Vietcap

Báo cáo lần đầu

CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG) — MUA +30,8%

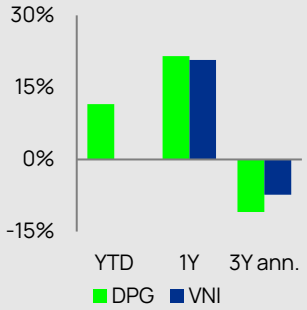
Ngành	**Điện**
Ngày báo cáo	**09/05/2025**
Giá hiện tại	51.300 VND
Giá mục tiêu	**66.100 VND**
TL tăng	28,8%
Lợi suất cổ tức	1,9%
Tổng mức sinh lời	**30,8%**
GT vốn hóa	USD124mn
Room KN	USD50,8mn
GTGD/ngày (30n)	USD1,6mn
Cổ phần Nhà nước	0%
SL cổ phiếu lưu hành	63 tr
Pha loãng	63 tr

	DPG	VNI
P/E (trượt)	13,7x	13,7x
P/B (hiện tại)	1,6x	1,6x
ROE	8,7%	12,8%
ROA	3,7%	2,0%

Tổng quan Công ty

DPG là một công ty tư nhân hoạt động chủ yếu trong 3 lĩnh vực: (1) xây dựng cầu đường, (2) ngành năng lượng với danh mục thủy điện có tổng công suất 100 MW, và (3) bất động sản với quỹ đất khoảng 210 ha tại khu vực miền Trung Việt Nam.

Diễn biến giá cổ phiếu



Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.578	4.583	5.731	6.443
% YoY	4%	28%	25%	12%
LNST sau lợi ích CĐTS	224	279	555	714
% YoY	10%	25%	99%	29%
EPS % YoY	10,3%	24,8%	98,7%	28,6%
Biên LN gộp	15,3%	16,4%	21,3%	23,7%
Biên LN ròng	6,3%	6,1%	9,7%	11,1%
ROE	9,0%	10,0%	16,8%	17,8%
Nợ vay ròng/VCSH	70,3%	80,4%	63,9%	20,2%
Lợi suất cổ tức	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	14,4x	11,6x	5,8x	4,5x
P/B	1,6x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	8,9x	8,0x	5,2x	3,5x

Tận dụng làn sóng đầu tư công và sự phục hồi của mảng bất động sản

- Chúng tôi hiện đưa ra khuyến nghị MUA đối với CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG), với giá mục tiêu là 66.100 đồng/cổ phiếu (tương đương mức tổng mức sinh lời là 30,8%). DPG là một nhà thầu cầu đường mới nổi, nhờ tận dụng tốt sự gia tăng của chi tiêu cho hạ tầng tại Việt Nam. Ngoài ra, DPG còn ghi nhận dòng lợi nhuận ổn định từ danh mục thủy điện 100MW của công ty. Bên cạnh các nguồn thu nhập này, lợi nhuận của DPG dự kiến còn được thúc đẩy bởi mảng bất động sản (BĐS) với quỹ đất rộng xấp xỉ 210 ha. Chúng tôi cũng đánh giá cao đội ngũ ban lãnh đạo dày dạn kinh nghiệm của DPG và chiến lược mở rộng độc đáo của công ty đối với mảng kinh doanh liên quan đến năng lượng thông qua dự án sản xuất tấm kính PV cho pin năng lượng mặt trời (tổng vốn đầu tư là 2,5 nghìn tỷ đồng).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 của công ty sẽ tăng 25%, chủ yếu nhờ: (1) sự phục hồi của mảng BĐS với việc ghi nhận khoản doanh thu đầu tiên từ dự án Casamia Balanca là 366 tỷ đồng, và (2) ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng xây dựng có giá trị cao kỷ lục, được ký vào năm 2023 (5,8 nghìn tỷ đồng).
- Chúng tôi dự báo DPG sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2027 ở mức 47%, chủ yếu được thúc đẩy bởi việc doanh thu mảng xây dựng tiếp tục ghi nhận đà tăng trưởng với mức CAGR 7% từ mức cơ sở cao trong năm 2024, kết hợp với đóng góp toàn phần từ dự án Casamia Balanca (31ha) với tổng LNST ước tính rơi vào khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2027, cùng với mức đóng góp ổn định vào lợi nhuận từ danh mục thủy điện của công ty.
- Chúng tôi cho rằng định giá của DPG là khá hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2025/2026 lần lượt là 11,6 lần và 5,8 lần, tương ứng với hệ số PEG là 0,2. Ngoài ra, chúng tôi dự báo DPG sẽ duy trì ổn định mức cổ tức tiền mặt 1.000 đồng/cổ phiếu cho mỗi năm.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Các vấn đề pháp lý của quỹ đất 180 ha tại Bình Dương được giải quyết (trang 16).
- **Rủi ro:** Việc mở bán BĐS bị hoãn, Sản lượng/giá bán trung bình của sản phẩm kính mặt trời PV thấp hơn dự kiến.

Mảng xây dựng dự kiến sẽ ghi nhận mức CAGR LNST sau lợi ích CĐTS là 7% trong 3 năm tới từ mức cơ sở cao của năm 2024. Mức tăng trưởng này được hỗ trợ bởi lượng backlog lớn trị giá 4,4 nghìn tỷ đồng tính đến cuối quý 1/2025, cùng với năng lực triển khai dự án mạnh mẽ của DPG, cũng như xu hướng gia tăng chi tiêu cho các dự án hạ tầng công của Chính phủ. Trong quá khứ, doanh thu mảng xây dựng của DPG thể hiện mối tương quan cao với mức chi tiêu của Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT). BGTVT hiện đặt mục tiêu sẽ giải ngân 510 nghìn tỷ đồng trong 5 năm tới (tăng 60% so với giai đoạn 5 năm trước), đồng thời, Chính phủ cũng đặt mục tiêu sẽ tăng chi đầu tư công lên thêm khoảng 40% YoY trong năm 2025.

Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

Danh mục thủy điện với lợi nhuận cao dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp ổn định vào lợi nhuận, trong khi sản phẩm kính mặt trời PV sẽ là động lực tăng trưởng dài hạn. Chúng tôi ước tính các nhà máy thủy điện Sông Bung 6 và Sơn Trà sẽ ghi nhận mức tỷ suất hoàn vốn (IRR) chưa bao gồm đòn bẩy lần lượt là 19,4% và 14,6%. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi mức chi phí đầu tư thấp, lãi suất vay thấp, cùng với mức sản lượng cao nhờ vào vị trí thuận lợi của các nhà máy thủy điện này. Chúng tôi hiện dự báo dự án kính mặt trời PV sẽ có thời gian hoàn vốn là 9 năm, nhờ được hỗ trợ bởi nguồn nguyên liệu silica chất lượng cao của DPG, và dự kiến sẽ đóng góp 37% vào LNST sau lợi ích CĐTS của DPG vào năm 2029.

Chúng tôi cho rằng những diễn biến pháp lý gần đây sẽ giúp cho dự án Casamia Balanca có thể bắt đầu triển khai mở bán vào giai đoạn nửa cuối năm 2025. Vào ngày 20/03/2025, UBND tỉnh Quảng Nam đã ban hành mức giá đất 9,4 triệu đồng/m² cho 5ha đất đầu tiên trong tổng số 31ha của dự án Casamia. Cột mốc này giúp giảm đáng kể rủi ro pháp lý của dự án, và ban lãnh đạo cũng kỳ vọng các thủ tục còn lại sẽ hoàn tất việc xác định mức chi phí đất là khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng trong quý 2. Sau đó, dự án sẽ bước vào giai đoạn mở bán và thi công trong nửa cuối năm 2025, qua đó mang lại cho công ty khoản lợi nhuận 1,0 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2027.

Vietcap

Mục lục

Tận dụng làn sóng đầu tư công và sự phục hồi của thị trường bất động sản 1

Tổng quan doanh nghiệp 4

Lịch sử hình thành và hoạt động kinh doanh 4

Tăng vốn điều lệ 4

Đội ngũ lãnh đạo và cơ cấu cổ đông 5

Đội ngũ lãnh đạo 5

Cơ cấu cổ đông 6

Cơ cấu doanh nghiệp 7

KQKD trong quá khứ 7

Doanh thu tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 7% trong 10 năm qua 7

Lợi nhuận gộp của DPG ghi nhận tăng trưởng với CAGR ở mức 26% trong giai đoạn 2016-2022, nhưng đã giảm từ mức đỉnh trong 2 năm qua 8

LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo ghi nhận tăng trưởng với CAGR 5% trong giai đoạn 2015-2024 8

Triển vọng 9

Xây dựng: Tận dụng làn sóng đầu tư hạ tầng công tại Việt Nam 9

Năng lượng: Lợi nhuận từ mảng thủy điện dự kiến sẽ mang lại nguồn lợi nhuận và dòng tiền ổn định 12

Năng lượng: Sản xuất kính năng lượng mặt trời PV 13

Bất động sản: Việc mở bán Casamia Balanca sẽ thúc đẩy lợi nhuận 16

Triển vọng tài chính dài hạn 19

Tóm lược quý 1/2025: Lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số, nhờ được thúc đẩy bởi mảng năng lượng 21

Triển vọng năm 2025: Đà tăng trưởng mạnh mẽ của mảng BĐS và xây dựng sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng 22

Định giá 23

Phương pháp Định giá Tổng của từng phần (SoTP) 23

Chiết khấu dòng tiền (CKDT) 24

So sánh các công ty cùng ngành 26

Rủi ro 27

Kính năng lượng mặt trời PV 27

Nguy cơ hoãn hai dự án xây dựng và ảnh hưởng đến uy tín 27

Báo cáo Tài chính 28

Phụ lục 29

Cấu trúc tấm pin & kính năng lượng mặt trời 29

Quy trình sản xuất kính năng lượng mặt trời PV 30

Liên hệ 31

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap 32

Khuyến cáo 33

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và hoạt động kinh doanh

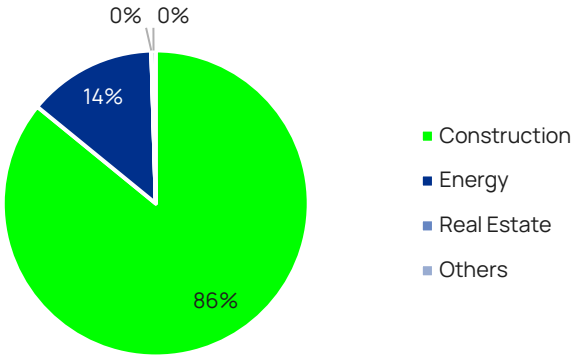
DPG được thành lập vào ngày 12/03/2002 với tên gọi ban đầu là Công ty Cổ phần Xây dựng và Vận tải Đạt Phương, vốn điều lệ khởi điểm là 2,2 tỷ đồng. Đến năm 2005, công ty đã đổi tên thành Công ty Cổ phần Đạt Phương, và đến tháng 12/2021 chính thức đổi tên thành Công ty Cổ phần Tập đoàn Đạt Phương nhằm phản ánh mô hình kinh doanh đa ngành của công ty. Qua các năm, DPG đã liên tục mở rộng quy mô kinh doanh và tăng vốn điều lệ, đạt mức 630 tỷ đồng vào tháng 12/2021.

DPG ban đầu xây dựng uy tín trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng, thi công nhiều dự án quốc gia trọng điểm trên khắp Việt Nam, đặc biệt là các công trình cầu, đường và hệ thống thủy lợi. Đến năm 2008, công ty đã mở rộng sang lĩnh vực năng lượng, trong đó tập trung vào các nhà máy thủy điện cỡ nhỏ. Một số cột mốc nổi bật bao gồm: vận hành thủy điện Sông Bung 6 (29MW) vào năm 2012; Sơn Trà 1A và 1B năm 2018; và Sơn Trà 1C, nâng tổng công suất lên 69MW vào năm 2021. Đến năm 2017, DPG mở rộng sang lĩnh vực BĐS với việc mở bán dự án khu đô thị Casamia tại Hội An, sau đó là Casamia Calm vào năm 2021.

