhiên, giá phân ure được dự báo diễn biến kém tích cực trong trung hạn

Với nhu cầu về phân bón dự báo đi ngang trong năm 2022 và kịch bản giá dầu thô 65 USD/thùng, giá phân ure dự kiến sẽ giao dịch quanh ngưỡng 400 USD/tấn, tương đồng với diễn biến giai đoạn 2012-2013.

Khuyến nghị **NẮM GIỮ**, giá mục tiêu 49,100 VND/cp

Dựa trên kết quả định giá, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu DPM. Giá mục tiêu là 49,100 VND/cp, cao hơn 3.6% so với giá đóng cửa tại ngày 22/02/2022.

## Nắm Giữ

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>49,100</b>
Tăng/Giảm	3.6%
Giá hiện tại (22/02/2022)	47,400
Vốn hóa thị trường (Tỷ VND)	19,212.75

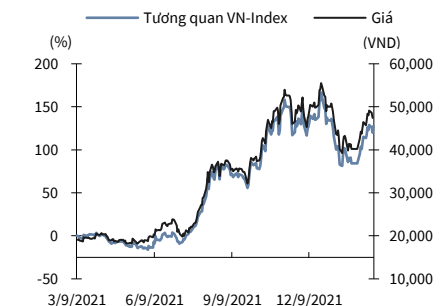
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	40%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	229/10
Sở hữu nước ngoài (%)	8.77
Cơ cấu cổ đông	Tập đoàn dầu khí Việt Nam (59.59%)

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	19	9	39	158
Tương đối	16	1	26	128

### Dự phóng KQKD & định giá

Cuối năm tài chính	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	12,786.14	11,735.00	10,870.67	10,687.97
Tốc độ tăng trưởng (%)	65%	-8%	-7%	-2%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	4,785.54	3,520.50	2,717.67	2,671.99
Biên lợi nhuận gộp (%)	37.43%	30.00%	25.00%	25.00%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	3,170.94	2,125.28	1,517.61	1,492.10
Tốc độ tăng trưởng (%)	352%	-33%	-29%	-2%
EPS (VND)	7,747	5,476	3,920	3,854
ROE		21%	16%	16%
P/E	4.8	9.0	12.5	12.7
P/B	1.4	2.0	2.0	2.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



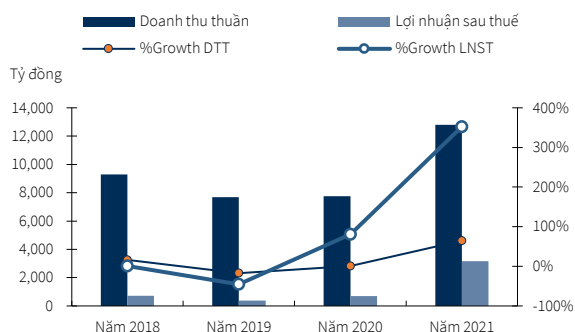
Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Hoạt động kinh doanh

**4Q2021, LNST đạt 1,668.2 tỷ VND, tăng 1,468.5% YoY**

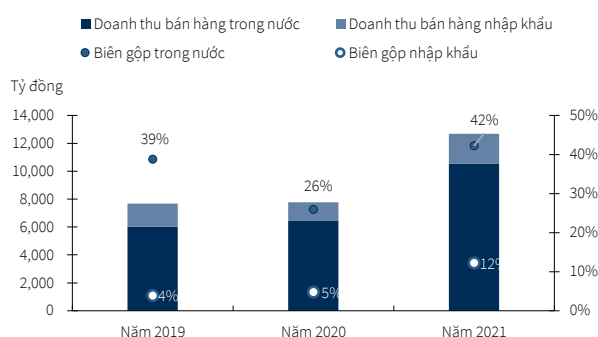
4Q2021, DPM có kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng với doanh thu thuần đạt 5,086 tỷ VND, tăng 163.5% YoY với động lực tăng trưởng chính đến từ giá phân bón tăng cao và hưởng lợi từ chính sách hạn chế xuất khẩu của các nước sản xuất phân bón lớn như Trung Quốc, Nga, Ai Cập, .... Biên lợi nhuận gộp đạt 46.6% (+9.77 đpt QoQ, +26.6 đpt YoY) trong khi đó việc kiểm soát tốt các chi phí giúp LNST 4Q2021 đạt 1,668.2 tỷ VND, tăng 1,468.5% YoY. Tính chung cả năm 2021, lãi sau thuế của DPM đạt 3,171 tỷ đồng, gấp 4.5 lần cùng kỳ.