Cổ phiếu của DPG được niêm yết trên sàn UpCOM vào tháng 01/2017 và chuyển lên sàn HOSE vào ngày 22/05/2018. Đến năm 2025, công ty bắt đầu phát triển sản phẩm kính siêu trắng Đạt Phương với CTCP kính Đạt Phương – một nhà máy chuyên sản xuất sản phẩm kính siêu trắng – qua đó đánh dấu sự gia nhập vào lĩnh vực sản xuất công nghệ cao của công ty.

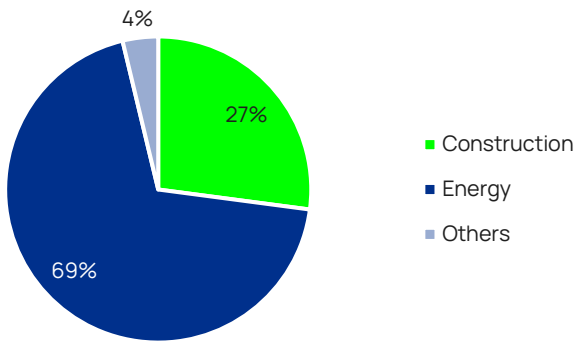
Hoạt động kinh doanh chính của công ty bao gồm xây dựng, năng lượng và BĐS. Trung bình, mỗi mảng đóng góp khoảng 30% vào LNST của DPG trong 10 năm qua. Riêng năm 2024, mảng xây dựng đóng góp 86% doanh thu và 27% LNTT. Đáng chú ý, mặc dù mảng năng lượng chỉ chiếm 14% doanh thu, nhưng mảng này lại mang về đến 69% LNTT trong năm 2024.

Hình 1: Doanh thu theo mảng của DPG trong năm 2024



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 2: LNTT theo mảng của DPG trong năm 2024



Nguồn: DPG, Vietcap ước tính (không bao gồm khoản lỗ từ mảng BĐS, tương đương 15% tổng LNTT)

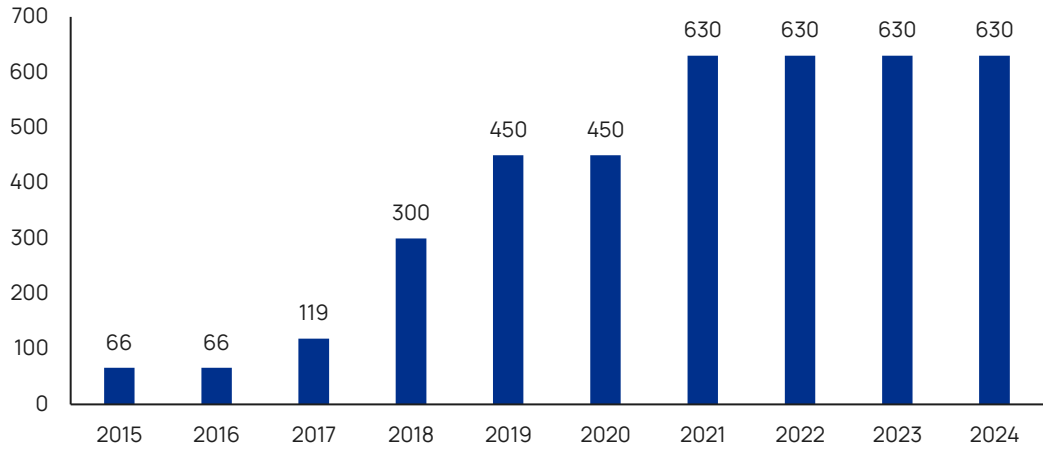
Tăng vốn điều lệ

DPG đã và đang liên tục tăng vốn điều lệ nhằm hỗ trợ hoạt động kinh doanh của công ty, đặc biệt là đáp ứng yêu cầu tài chính để tham gia các gói thầu xây dựng với quy mô lớn hơn:

- **Trong năm 2017, ngay sau khi niêm yết trên sàn UpCOM vào tháng 1, DPG đã phát hành thêm cổ phiếu** thông qua hình thức chào bán cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 2:1 với giá 25.000 đồng/cổ phiếu) và chia cổ tức cổ phiếu với tỷ lệ 10:3. Số tiền huy động chủ yếu sẽ được dùng để xây dựng cầu Đế Võng và tăng vốn đầu tư vào Công ty 30-4 Quảng Ngãi – sau này đổi tên thành Đạt Phương Sơn Trà.

- **Đầu năm 2018, công ty tiếp tục mở rộng vốn** thông qua việc phát hành cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 153%, sau đó là chia cổ tức tiền mặt và cổ tức cổ phiếu với tỷ lệ 10:5 vào tháng 5 – hỗ trợ quá trình chuyển sàn sang HOSE của DPG vào tháng 5/2018.
- **Trong năm 2019 và 2021, được thúc đẩy chủ yếu bởi đà tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ của mảng BĐS**, DPG đã thưởng cho các cổ đông mức cổ tức cổ phiếu đáng kể — 50% vào năm 2019 và 40% vào năm 2021 — cùng với cổ tức tiền mặt. Các đợt phát hành này đã nâng vốn điều lệ của công ty lên mức 630 tỷ đồng.

Hình 3: Vốn điều lệ của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap

Đội ngũ lãnh đạo và cơ cấu cổ đông

Đội ngũ lãnh đạo

Đội ngũ lãnh đạo của DPG có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực xây dựng. Công ty Xây dựng Giao thông 134 – Hà Nội, một nhà thầu có 45% vốn Nhà nước tính đến năm 2006 và là đơn vị chủ chốt trong lĩnh vực hạ tầng giao thông, từng là nơi xây dựng nền tảng chuyên môn ban đầu của cả Chủ tịch HĐQT và Tổng Giám đốc hiện tại. Ông Lương Minh Tuấn – Chủ tịch HĐQT – từng công tác tại Công ty 134 trước khi gia nhập DPG với vai trò Phó Tổng Giám đốc vào năm 2004, và được bổ nhiệm làm Chủ tịch HĐQT ngay trong năm đó. Tương tự, ông Trần Anh Tuấn – Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc – đã giành 11 năm làm việc tại Công ty 134 để tích lũy kinh nghiệm chuyên sâu trong mảng phát triển hạ tầng quy mô lớn.

Hình 4: Hội đồng quản trị (HĐQT) & Ban lãnh đạo của DPG

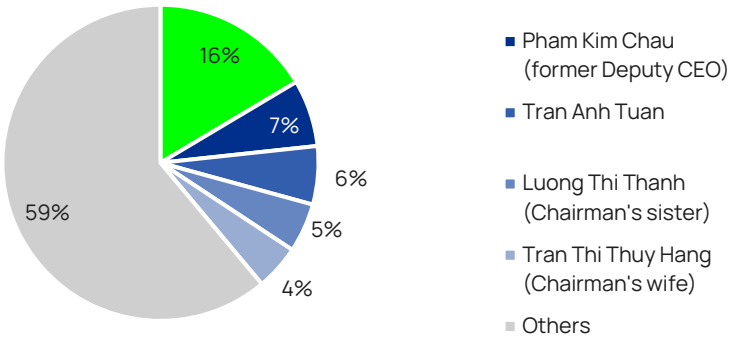
	Tên	Vị trí	Cổ phần	Nhiệm kỳ	Học vấn/Kinh nghiệm
1	Lương Minh Tuấn	Chủ tịch HĐQT	15,94%	Kể từ 2004	- Kỹ sư Xây dựng Cầu và Hầm.
2	Trần Anh Tuấn	Tổng Giám đốc	5,78%	Kể từ 2004	- Kỹ sư Xây dựng Cầu và Hầm.
3	Hoàng Gia Chiểu	Phó Tổng Giám đốc	0,34%	Kể từ 2019	- Kỹ sư Xây dựng Cầu và Hầm.
4	Phạm Quang Bình	Phó Tổng Giám đốc	0,34%	Kể từ 2010	- Kỹ sư Xây dựng Cầu và Hầm.
5	Đinh Gia Nội	Phó Tổng Giám đốc	0.01%	Kể từ 2022	- Cử nhân Kinh tế.
6	Ngô Đức Tình	Phó Tổng Giám đốc	0%	Kể từ 2015	- Kỹ sư Xây dựng Cầu và Hầm.
7	Đỗ Xuân Diện	Độc lập	0%	Kể từ 2021	- Cử nhân Quản trị Kinh doanh.
8	Lê Thị Thu Trang	Độc lập	0%	Kể từ 2021	- Cử nhân Quản trị Kinh doanh.
9	Đặng Hoàng Huy	Độc lập	0%	Kể từ 2021	- Kỹ sư Cơ điện tử.

Nguồn: DPG, Vietcap

Cơ cấu cổ đông

DPG là công ty cổ phần với tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành là 62.999.554. Cơ cấu sở hữu tập trung chủ yếu vào nhóm cổ đông nhỏ lẻ (khoảng 63%), trong khi các cổ đông lớn (≥5%, chủ yếu là ban lãnh đạo và các bên liên quan) nắm giữ khoảng 37% cổ phần của công ty. DPG hiện có cơ cấu sở hữu nội địa chiếm ưu thế, với 93,02% cổ phần thuộc về các nhà đầu tư trong nước, trong khi các nhà đầu tư nước ngoài chỉ nắm giữ 6,98%. Công ty có giới hạn sở hữu nước ngoài là 49%, tạo dư địa cho dòng vốn quốc tế đang gia tăng. Đáng chú ý, DPG là doanh nghiệp hoàn toàn thuộc sở hữu của tư nhân, với tỷ lệ sở hữu của Nhà nước là 0%.

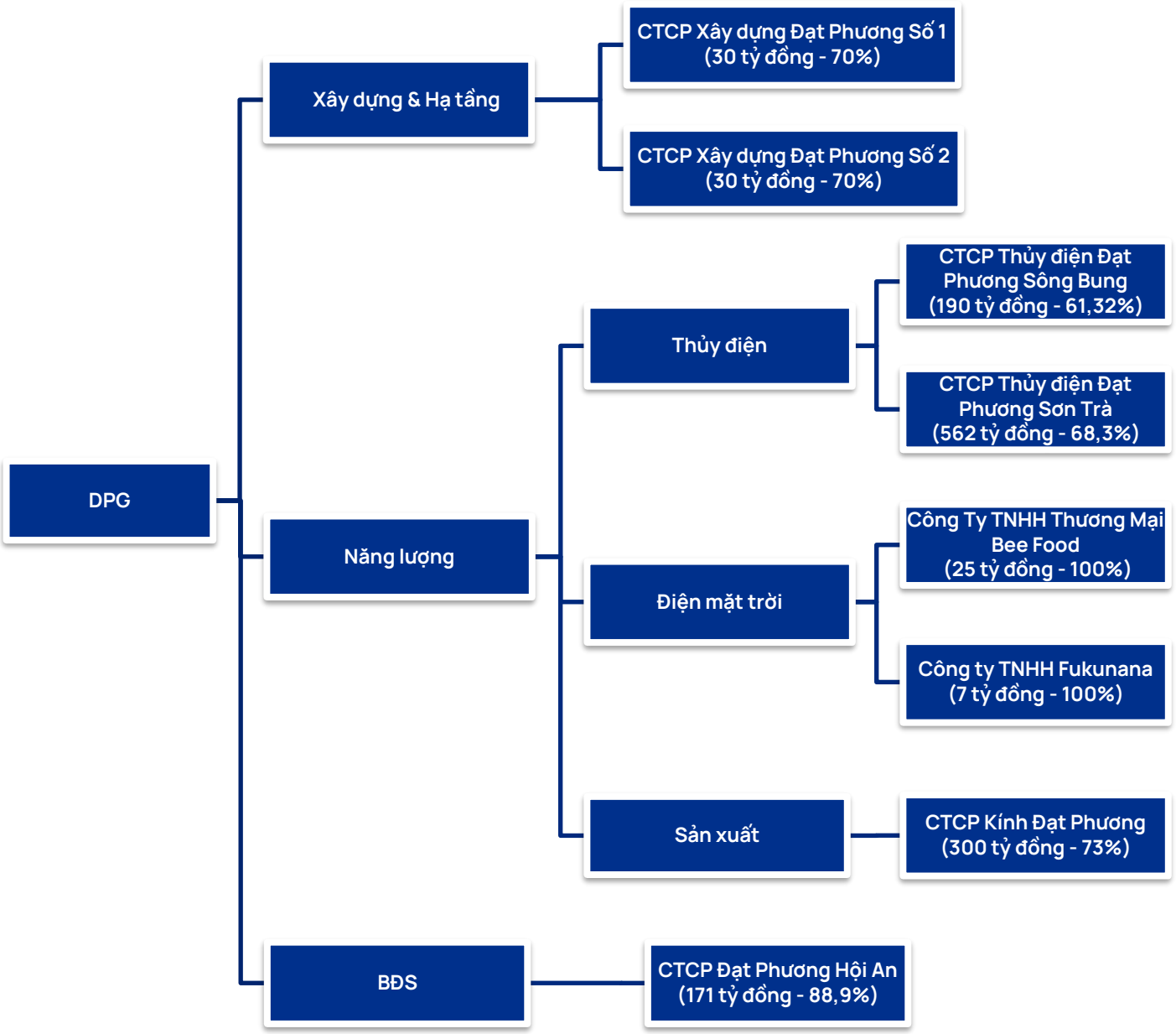
Hình 5: Cơ cấu sở hữu của DPG cuối năm 2024 (%)



Nguồn: DPG, Vietcap

Cơ cấu doanh nghiệp

Hình 6: Cơ cấu doanh nghiệp của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

KQKD trong quá khứ

Doanh thu tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 7% trong 10 năm qua

Doanh thu của DPG chủ yếu đến từ mảng xây dựng, tuy nhiên công ty đã chủ động thực hiện chiến lược đa dạng hóa sang lĩnh vực năng lượng và BĐS.

Từ năm 2015 đến 2018, doanh thu trung bình hàng năm của DPG đạt khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi làn sóng đầu tư mạnh mẽ vào hạ tầng công. Trong giai đoạn này, mảng xây dựng chiếm ưu thế lớn, với mức đóng góp 92% vào tổng doanh thu, phần còn lại chủ yếu đến từ nhà máy thủy điện Sông Bung 6 thuộc mảng năng lượng.

Giai đoạn thứ hai (2019–2022) đánh dấu bước dịch chuyển mạnh mẽ sang chiến lược đa ngành. Việc vận hành các nhà máy thủy điện Sơn Trà 1A và 1B đã giúp công suất mảng năng lượng

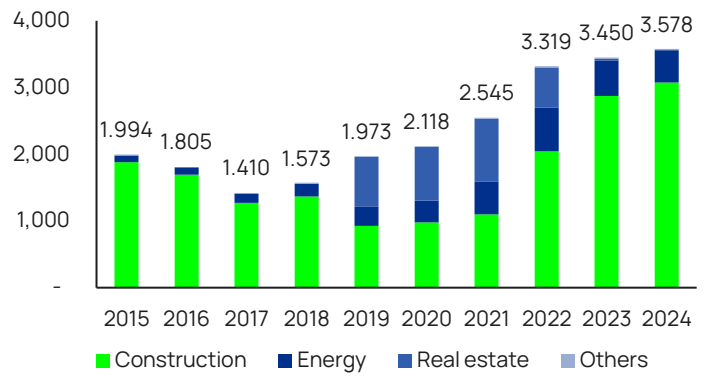
tăng gấp 3 lần, qua đó nâng cao tỷ trọng đóng góp của mảng này. Đồng thời, các dự án BĐS như Casamia Calm và Casamia Hội An cũng bắt đầu ghi nhận kết quả tích cực. Kết quả là, tỷ trọng doanh thu từ mảng xây dựng đã giảm xuống mức trung bình 49%, trong khi mảng năng lượng và BĐS chiếm phần còn lại, từ đó cho thấy một mô hình kinh doanh cân bằng hơn.

Trong giai đoạn gần đây nhất (2023–2024), cơ cấu doanh thu của DPG tập trung vào hai mảng chính: xây dựng và năng lượng, sau khi các dự án BĐS của công ty hoàn thành. Hiện tại, doanh thu chủ yếu đến từ mảng xây dựng (84%) và năng lượng (16%).

Lợi nhuận gộp của DPG ghi nhận tăng trưởng với CAGR ở mức 26% trong giai đoạn 2016-2022, nhưng đã giảm từ mức đỉnh trong 2 năm qua

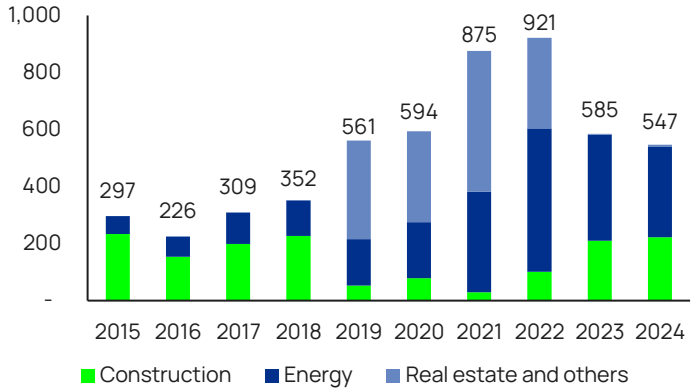
Lợi nhuận gộp của DPG ghi nhận tăng trưởng với CAGR ở mức 26% trong giai đoạn 2016–2022, nhờ được hỗ trợ bởi cả ba mảng kinh doanh. Giai đoạn 2016–2018, tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng xây dựng. Tuy nhiên, từ năm 2019 đến 2022, lợi nhuận gộp của mảng xây dựng suy giảm đáng kể do DPG chuyển trọng tâm sang triển khai các dự án BĐS nội bộ, vốn không được ghi nhận trong báo cáo tài chính hợp nhất. Do đó, giá trị các hợp đồng xây dựng với các đối tác bên ngoài giảm mạnh. Trong giai đoạn này, mảng năng lượng ngày càng trở nên quan trọng đối với lợi nhuận gộp mặc dù tỷ trọng đóng góp vào doanh thu là tương đối nhỏ hơn, nhờ được hưởng lợi từ mức tăng đối với biên lợi nhuận gộp và sự mở rộng đáng kể của công suất — tăng gấp 3 lần vào cuối năm 2018 và tăng thêm 10% vào cuối năm 2021. Năm 2022 đánh dấu một năm đặc biệt do điều kiện thời tiết thuận lợi bất thường. Hơn nữa, mảng BĐS cũng có đóng góp đáng kể vào doanh thu của công ty.

Hình 7: Doanh thu của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 8: Lợi nhuận gộp của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap

Trong năm 2023 và 2024, DPG ghi nhận sự sụt giảm đối với lợi nhuận gộp tổng thể do các dự án BĐS lớn đã được hoàn tất, mặc dù lợi nhuận từ mảng xây dựng vẫn đang trên đà phục hồi mạnh mẽ.

LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo ghi nhận tăng trưởng với CAGR 5% trong giai đoạn 2015-2024

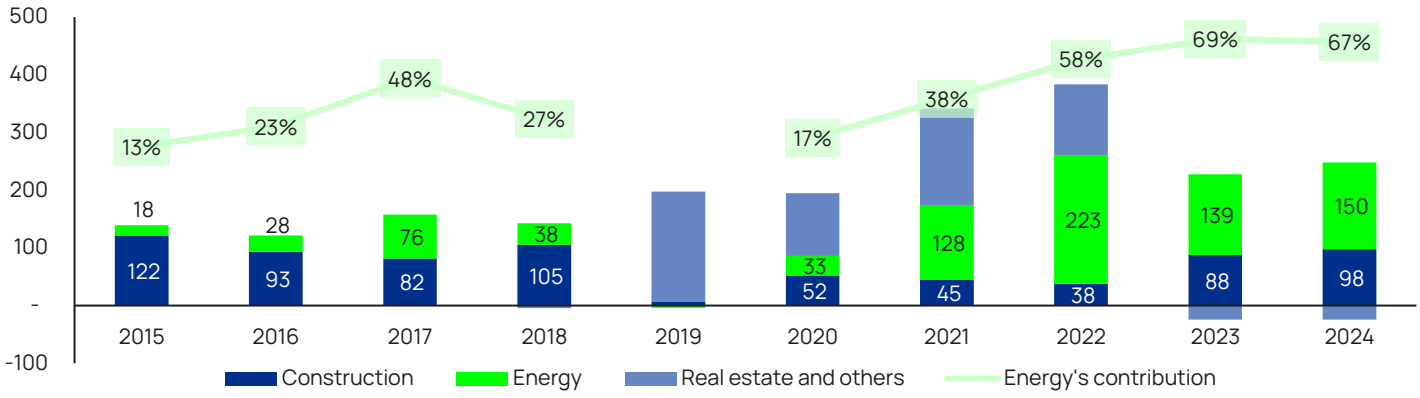
Từ năm 2015 đến 2018, LNST sau lợi ích CĐTS của DPG đã dao động trong khoảng từ 122–158 tỷ đồng mỗi năm. Mảng xây dựng liên tục là nguồn đóng góp chính vào lợi nhuận, nhiều thời điểm chiếm hơn 80% tổng LNST sau lợi ích CĐTS, trong khi mảng năng lượng – chủ yếu đến từ nhà máy thủy điện Sông Bung 6 – đóng góp tỷ trọng nhỏ hơn nhưng đang có xu hướng tăng dần. Đến năm 2017, điều kiện thời tiết đặc biệt thuận lợi đã giúp tỷ trọng đóng góp của mảng năng lượng tăng vọt lên mức 47% tổng LNST sau lợi ích CĐTS. Mặc dù các nhà máy Sơn Trà 1A và 1B đã được đưa vào vận hành vào cuối năm 2018, nhưng sự gia tăng của chi phí lãi vay liên quan đến việc tài trợ cho các dự án thủy điện này đã phần nào triệt tiêu mức tăng của doanh thu, và khiến cho tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bị kìm hãm.

Trong giai đoạn 2019–2022, mặc dù, ban đầu, hoạt động của mảng năng lượng phải chịu ảnh hưởng tiêu cực từ đợt hạn hán nghiêm trọng kéo dài từ năm 2019 đến tháng 10/2020 (dẫn đến

việc sản lượng thủy điện sụt giảm mạnh và mảng năng lượng ghi nhận lỗ ròng trong năm 2019), nhưng đóng góp của mảng này vào LNST sau lợi ích CĐTS đã phục hồi mạnh nhờ các cột mốc quan trọng sau: (1) tình trạng quá tải điện được giải quyết sau khi công suất trạm biến áp được nâng từ mức 250MW lên 375MW vào năm 2021, và (2) nhà máy Sơn Trà 1C bổ sung thêm 10% công suất khi được đưa vào hoạt động vào tháng 11/2021, cùng với (3) ghi nhận sự đóng góp từ các dự án BĐS thành công như Casamia Calm và Casamia Hội An.

Trong giai đoạn gần đây (2023–2024), sau khi đã hoàn tất các dự án bđs lớn, cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS của DPG đã quay trở lại tập trung vào hai mảng kinh doanh nền tảng là xây dựng và năng lượng. Đến năm 2023, tỷ trọng đóng góp của mảng năng lượng đã tăng mạnh lên mức 69% tổng LNST sau lợi ích CĐTS, qua đó phản ánh hiệu suất vận hành mạnh mẽ của mảng thủy điện, trong khi mảng xây dựng vẫn duy trì mức lợi nhuận vừa phải. Ngược lại, lợi nhuận của mảng BĐS đã giảm xuống mức âm trong năm 2023 và tiếp tục ghi nhận đóng góp hạn chế trong năm 2024. Nhìn chung, cơ cấu LNST sau lợi ích CĐTS hiện tại của DPG đã cho thấy mảng năng lượng là một yếu tố đóng góp đáng kể, trong khi mảng xây dựng tiếp tục là một yếu tố đóng góp lợi nhuận quan trọng trong 2 năm qua, dù tỷ trọng đã giảm.