**Biểu đồ 1. Tăng trưởng doanh thu – LNST 2018 –2021**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu 2019-2021**



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

**Chi phí được kiểm soát tốt trong khi doanh thu tăng mạnh giúp DPM ghi nhận khoản lãi lớn trong năm 2021**

Sản lượng sản xuất cả năm 2021 đạt hơn 1 triệu tấn phân bón và hóa chất các loại với 2 sản phẩm chính Đạm Phú Mỹ, ước đạt 792 nghìn tấn (-8% YoY) và NPK Phú Mỹ, ước đạt 162 nghìn tấn, (+41% YoY). Mặc dù doanh thu thuần quý 4 tăng mạnh, đạt 5,085 tỷ đồng (+163% YoY) nhưng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chỉ tăng lần lượt 27.7% và 12.2% YoY giúp cho lãi thuần trước thuế ước đạt hơn 2,000 tỷ đồng (+1415% YoY).

**Lượng hàng tồn kho tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ**

Đáng lưu ý, lượng hàng tồn kho cuối năm ghi nhận trong báo cáo tài chính tăng mạnh 1,200 tỷ đồng so với cuối quý 3, lên trên 2,900 tỷ đồng, cao nhất trong 3 năm trở lại đây. Trong đó, tổng giá trị thành phẩm và hàng hoá sẵn sàng để bán đạt 1,859 tỷ đồng, tăng gấp 2.5 lần so với cùng kỳ.

**Kế hoạch kinh doanh thận trọng với tổng doanh thu đạt 11,058 tỷ đồng (-14.2% YoY)**

Sang năm 2022, DPM đề ra kế hoạch kinh doanh với một số chỉ tiêu chính như: 828 nghìn tấn Urea Phú Mỹ (+4.5% YoY & 103.5% công suất thiết kế), 165 nghìn tấn NPK Phú Mỹ (+1.8% YoY & 66% công suất thiết kế), 70 nghìn tấn NH3 (-0.5% YoY) và 8.5 nghìn tấn UFC85 (-9.5% YoY). Các chỉ tiêu tài chính cũng được công ty đặt ở mức tương đối thận trọng với tổng doanh thu đạt 11,058 tỷ đồng (-14.2% YoY) và LNST đạt 945 tỷ đồng (-68.8% YoY).

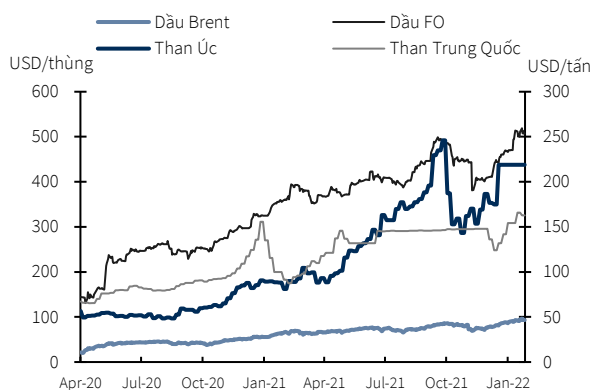
### Giá phân ure nhiều khả năng đã tạo đỉnh trung hạn và dự kiến giao dịch quanh ngưỡng 400 USD/tấn trong năm 2022