Hình 9: LNST sau lợi ích CĐTS của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap ước tính

Triển vọng

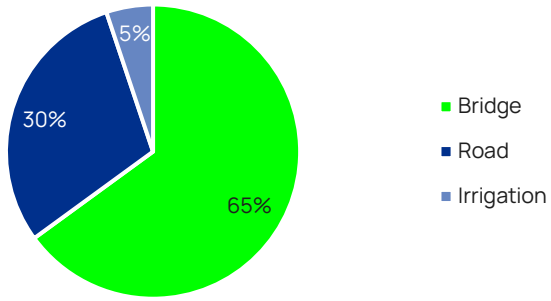
Xây dựng: Tận dụng làn sóng đầu tư hạ tầng công tại Việt Nam

DPG đã xây dựng được uy tín vững chắc trong ngành xây dựng tại Việt Nam, với chuyên môn trong nhiều loại hình dự án, bao gồm nhà ở, thủy lợi và hạ tầng giao thông. Mặc dù công ty đã tham gia vào nhiều dự án xây dựng khác nhau, nhưng trọng tâm chiến lược dài hạn của DPG vẫn là các công trình thủy lợi và cầu đường.

Với mục tiêu nâng cao năng lực để giành được các hợp đồng lớn hơn, Tập đoàn Đạt Phương đã tích cực mở rộng năng lực của công ty thông qua việc liên doanh với các doanh nghiệp khác để thực hiện các gói thầu xây dựng. Chiến lược hợp tác này không chỉ giúp DPG mở rộng danh mục dự án và nâng cao chuyên môn kỹ thuật mà còn tăng cường uy tín của công ty, qua đó giúp công ty đạt được năng lực cạnh tranh hiệu quả hơn trong quá trình đấu thầu. Bên cạnh đó, DPG cũng đã gia tăng vốn điều lệ nhằm đáp ứng các yêu cầu tài chính cần thiết cho việc thực hiện các dự án quy mô lớn. Những nỗ lực này đã giúp công ty có được vị thế tốt để đảm nhiệm các dự án phức tạp, và có giá trị cao hơn – đặc biệt là trong lĩnh vực thủy lợi và hạ tầng giao thông – qua đó củng cố thêm vị thế dẫn đầu của DPG trong ngành xây dựng tại Việt Nam.

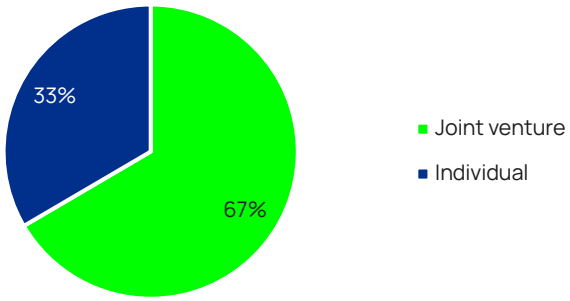
Sau giai đoạn thi công hạ tầng cho các dự án BĐS nội bộ, DPG đã ghi nhận sự sụt giảm mạnh đối với hoạt động ký kết hợp đồng xây dựng mới trong giai đoạn 2019–2021, với số lượng hợp đồng được ký mới rất hạn chế trong các năm này. Tuy nhiên, kể từ năm 2022, công ty đã ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ của các hợp đồng xây dựng. Giá trị hợp đồng ký mới tăng mạnh, với giá trị đạt khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2021, 3,5 nghìn tỷ đồng năm 2022 và đạt mức đỉnh 5,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2023.

Hình 10: Giá trị hợp đồng đã ký theo lĩnh vực của DPG trong năm 2024



Nguồn: DPG, MPI, Vietcap (gói thầu xây dựng đường và cầu vượt tại nút giao DT994 (giá trị hợp đồng 539 tỷ đồng) được giả định sẽ phân bổ đều, với 50% cho hạng mục cầu và 50% cho hạng mục đường. Đối với gói thầu số 16, giả định DPG sẽ đảm nhận 75% gói thầu, tương ứng với giá trị khoảng 353 tỷ đồng.)

Hình 11: Giá trị hợp đồng đã ký theo loại hình của DPG trong năm 2024

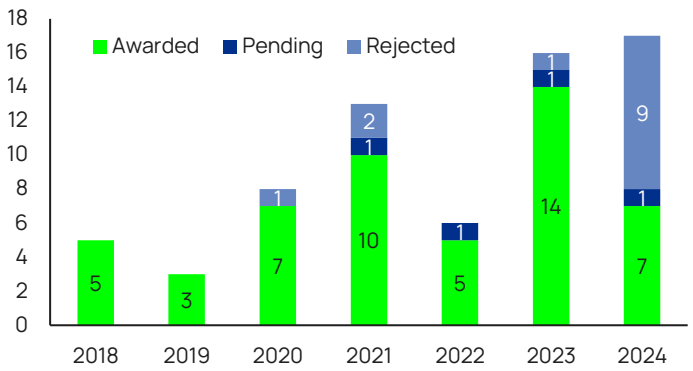


Nguồn: DPG, MPI, dauthau.info, Vietcap (gói thầu số 16, giả định DPG sẽ đảm nhận 75% gói thầu, tương ứng với giá trị khoảng 353 tỷ đồng.)

Hình 12: Giá trị hợp đồng ký mới và backlog cuối năm của DPG (tỷ đồng)

Nguồn: DPG, MPI, dauthau.info, Vietcap ước tính (giá trị backlog ước tính từ năm 2022 trở đi)

Hình 13: Kết quả các gói thầu của DPG



Nguồn: DPG, MPI, dauthau.info, Vietcap

Hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng công và sự phục hồi mạnh mẽ của giá trị hợp đồng ký mới, lên mức 1,5 nghìn tỷ đồng trong quý 1/2025 (xấp xỉ 70% tổng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2024), trái với việc không có hợp đồng ký mới trong quý 1/2024

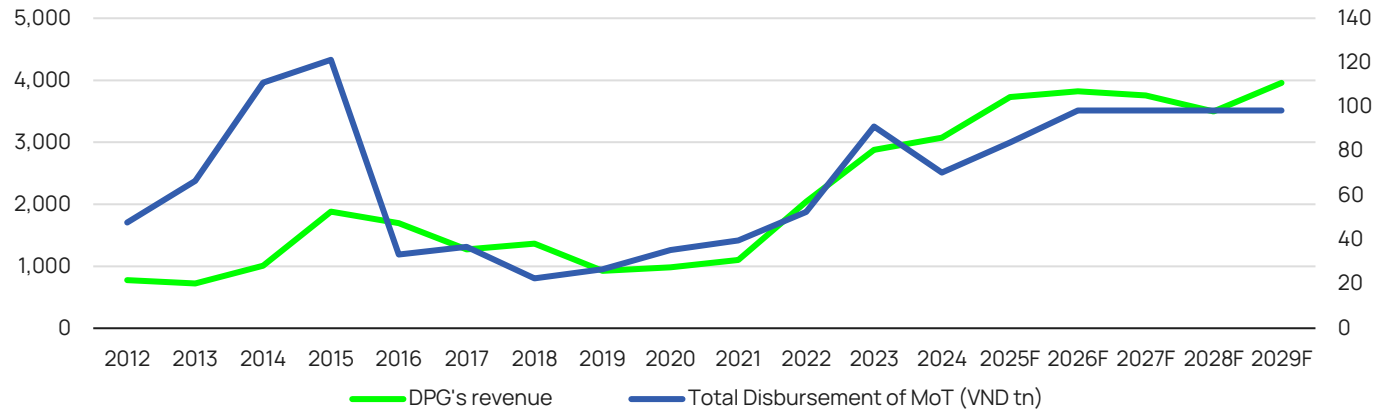
Giai đoạn 2012–2015, giải ngân đầu tư công của Bộ Giao thông Vận tải (BGTVT) tăng mạnh, và đạt đỉnh ở mức khoảng 121 nghìn tỷ đồng vào năm 2015, qua đó khiến cho doanh thu xây dựng của DPG cũng tăng tương ứng từ mức xấp xỉ 800 tỷ đồng lên gần 2 nghìn tỷ đồng. Khi mức giải ngân của BGTVT suy giảm mạnh sau năm 2015, doanh thu từ mảng xây dựng của DPG cũng sụt giảm xuống mức dưới 1 nghìn tỷ đồng vào giai đoạn 2018–2019 do tăng trưởng nguồn vốn dự án chậm lại. Từ năm 2022 trở đi, đà phục hồi của hoạt động giải ngân đã một lần nữa trở thành động lực thúc đẩy tăng trưởng đối với mảng xây dựng của DPG, từ đó đẩy doanh thu lên mức đỉnh 3.073 tỷ đồng vào năm 2024.

Kế hoạch đầu tư khoảng 84 nghìn tỷ đồng của BGTVT trong năm 2025 – phục hồi 19% so với mức giải ngân thực tế năm 2024 – đã mở ra cơ hội đáng kể đối với việc mở rộng hoạt động xây dựng của DPG. Ngoài ra, BGTVT cũng đặt mục tiêu sẽ giải ngân tổng cộng 510 nghìn tỷ đồng trong 5 năm tới (cao hơn 60% so với giai đoạn 5 năm trước đó).

Với kinh nghiệm triển khai thành công nhiều dự án hạ tầng trọng điểm, DPG hiện có vị thế tốt để tiếp tục thắng thầu các dự án mới với giá trị hợp đồng cao hơn trong bối cảnh Chính phủ đẩy mạnh đầu tư vào hạ tầng đường bộ, cầu và thủy lợi. Trong tương lai, chúng tôi dự báo doanh thu mảng xây dựng của DPG sẽ đạt 3,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (+21% YoY), kéo theo LNST sau lợi ích CĐTS đạt 107 tỷ đồng (+9% YoY). Phần lớn mức tăng trưởng này đến từ việc ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng đã ký trong năm 2023, cùng với một số hợp đồng ngắn hạn được ký trong giai đoạn nửa đầu năm 2024.

Đối với giai đoạn 2026-2029, chúng tôi dự báo doanh thu trung bình sẽ đạt mức 3,7 nghìn tỷ đồng, nhờ được hỗ trợ bởi chu kỳ đầu tư công mới và sự phục hồi mạnh mẽ của giá trị hợp đồng ký mới trong quý 1/2025 (đạt 1,5 nghìn tỷ đồng, so với việc không có hợp đồng ký mới trong quý 1/2024).

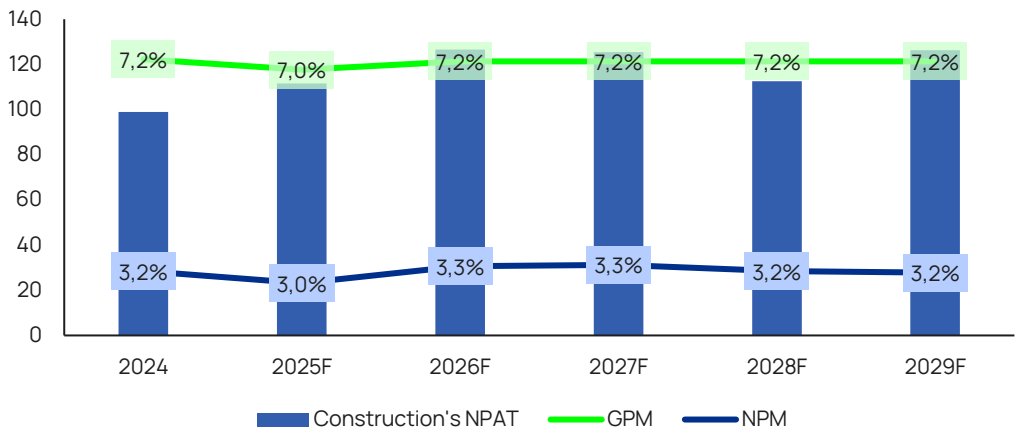
Hình 14: Doanh thu mảng xây dựng của DPG và giá trị giải ngân của BGTVT



Nguồn: DPG, BGTVT, Vietcap

Chúng tôi thận trọng dự báo rằng biên lợi nhuận gộp của mảng xây dựng sẽ ở mức 7,0% trong năm 2025 (giảm từ mức 7,2% trong năm 2024), qua đó phản ánh kế hoạch của ban lãnh đạo về mức giảm nhẹ của biên lợi nhuận ròng trong năm 2025. Sau năm 2025, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ dần bình thường hóa trở lại ở mức 7,2% khi việc triển khai dự án trở nên ổn định hơn và cơ cấu chi phí trở về mức tiệm cận xu hướng lịch sử (9%), dù vẫn thấp hơn mức trung bình trong quá khứ (do cạnh tranh gay gắt – theo chia sẻ từ ban lãnh đạo).

Hình 15: Doanh thu mảng xây dựng của DPG (tỷ đồng) và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DPG, Vietcap

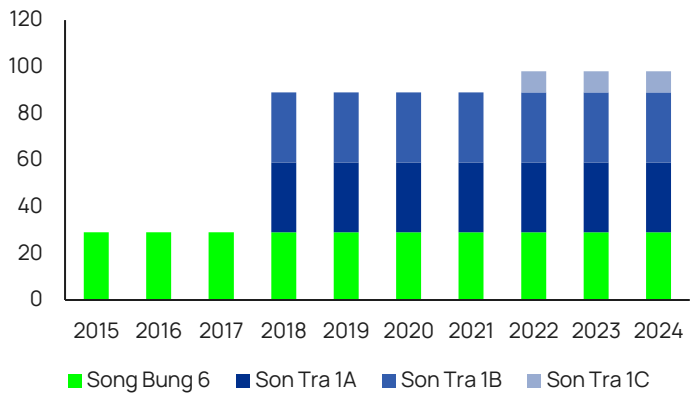
Năng lượng: Lợi nhuận từ mảng thủy điện dự kiến sẽ mang lại nguồn lợi nhuận và dòng tiền ổn định

Tổng quan: DPG chính thức gia nhập lĩnh vực năng lượng từ năm 2008 với mục tiêu đóng góp vào tiến trình phát triển kinh tế – xã hội trên toàn quốc. Công ty tập trung chủ yếu vào mảng thủy điện, tận dụng chuyên môn trong mảng phát triển hạ tầng của công ty để mở rộng sang mảng năng lượng tái tạo.

Mở rộng công suất với các dự án có khả năng sinh lời cao: Dự án thủy điện đầu tiên của DPG – Nhà máy thủy điện Sông Bung 6 (29 MW) tại Quảng Nam – đã thành công kết nối vào lưới điện quốc gia vào năm 2012, qua đó đánh dấu cột mốc quan trọng trong hành trình phát triển mảng năng lượng của công ty. Đến năm 2015, DPG đã mở rộng danh mục dự án với hai nhà máy thủy điện Sơn Trà 1A (30 MW) và Sơn Trà 1B (30 MW) tại Quảng Ngãi, qua đó thể hiện năng lực thi công hầm và dẫn dòng của công ty. Hai nhà máy này đã chính thức đi vào vận hành trong năm 2018. Sau đó, DPG tiếp tục hoạt động mở rộng và đưa nhà máy thủy điện Sơn Trà 1C (9 MW) vào vận hành trong quý 4/2021.

Tổng cộng, DPG hiện đang vận hành 4 nhà máy thủy điện cỡ nhỏ với tổng công suất lắp đặt là 98 MW. Theo Thông tư 07/2024/TT-BCT quy định về cơ chế giá điện trong các hợp đồng mua bán điện, các nhà máy thủy điện có công suất nhỏ không vượt quá 30 MW sẽ áp dụng cơ chế giá chi phí tránh được theo Thông tư 10/2025/TT-BTC và không tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh. Kết hợp với mức chi phí đầu tư thấp (khoảng 25 tỷ đồng/MW), lãi suất vay ưu đãi (7–8%) và hiệu suất hoạt động cao (41–49%), các nhà máy thủy điện Sông Bung 6 và Sơn Trà sẽ ghi nhận tỷ suất IRR chưa bao gồm đòn bẩy ở mức hấp dẫn là 14–19%.

Hình 16: Công suất nhà máy thủy điện của DPG (MW)



Nguồn: DPG, Vietcap

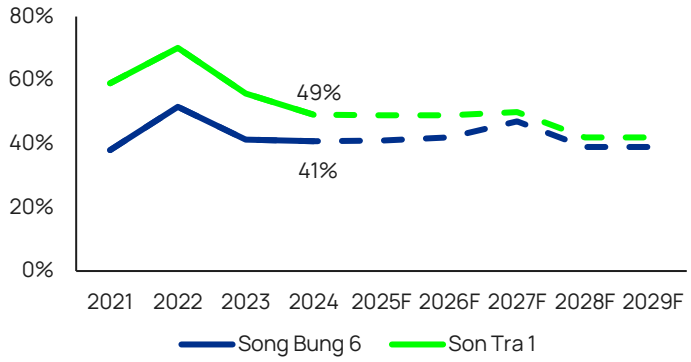
Hình 17: Thông tin về các nhà máy thủy điện của DPG

Dự án	Sông Bung 6	ST1A	ST1B	ST1C
Công suất (MW)	29	30	30	9
Hiệu suất thiết kế	48%	42%	42%	41%
Hiệu suất năm 2024*	41%	49%	49%	49%
Vốn đầu tư XDCB /MW (tỷ đồng)	20	32	32	35
IRR*	19,4%	14,6%	14,6%	14,6%

Nguồn: DPG, Vietcap, (*) được tính chung cho nhà máy Sơn Trà 1

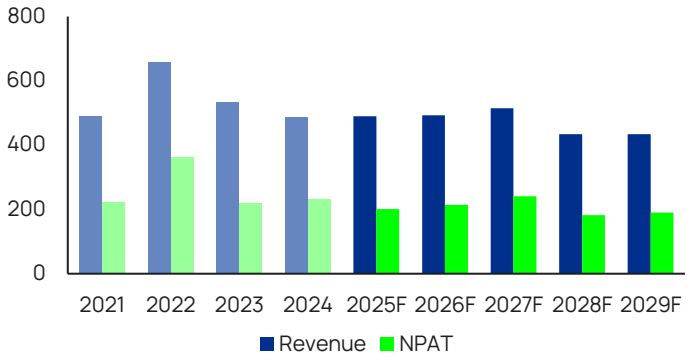
Triển vọng: Nhìn chung, các chuyên gia trong ngành kỳ vọng điều kiện thời tiết sẽ thuận lợi hơn trong năm 2025, qua đó thúc đẩy đà tăng trưởng của mảng thủy điện. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng dự báo rằng hiệu suất hoạt động sẽ tiếp tục được giữ nguyên trong năm 2025, qua đó thúc đẩy doanh thu đạt mức 489 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ năm trước). Do đó, LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 dự kiến sẽ giảm xuống mức 201 tỷ đồng (-13% YoY) do chi phí lãi vay gia tăng sau khi thời hạn ưu đãi của các khoản vay tái cấp vốn vào cuối năm 2023 hết hiệu lực. Bất chấp mức tăng nhẹ của chi phí tài chính, mảng thủy điện vẫn là nguồn thúc đẩy lợi nhuận và dòng tiền chủ lực, mang lại thu nhập ổn định, từ đó giúp công ty bù đắp cho những biến động lớn ở các mảng kinh doanh khác.

Hình 18: Hiệu suất hoạt động mảng thủy điện của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 19: Doanh thu và LNST từ mảng năng lượng của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap ước tính

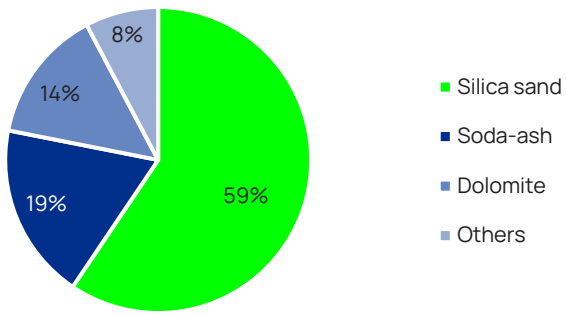
Trong dài hạn (2025-2030), chúng tôi dự báo mảng năng lượng của DPG sẽ mang lại mức LNST trung bình là khoảng 206 tỷ đồng mỗi năm, đóng góp khoảng 49% vào tổng LNST sau lợi ích CĐTS của công ty. Sự ổn định này chủ yếu đến từ đặc tính bền vững và cơ chế giá điện có tính dự báo cao dựa trên biểu giá chi phí tránh được của nhà máy thủy điện nhỏ. Nhờ đó, mảng kinh doanh thủy điện của DPG đóng vai trò là nền tảng vững chắc cho đà tăng trưởng bền vững, và tiếp tục là trụ cột chính trong danh mục đầu tư đa dạng của công ty.

Năng lượng: Sản xuất kính năng lượng mặt trời PV

Tổng quan & lợi thế cạnh tranh

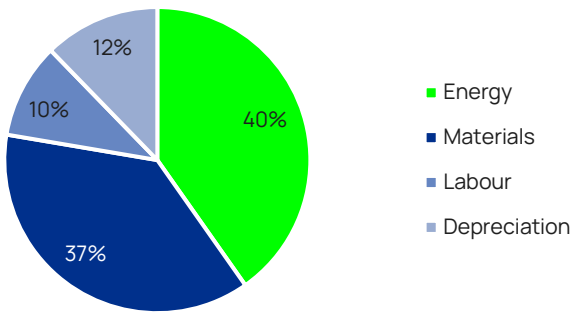
DPG hiện đang phát triển nhà máy sản xuất kính năng lượng mặt trời tại tỉnh Thừa Thiên Huế. Dự án có quy mô 12,18 ha với tổng giá trị đầu tư ước tính khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng. Nhà máy dự kiến sẽ sản xuất kính siêu trắng cán hoa văn với công suất 400 tấn/ngày (~19,2 triệu m²/năm) trong giai đoạn 1. Công ty cũng kỳ vọng sẽ triển khai giai đoạn 2 với công suất lên đến 1.200 tấn/ngày. Loại kính này được thiết kế chuyên biệt cho tấm pin năng lượng mặt trời và các ứng dụng nội thất cao cấp, cung cấp độ trong suốt và bề mặt phù hợp cho công nghệ quang điện mặt trời. Kính cán hoa văn – có hoa văn, hàm lượng sắt thấp, chống phản xạ sau khi được phủ – mang lại khả năng truyền sáng vượt trội so với loại kính nổi thông thường có hàm lượng sắt cao hơn.

Hình 20: Cơ cấu thành phần vật liệu kính năng lượng mặt trời PV theo trọng lượng



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 21: Cơ cấu chi phí sản xuất kính năng lượng mặt trời PV



Nguồn: DPG, Vietcap

DPG đang tận dụng nhiều lợi thế chiến lược để thâm nhập vào ngành sản xuất kính năng lượng mặt trời PV. *Thứ nhất*, việc triển khai điện mặt trời đang bùng nổ cả trên toàn cầu và tại

Việt Nam, kéo theo nhu cầu mạnh mẽ đối với các vật liệu quang điện. *Thứ hai*, DPG sở hữu lợi thế cạnh tranh dựa trên tài nguyên – tức khả năng tiếp cận nguồn cát silica (cát thạch anh) dồi dào với độ tinh khiết cao. Trong sản xuất kính, cát silica là nguyên liệu đầu vào chính; dự án của DPG dự kiến sẽ tiêu thụ khoảng 89 tấn cát silica mỗi ngày, tương đương gần 60% tổng nguyên liệu đầu vào. Loại cát này phải có hàm lượng sắt cực thấp để có thể sản xuất kính "siêu trắng". Thuận lợi thay, khu vực duyên hải miền Trung Việt Nam là nơi sở hữu trữ lượng cát thạch anh quý giá – riêng khu vực Phong Điền hiện đang được ghi nhận là một nguồn cung cát silica chất lượng cao, hiếm có. Theo ban lãnh đạo, công ty đã được cấp phép khai thác một mỏ cát thạch anh rộng 3 ha tại Phong Điền và đang tiến hành xin cấp phép để khai thác thêm một mỏ khác, nhằm đảm bảo khả năng tự cung cấp nguyên liệu silica có độ tinh khiết cao, với hàm lượng sắt thấp trong dài hạn.