Chúng tôi nhận định việc đặt ra các chỉ tiêu tài chính trên khá phù hợp với dự báo về diễn biến giá phân bón và giá dầu của thế giới trong năm 2022. Căng thẳng giữa Ukraina và Nga cùng với tình trạng thiếu khí đốt ở Châu Âu khiến cho giá dầu hiện vẫn neo ở mức cao và theo đó, giá phân bón không thể sớm hạ nhiệt. Mặc dù vậy, theo dự báo của Hiệp hội phân bón quốc tế, công suất sản xuất phân ure thế giới trong năm 2022 dự kiến tăng thêm 7.5 triệu tấn lên 224.5 triệu tấn/năm nhờ vào các dự án đẩy mạnh xuất khẩu của Nigeria và Brunei và các dự án thay thế nguồn hàng nhập khẩu của Ấn Độ. Bên cạnh đó, với việc gỡ bỏ hạn chế xuất khẩu phân bón của Nga kể từ tháng 06/2022, nguồn cung phân bón ra thị trường sẽ sớm tăng trở lại trong giai đoạn nửa cuối năm. Với nhu cầu về phân bón dự báo đi ngang trong năm 2022 và kịch bản giá dầu thô 65 USD/thùng, giá phân ure dự kiến sẽ giao dịch quanh ngưỡng 400 USD/tấn, tương đồng với diễn biến giai đoạn 2012-2013.

### Dự kiến ghi nhận hơn 1,000 tỷ đồng lợi nhuận trong nửa tháng đầu năm

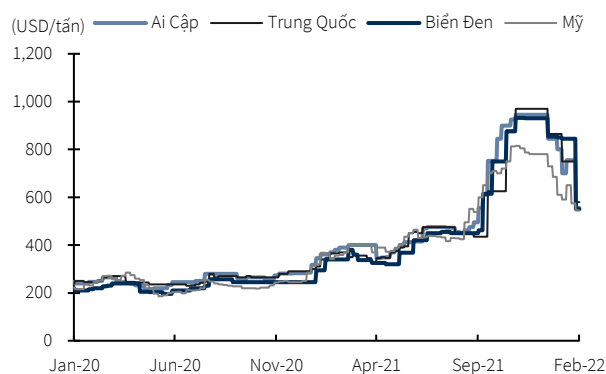
Còn tại Việt Nam, theo số liệu từ Tổng cục Hải quan, tổng giá trị phân bón xuất khẩu sơ bộ tháng 01/2022 của Việt Nam đạt 171 triệu USD, tăng 349.5 % so với cùng kỳ. Đáng chú ý, ngay nửa đầu tháng 1, hơn 130 nghìn tấn phân Ure đã được xuất khẩu sang Ấn Độ với tổng giá trị ước đạt 105 triệu USD. Theo thông tin chúng tôi thu thập được, DPM là một trong số các doanh nghiệp trúng gói thầu trên và đã kịp xuất bán ngay trong tháng 1. Với mức giá ure dao động từ 750-800 USD/tấn vào thời điểm đó, DPM dự kiến thu về khoản lợi nhuận ước đạt 1,000-1,100 tỷ đồng.

Biểu đồ 5. Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Diễn biến giá phân ure tại 4 thị trường lớn



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Dự phóng kết quả kinh doanh

### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022

Đối với năm 2022, chúng tôi đưa ra kịch bản thận trọng với giá dầu thô ở mức trung bình 65 USD/thùng (-10%YoY) và giá phân urea giao dịch quanh ngưỡng 400 USD/tấn (-20% YoY). Doanh thu của DPM năm 2022 ước đạt 11,735 tỷ VND, giảm 8.9% YoY; LNST của công ty mẹ đạt 2,125 tỷ VND, giảm 33% YoY với các giả định như sau:

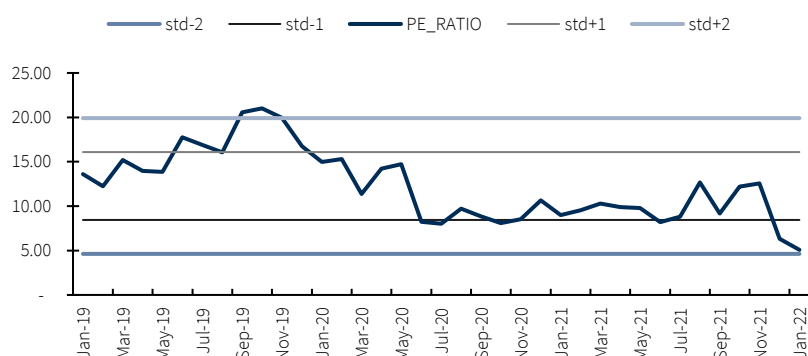
- Sản lượng kinh doanh ure năm 2022 ước đạt 800 nghìn tấn do không có đợt bảo dưỡng lớn gây gián đoạn sản xuất trong năm nay;
- Sản lượng kinh doanh NPK kỳ vọng ghi nhận tăng trưởng 10% YoY, đạt 176 nghìn tấn do nhu cầu tiêu thụ phân NPK hoá học vẫn ở mức cao;
- Theo đó, doanh thu mảng ure và NPK lần lượt đạt 7,452 tỷ VND và 1,936 tỷ VND;
- Giá phân ure đã có dấu hiệu tạo đỉnh và được dự báo sẽ giảm nhanh hơn giá nguyên liệu đầu vào, tương đồng với giai đoạn 2013-2014, khiến cho biên lợi nhuận gộp của DPM giảm 20% so với năm 2021.

**Bảng 7. Dự phóng KQKD 2021 -2022**

	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	12,786	11,735	10,871	10,688
Giá vốn hàng bán	-8,001	-8,215	-8,153	-8,016
Lợi nhuận gộp	4,786	3,521	2,718	2,672
Chi phí bán hàng	-818	-821	-761	-748
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-426	-411	-380	-374
Chi phí tài chính	-75	-117	-109	-107
Lợi nhuận trước thuế	3,799	2,561	1,828	1,798
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>3,193</b>	<b>2,125</b>	<b>1,518</b>	<b>1,492</b>

Nguồn: KBSV

**Biểu đồ 4. Diễn biến P/E trong 3 năm gần đây**



Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

## Định giá – Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá 49,100 đồng/cổ phiếu

Sau khi đánh giá triển vọng kinh doanh năm 2022 cùng các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ đối với cổ phiếu DPM, giá mục tiêu năm 2022 đạt 49,100VND/cp, upside 3.6% so với mức giá đóng cửa ngày 22/02/2021 dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp đối chiếu lịch sử P/E theo tỷ lệ 50:50. Cổ phiếu DPM hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2022 là 8.65x. Chúng tôi kỳ vọng P/E hợp lý cho DPM cuối năm 2022 đạt 9.0x, xấp xỉ mức std-1 của P/E trung bình của DPM trong 3 năm gần đây.

**Bảng 8. Cổ phiếu DPM – Định giá phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu**

Giả định mô hình	Giá trị
Chi phí vốn chủ sở hữu	10.4%
Chi phí vay nợ	8.6%
Lãi suất phi rủi ro	3.1%
Phần bù rủi ro	8.3%
Beta	0.88
Tăng trưởng dài hạn	2%
WACC	9.69%

Nguồn: KBSV

**Bảng 9. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu**

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFE	49,700	50%	24,850
P/E	48,500	50%	24,250
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>49,100</b>