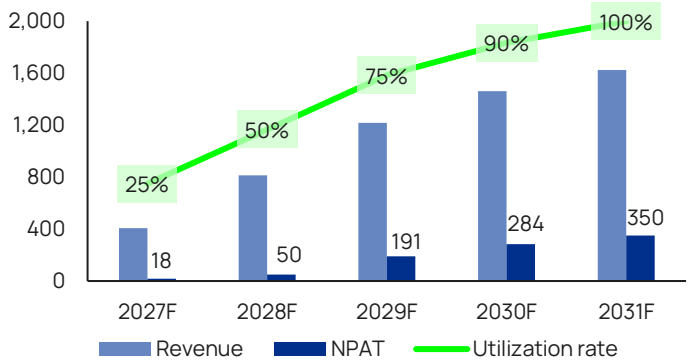
DPG đang hợp tác với China Triumph International Engineering Co. (CTIEC) – một công ty con của CNBM – nhà sản xuất vật liệu xây dựng lớn nhất thế giới, đồng thời cũng là nhà thầu EPC hàng đầu toàn cầu trong lĩnh vực xây dựng nhà máy sản xuất kính. Ban lãnh đạo cho biết CTIEC sẽ cung cấp cho DPG dây chuyền sản xuất hiện đại nhất hiện nay trên thế giới. Tại Việt Nam, CTIEC được biết đến với vai trò đồng đầu tư và xây dựng nhà máy kính nổi siêu trắng Phú Mỹ (600 tấn/ngày) trong giai đoạn 2018–2020 cùng với Viglacera (VGC) và IDICO. Sự hợp tác này được kỳ vọng sẽ giúp DPG đẩy nhanh hoạt động nâng cao năng lực sản xuất của công ty để đáp ứng các tiêu chuẩn chất lượng nghiêm ngặt.

Dự báo lợi nhuận

DPG đặt kế hoạch sẽ đưa dự án này vào vận hành thương mại vào giữa năm 2027. Do đó, chúng tôi dự báo dự án sẽ tạo ra khoảng 406 tỷ đồng doanh thu với hiệu suất hoạt động là 25% trong năm 2027. Sau đó, hiệu suất hoạt động dự kiến sẽ tăng dần qua các năm, và đạt mức công suất tối đa vào năm 2031. Khi đó, doanh thu sẽ tăng lên mức 1.624 tỷ đồng và LNST sẽ đạt 350 tỷ đồng, tương đương với mức CAGR doanh thu là 41% và CAGR LNST là 110% trong giai đoạn 2027–2031. Khi sản lượng tăng, biên lợi nhuận cũng sẽ được cải thiện rõ rệt: theo đó, biên lợi nhuận gộp sẽ tăng từ mức 18% lên 37%, còn biên lợi nhuận ròng sẽ tăng từ 4% lên 22% trong giai đoạn 2027–2031.

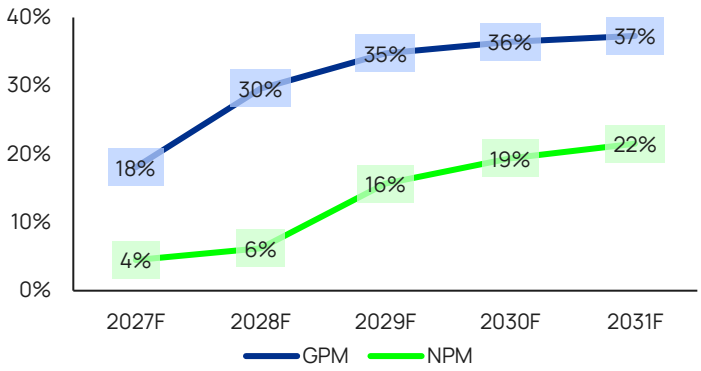
Áp dụng tỷ lệ chiết khấu 11,6% cho vòng đời hoạt động 20 năm (2027–2047), sẽ cho ra mức giá trị hiện tại ròng là 465 tỷ đồng, và thời gian hoàn vốn khoảng 9 năm, dài hơn so với mục tiêu 6–7 năm mà ban lãnh đạo đặt ra.

Hình 22: Hiệu suất dự kiến của DPG trong mảng kính năng lượng mặt trời PV (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 23: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của DPG trong mảng kính năng lượng mặt trời PV



Nguồn: DPG, Vietcap

Nhu cầu toàn cầu mạnh mẽ & tiềm năng xuất khẩu sang EU

Theo Business Research Insights, thị trường kính quang điện toàn cầu được định giá khoảng 6,5 tỷ USD vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 26,4 tỷ USD vào năm 2033, tăng trưởng với tốc độ CAGR khoảng 16,8%. Các khu vực như châu Âu đang thúc đẩy phần lớn mức tăng trưởng này, với kế hoạch của EU nhằm tăng công suất điện mặt trời PV từ khoảng 263 GW hiện tại lên gần 600 GW vào năm 2030.

DPG cho biết các sản phẩm kính năng lượng mặt trời của công ty sẽ đáp ứng tốt các tiêu chuẩn nghiêm ngặt của Mỹ và EU. DPG đã xác định châu Âu sẽ là thị trường mục tiêu chính, do nhu cầu năng lượng sạch ở khu vực này đặc biệt cao và mức thuế nhập khẩu đối với kính Việt Nam thấp hơn nhiều so với các sản phẩm từ Trung Quốc. Thực tế, EU đang áp dụng thuế chống bán phá giá từ 17,5–75,4% và thuế chống trợ cấp từ 3,2–17,1% đối với kính năng lượng mặt trời của Trung Quốc. Theo ban lãnh đạo, hàng nhập khẩu từ Trung Quốc phải chịu tổng mức thuế khoảng 94%, trong khi kính Việt Nam chỉ chịu thuế khoảng 3%.

Ngược lại, Mỹ hiện không phải là thị trường cốt lõi trong giai đoạn này, do sản lượng của nhà máy còn khiêm tốn so với quy mô nhu cầu của châu Âu. Đặc biệt, vào tháng 4/2025, Mỹ đã chính thức áp thuế cao đối với các mô-đun năng lượng mặt trời nhập khẩu từ Việt Nam, Thái Lan, Malaysia và Campuchia như một biện pháp chống lẩn tránh thuế. Đối với tấm pin mặt trời sản xuất tại Việt Nam, tổng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp có thể lên tới hơn 813% (271% thuế chống bán phá giá + 542% thuế chống trợ cấp) đối với một số nhà sản xuất. Các mức thuế cực cao này (có hiệu lực sau khi chính sách miễn thuế 2 năm kết thúc vào tháng 6/2024) sẽ làm giảm nhu cầu nhập khẩu tấm pin sản xuất tại Việt Nam vào thị trường Mỹ.

Nhu cầu trong nước mạnh mẽ với công suất điện mặt trời tăng gấp 3 lần trong Quy hoạch điện VIII sửa đổi

Quy hoạch điện VIII (QHĐ8), vừa được phê duyệt, thể hiện cam kết mở rộng mảng năng lượng tái tạo. QHĐ8 đặt ra tầm nhìn đầy tham vọng khi nguồn năng lượng tái tạo (điện mặt trời và điện gió) sẽ chiếm hơn 47% tổng công suất điện của Việt Nam vào năm 2030, riêng điện mặt trời sẽ đạt gần 60 GW, chiếm 29% tổng công suất. Công suất điện mặt trời vào năm 2030 sẽ tăng gấp 3 lần so với QHĐ8 trước đó, với việc ghi nhận thêm lần lượt 50%/50% công suất bổ sung từ cả các trang trại điện mặt trời/điện mặt trời áp mái trong giai đoạn 2025–2030. Điều này cho thấy nhu cầu mạnh mẽ đối với tấm pin và kính năng lượng mặt trời. Hiện tại, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu 100% tế bào quang điện và tấm pin năng lượng mặt trời.

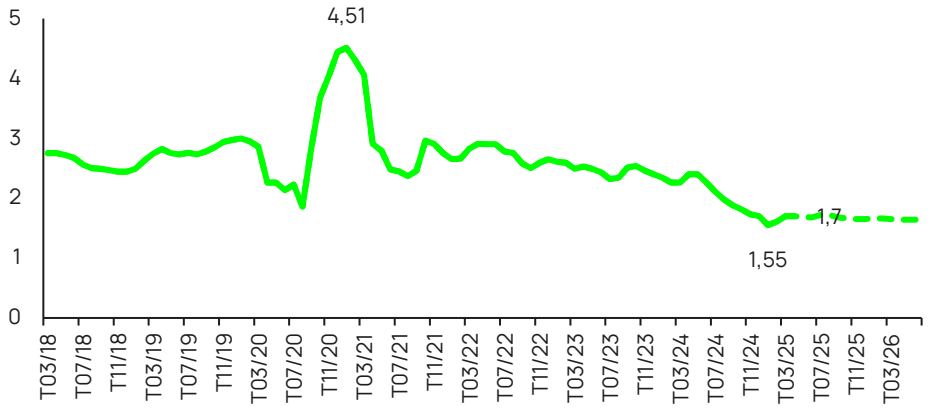
Cho đến nay, Việt Nam về cơ bản chỉ có một nhà cung cấp kính PV chính – Công ty TNHH Flat (Việt Nam) tại Hải Phòng, với sản lượng chỉ đáp ứng được một phần nhỏ nhu cầu trong nước, theo DPG. Flat Việt Nam là công ty con của Tập đoàn Flat Glass Trung Quốc và đang vận hành một cơ sở sản xuất quy mô lớn chuyên sản xuất kính năng lượng mặt trời cán cho mô-đun PV. Nhà máy của Flat tại Việt Nam (vận hành vào trong giai đoạn 2019–2020) có vốn đầu tư 6,7 nghìn tỷ đồng với công suất 1.589 tấn/ngày (gần gấp 4 lần so với nhà máy của DPG).

Giá bán

Giá kính năng lượng mặt trời PV đã ghi nhận sự biến động mạnh trong giai đoạn 2020–2021 — đạt đỉnh ở mức hơn 4,5 USD/kg — chủ yếu do gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu và sự tăng mạnh của nhu cầu điện mặt trời. Kể từ đó, giá bán đã giảm dần và đến đầu năm 2025 đã xuống mức thấp nhất trong 8 năm, dao động quanh mức hơn 1,5 USD/kg. Chúng tôi lưu ý rằng mức trên chỉ thể hiện giá bán cho sản phẩm kính năng lượng mặt trời PV sản xuất tại Trung Quốc/Đông Bắc Á và chỉ được sử dụng hoàn toàn như một mức giá tham chiếu để chúng tôi đưa ra giả định về giá bán trung bình cho sản phẩm kính năng lượng mặt trời PV của DPG.

Triển vọng cho thấy giá bán sẽ đi ngang trong thời gian tới, và dự kiến sẽ duy trì ổn định quanh mức hiện tại trong ngắn hạn. Điều này phản ánh sự cân bằng giữa các yếu tố gây áp lực giảm giá như: (1) chuỗi cung ứng dần ổn định, (2) sản lượng toàn cầu gia tăng, (3) cải tiến công nghệ theo thời gian, và (4) xu hướng phát triển bền vững của ngành điện mặt trời trên toàn cầu nhờ chi phí sản xuất ngày càng cạnh tranh.

Hình 24: Giá kính năng lượng mặt trời PV của Trung Quốc (USD/kg)



Nguồn: DPG, Business Analyt IQ, Vietcap

Bất động sản: Việc mở bán Casamia Balanca sẽ thúc đẩy lợi nhuận

Tập đoàn Đạt Phương đã triển khai một số dự án BĐS tại tỉnh Quảng Nam theo hình thức hợp đồng xây dựng – chuyển giao (BT). Đáng chú ý, vào năm 2016, tập đoàn đã đầu tư xây dựng cầu Km0+317 (còn gọi là cầu Đế Võng) trên tuyến đường dẫn phía Bắc cầu Cửa Đại tại Hội An. Đổi lại, UBND tỉnh Quảng Nam đã cấp đất để triển khai 4 dự án đô thị (không bao gồm dự án Bình Dương) với tổng diện tích khoảng 72,5 ha.

Hình 25: Dự án cầu Cửa Đại

Nguồn: DPG, Vietcap

Ban đầu, 5 khu đất đã được giao để thực hiện các dự án phát triển đô thị như một hình thức đối ứng cho công trình mà DPG xây dựng.

Casamia Hội An, tọa lạc tại xã Cẩm Thanh, Hội An, có quy mô 15,6 ha, bao gồm 217 căn thấp tầng và một lô khách sạn; toàn bộ các căn hộ đã được bán hết.

Tương tự, **Casamia Calm Hội An,** tọa lạc tại khu Đồng Nà, xã Cẩm Hà, Hội An, có diện tích 6,4 ha với 112 căn thấp tầng và một lô khách sạn, cũng đã hoàn tất việc bán hết các căn hộ.

Casamia Balanca, là dự án lớn nhất trong 3 dự án mang thương hiệu Casamia, có quy mô 31,1 ha, bao gồm 363 căn thấp tầng và một khu tái định cư, hiện đang trong quá trình hoàn thiện các thủ tục pháp lý liên quan đến việc phê duyệt phí sử dụng đất.

Ngược lại, **Tổ hợp nghỉ dưỡng Bình Dương**, một dự án quy mô lớn tại Thăng Bình với diện tích 180 ha, đã bị chính quyền địa phương thu hồi dù 83% diện tích mặt bằng đã được giải phóng; nhưng Đạt Phương vẫn có kế hoạch tham gia đấu thầu lại trong tương lai.

Đáng lưu ý, tại ĐHCĐ thường niên năm 2025 của công ty, ban lãnh đạo đã thông báo rằng UBND tỉnh Quảng Nam đã đồng ý cho phép công ty tái khởi động dự án Bình Dương mà không cần thực hiện đấu thầu cạnh tranh. Hiện công ty đang phối hợp với các sở, ban, ngành để hoàn tất thủ tục pháp lý, dự kiến sẽ tái khởi động dự án trong giai đoạn nửa cuối năm 2025.

Cuối cùng, **dự án Khu đô thị Nồi Rang** tại Duy Duyên, với 420 căn thấp tầng và 7 lô căn hộ trên diện tích 19,3 ha, đã được chuyển nhượng cho Chu Lai Hội An vào năm 2020 và sau đó sang FVGLAND vào năm 2022.

Hình 26: Casamia Hội An (15,6 ha)

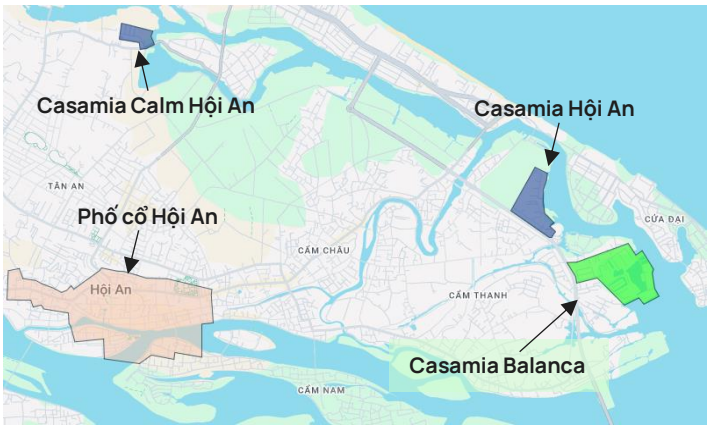
Nguồn: DPG, Thanhnien.vn, Vietcap

Hình 27: Casamia Calm Hội An (6,4 ha)

Nguồn: DPG, Dantri.vn, Vietcap

Dự án Casamia Balanca đã vấp phải nhiều sự chậm trễ đáng kể từ khi được khởi động. Ban đầu, toàn bộ việc bàn giao đất cho dự án dự kiến sẽ được hoàn tất vào quý 1/2017. Tuy nhiên, quá trình xác định tiền sử dụng đất gặp nhiều vướng mắc do: (1) thay đổi trong quy hoạch và cơ cấu sử dụng đất, (2) biến động chi phí xây dựng theo thời gian, và (3) thay đổi trong chính sách và tiêu chuẩn xây dựng. Ngoài ra, đến cuối năm 2021, vẫn còn khoảng 0,6 ha chưa được giải phóng mặt bằng do vướng mắc trong công tác bồi thường và giải phóng mặt bằng với người dân địa phương. Điều này đã cản trở tiến độ chung của dự án, trong khi một số hạng mục hạ tầng thiết yếu và 64 căn nhà ở đã được xây dựng, và kế hoạch thi công toàn diện của DPG bị trì hoãn.

Hình 28: Các dự án BĐS của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

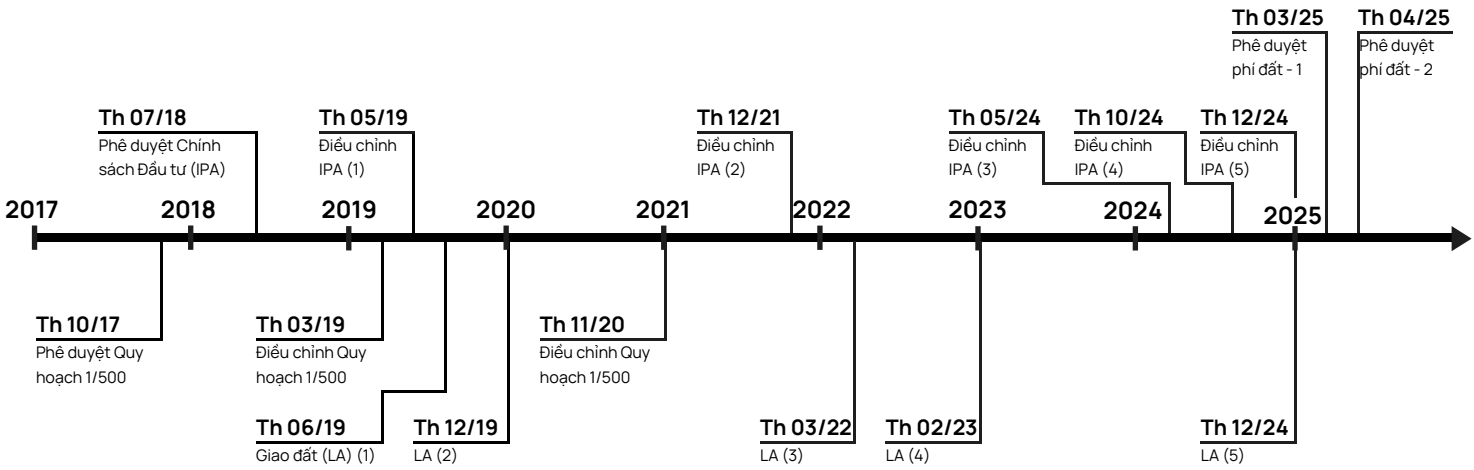
Hình 29: Tình trạng hiện tại của Casamia Balanca

Nguồn: DPG, Vietnammoi.vn, Vietcap (uploaded on March 16, 2025)

Vào ngày 24/12/2024, UBND tỉnh Quảng Nam đã phê duyệt điều chỉnh chủ trương đầu tư lần thứ 5 cho dự án Casamia Balanca, theo đề xuất của Công ty Cổ phần Đạt Phương Hội An. Trong lần điều chỉnh này, phần đất còn lại sẽ được bàn giao cho nhà đầu tư trước ngày 31/12/2024. Lần điều chỉnh thứ 5 này bao gồm một số thay đổi nhỏ trong phân loại diện tích đất và điều chỉnh tiến độ thực hiện dự án. Theo kế hoạch mới, các thủ tục pháp lý sẽ được hoàn tất và triển khai thi công trên toàn bộ khu vực dự án trước tháng 6/2025, đồng nghĩa với việc thời hạn phê duyệt tiền sử dụng đất sẽ phải hoàn tất trước thời điểm này.

Vào ngày 31/12/2024, UBND tỉnh Quảng Nam cũng đã chính thức bàn giao phần diện tích đất còn lại cho DPG sau gần hai năm chờ đợi.

Hình 30: Tiến độ pháp lý dự án Casamia Balanca



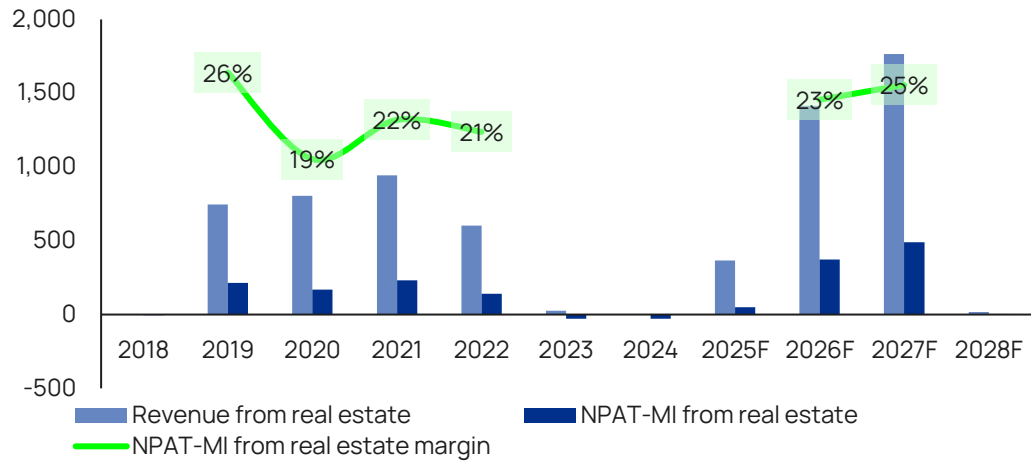
Nguồn: DPG, Vietcap

Vào ngày 20/03/2025, UBND tỉnh Quảng Nam đã ban hành quyết định phê duyệt giá đất cụ thể là 9,4 triệu đồng/m² cho 5 ha đất thuộc giai đoạn 1 của dự án Casamia Balanca. Diện tích này – bao gồm khu nhà ở chính (biệt thự và nhà liền kề) – chiếm khoảng 53% trên tổng số 9,5 ha đất được giao có thu tiền sử dụng đất, và sẽ làm căn cứ để DPG thực hiện nghĩa vụ tài chính với chính quyền địa phương. Việc hoàn tất các thông số quan trọng này của tỉnh đã giúp tháo gỡ một nút thắt lớn trong quy trình pháp lý của dự án.

Vào ngày 10/04/2025, UBND tỉnh Quảng Nam đã tiếp tục ban hành quyết định phê duyệt giá đất cụ thể là 9,4 triệu đồng/m² cho thêm 1,7 ha đất.

Ban lãnh đạo DPG cho biết các bước thủ tục còn lại để hoàn tất toàn bộ nghĩa vụ tài chính về đất, với tổng chi phí dự kiến khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng, sẽ được hoàn tất trong quý 2. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá đất bình quân sẽ ở mức 11 triệu đồng/m², và dự báo DPG sẽ hoàn tất toàn bộ nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất trong năm 2025.