Nguồn: KBSV

## CTCP Đạm Phú Mỹ – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A-2024F

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2021A	2022F	2023F	2024F	(Tỷ VND)	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	12,786	11,735	10,871	10,688	Tổng tài sản	13,918	12,360	12,171	12,308
Giá vốn hàng bán	-8,001	-8,215	-8,153	-8,016	Tài sản ngắn hạn	9,519	8,147	8,250	8,670
Lãi gộp	4,786	3,521	2,718	2,672	Tiền & tương đương tiền	2,524	2,686	3,118	3,547
Doanh thu tài chính	176	176	163	160	Đầu tư ngắn hạn	3,171	2,937	2,888	0
Chi phí tài chính	-75	-117	-109	-107	Khoản phải thu	489	273	433	261
Lãi/(lỗ) liên doanh	3	2	2	2	Hàng tồn kho	2,776	1,736	1,444	1,682
Chi phí bán hàng	-818	-821	-761	-748	Tài sản ngắn hạn khác	276	281	317	292
Chi phí quản lý DN	-426	-411	-380	-374	Tài sản dài hạn	4,213	3,922	3,638	0
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	3,645	2,349	1,633	1,605	Tài sản cố định	3,717	3,427	3,106	2,833
Thu nhập khác	155	117	109	107	BĐS đầu tư	210	318	318	318
Chi phí khác	-2	-12	-11	-11	Tài sản dở dang dài hạn	174	174	174	174
Lãi/(lỗ) khác	153	106	98	96	Đầu tư dài hạn	45	41	38	37
Lãi/(lỗ) trước thuế	3,799	2,561	1,828	1,798	Tài sản dài hạn khác	252	252	285	274
Thuế doanh nghiệp	-605	-435	-311	-306	Nợ phải trả	3,206	2,700	2,731	2,786
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	3,193	2,125	1,518	1,492	Nợ ngắn hạn	2,152	2,349	2,551	2,678
Lợi ích của cổ đông thiểu số	54	18	16	16	Phải trả người bán	771	771	771	0
Lợi nhuận sau CĐTS	3,139	2,143	1,534	1,508	KH trả tiền trước	124	124	123	81
EPS	7,747	5,476	3,920	3,854	Vay ngắn hạn	434	650	863	0
					Khoản dự trữ đặc biệt	0	1	2	3
					Nợ ngắn hạn khác	1,020	1,007	963	0
					Nợ dài hạn	351	180	108	77
					Khoản phải trả dài hạn	296	126	53	22
					Nợ dài hạn khác	9	9	9	9
					Vốn chủ sở hữu	10,712	9,659	9,466	9,566
					Vốn góp	3,914	3,914	3,914	3,914
					Thặng dư vốn cổ phần	21	21	21	21
					Cổ phiếu quỹ	(2)	(2)	(2)	(2)
					Lãi chưa phân phối	3,085	1,923	1,542	1,590
					Vốn và quỹ khác	0	1	2	3
					Lợi ích cổ đông thiểu số	197	180	164	147
					Tổng nợ & vốn	13,918	12,360	12,197	12,352
Chỉ số hoạt động					Chỉ số chính				
(%)	2021A	2022F	2023F	2024F	(x, %, VND)	2021A	2022F	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	65%	-8%	-7%	-2%	Chỉ số định giá				
Tăng trưởng EBIT	305%	-32%	-28%	-2%	P/E	4.8	9.0	12.5	12.7
Tăng trưởng EBITDA	193%	-33%	-25%	-1%	P/B	1.4	2.0	2.0	2.0
Tăng trưởng LN sau CĐTS	351%	-32%	-28%	-2%	P/S	1.1	1.6		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	37%	30%	25%	25%	Lãi cơ bản/cp (EPS)	7,747	5,476	3,920	3,854
Tỷ suất EBITDA	34%	25%	20%	20%	Cổ tức/cp (DPS)	4,000	1,500	1,500	1,500
Tỷ suất EBIT	30%	23%	18%	18%	Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	40%	15%	15%	15%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	30%	22%	17%	17%	Chỉ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận thuần sau CĐTS	25%	18%	14%	14%	ROE		21%	16%	16%
					ROA		16%	12%	12%
					Cấu trúc tài chính				
					Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.2	0.3	0.3	0.3
					TS thanh toán hiện thời	4.4	3.5	3.2	3.2
					TS khả năng trả lãi vay	9.7	9.9	10.1	8.5
					Chỉ số hoạt động				
					Hệ số vòng quay tài sản	1.0	0.9	0.9	0.9
					Hệ số vòng quay phải thu	31	31	31	31
					Hệ số vòng quay HTK	3.8	3.6	5.1	5.1
					Hệ số vòng quay phải trả	15.21	9.3	10.2	10.7

Nguồn: Báo cáo công ty &amp; KBSV

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Lê Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Dầu Khí & Ngân hàng  
tungla@kbsec.com.vn

**Nguyễn Ngọc Hiếu**  
Chuyên viên phân tích – Năng lượng & Vật liệu xây dựng  
hieunn@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
quangtpt@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.