Hình 31: Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS từ mảng BĐS của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap ước tính

Trong quá khứ, các dự án BĐS của DPG đã đạt mức biên lợi nhuận gộp trung bình 48% và biên LNST sau lợi ích CĐTS trung bình ước tính khoảng 22%. Chúng tôi dự báo dự án Casamia Balanca sẽ được tái khởi động trong nửa cuối năm 2025, từ đó bước vào giai đoạn mở bán trước ngay sau khi hoàn tất các thủ tục pháp lý. Theo thông tin từ dự án, diện tích sàn kinh doanh (NSA) là 7,8 ha. Phù hợp với mức giá trung bình của thị trường đối với dự án Casamia Hội An – nằm liền kề với Casamia Balanca – chúng tôi dự báo giá bán sẽ rơi vào khoảng 45 triệu đồng/m². Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng 10% số lượng sản phẩm sẽ được bàn giao trong năm 2025, 40% trong năm 2026, và 50% còn lại trong năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng dự án Casamia Balanca sẽ mang lại cho DPG dòng tiền ròng khoảng 1,5 nghìn tỷ đồng và LNST khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2028.

Triển vọng tài chính dài hạn

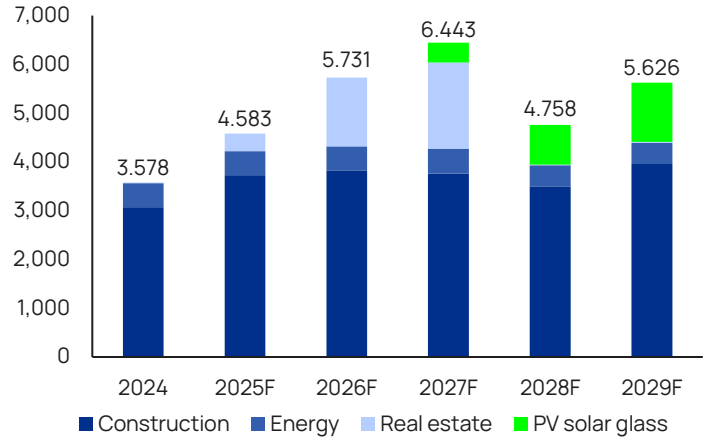
Chúng tôi dự báo LNST của DPG sẽ tăng trưởng với CAGR là 47% trong ba năm tới. Điều này chủ yếu được thúc đẩy bởi việc doanh thu mảng xây dựng tiếp tục tăng trưởng với mức CAGR 7% từ mức cơ sở cao trong năm 2024; sự đóng góp toàn phần của dự án Casamia Balanca (31 ha) với tổng LNST ước tính khoảng 1 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2027; và nguồn lợi nhuận ổn định từ danh mục thủy điện của công ty.

Trong 5 năm tới, doanh thu thuần của DPG dự kiến sẽ tăng trưởng với mức CAGR 9,5% trong giai đoạn 2024–2029, với mức tăng trưởng tạm thời trong năm 2026–2027 nhờ hoạt động bàn giao dự án Casamia Balanca. Dự án này dự kiến sẽ đóng góp khoảng 26% doanh thu trong các năm 2026 và 2027, đưa tổng doanh thu lần lượt lên mức 5,7 nghìn tỷ đồng (+25% YoY) và 6,4 nghìn tỷ đồng (+12% YoY) tương ứng cho 2 năm trên.

Khi Casamia Balanca bước vào giai đoạn giảm tốc từ năm 2028, tổng doanh thu sẽ điều chỉnh về mức bình thường là 4,8 nghìn tỷ đồng (-26% YoY) vào năm 2028 và 5,6 nghìn tỷ đồng (+18% YoY) vào năm 2029F. Đồng thời, mảng kính năng lượng mặt trời PV sẽ trở thành một trụ cột tăng trưởng mới — đóng góp 17% doanh thu vào năm 2028 và 22% vào năm 2029 — trong khi các mảng xây dựng và năng lượng vẫn tiếp tục là nền tảng ổn định của công ty.

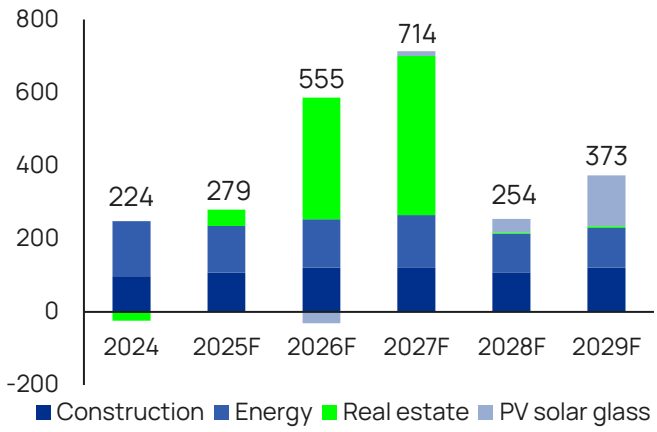
Về lợi nhuận, LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR là 10,8% trong giai đoạn 2024–2029, tăng từ mức 224 tỷ đồng trong năm 2024 lên 555 tỷ đồng trong năm 2026, và đạt đỉnh ở mức 714 tỷ đồng vào năm 2027 trong giai đoạn bàn giao của dự án Casamia Balanca. Sau đó, LNST sẽ ổn định trong khoảng từ 254–373 tỷ đồng đến năm 2029, nhờ được thúc đẩy bởi hai mảng cốt lõi là xây dựng và năng lượng, cùng với đà tăng trưởng lợi nhuận từ mảng kính năng lượng mặt trời PV.

Hình 32: Doanh thu thuần của DPG (tỷ đồng)



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 33: LNST sau lợi ích CĐTS của DPG (tỷ đồng)

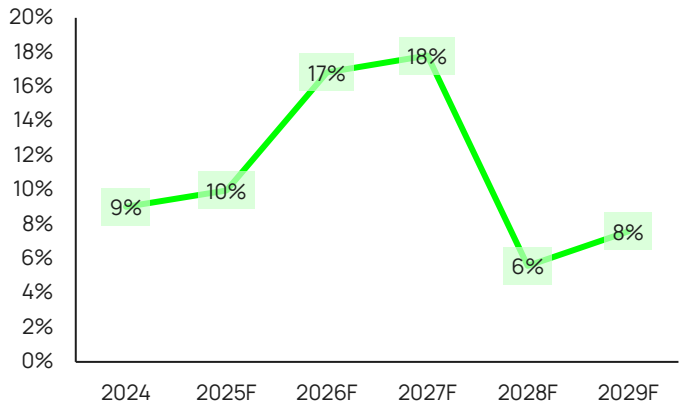


Nguồn: DPG, Vietcap ước tính

ROE dự kiến sẽ cải thiện từ mức 9% trong giai đoạn 2024–2025 lên 17% vào năm 2026 và 18% vào năm 2027, nhờ được thúc đẩy bởi mức lợi nhuận đạt đỉnh. Tuy nhiên, ROE được dự báo sẽ giảm xuống còn 6% vào năm 2028 (thấp hơn cả mức trước Casamia) do giả định thận trọng của chúng tôi rằng công ty sẽ giữ cổ tức tiền mặt ổn định ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu, phù hợp với xu hướng chi trả cổ tức trong quá khứ.

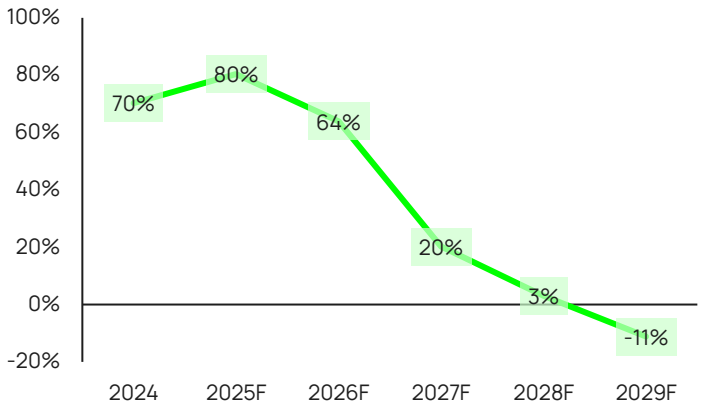
Tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH dự kiến sẽ tăng từ mức 70% trong năm 2024 lên 80% trong năm 2025, do công ty phát hành thêm nợ để tài trợ thanh toán tiền sử dụng đất và chi phí xây dựng. Tuy nhiên, điều này sẽ được bù đắp bởi dòng tiền mạnh mẽ từ việc mở bán trước dự án Casamia Balanca, dự kiến đạt 10% tổng giá trị bán hàng, tương đương khoảng 350 tỷ đồng. Đến năm 2026, khi dòng tiền từ dự án được thu về, DPG sẽ chuyển sang trạng thái nắm giữ tiền mặt ròng, với tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH đạt mức -11% vào năm 2029.

Hình 34: ROE của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

Hình 35: Nợ vay ròng/VCSH của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

Tóm lược quý 1/2025: Lợi nhuận tăng trưởng 2 chữ số, nhờ được thúc đẩy bởi mảng năng lượng

Hình 36: KQKD quý 1/2025

Tỷ đồng	Quý 1/2024	Quý 1/2025	% YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Doanh thu	**426**	**528**	**24%**	Do doanh thu từ mảng năng lượng và xây dựng tăng mạnh
Năng lượng	139	167	20%	Sản lượng tăng nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi
Xây dựng	274	351	28%	Ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng lớn đã ký trong năm 2023
BĐS & khác	13	10	-25%	
Giá vốn hàng bán	**-302**	**-375**	**24%**	
Lợi nhuận gộp	**124**	**153**	**23%**	
Năng lượng	99	126	27%	
Xây dựng	23	23	-1%	Chúng tôi cho rằng nguyên nhân biên lợi nhuận gộp tạm thời giảm từ mức 8,3% trong quý 1/2024 xuống mức 6,4% là do cách ghi nhận chi phí thận trọng.
BĐS & khác	2	4	96%	
Chi phí SG&A	-21	-22	8%	
LN từ HĐKD	**103**	**130**	**27%**	
Thu nhập tài chính	7	3	-54%	
Chi phí tài chính	-29	-28	-5%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	*-28*	*-28*	*-1%*	
LN từ công ty liên kết	0	0	N.M.	
LNTT	**82**	**105**	**28%**	
Chi phí thuế thu nhập	-5	-5	9%	
LNST trước lợi ích CĐTS	**78**	**100**	**29%**	
Lợi ích CĐTS	-25	-35	38%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**52**	**65**	**25%**	**Nhờ sự tăng trưởng cả về doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng năng lượng**

Nguồn: DPG, Vietcap

Triển vọng năm 2025: Đà tăng trưởng mạnh mẽ của mảng BĐS và xây dựng sẽ thúc đẩy lợi nhuận tăng trưởng

Hình 37: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Doanh thu	**3.578**	**4.583**	**28%**	
Năng lượng	488	489	0%	Chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng rằng điều kiện thời tiết sẽ thuận lợi cho hoạt động thủy điện.
Xây dựng	3.073	3.728	21%	Chủ yếu nhờ việc ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng có giá trị cao kỷ lục được ký vào năm 2023 (5,8 nghìn tỷ đồng) và các hợp đồng ngắn hạn ký trong nửa cuối năm 2024. Giá trị hợp đồng ký mới trong quý 1/2025 là 715 tỷ đồng, trái với việc không có hợp đồng ký mới trong quý 1/2024.
BĐS & khác	16	366	2161%	Chúng tôi có quan điểm thận trọng hơn so với kế hoạch của DPG là 619 tỷ đồng
Giá vốn hàng bán	**-3.031**	**-3.829**	**26%**	
Lợi nhuận gộp	**547**	**753**	**38%**	
Năng lượng	317	316	0%	
Xây dựng	223	262	18%	
BĐS & khác	8	175	2177%	
Chi phí SG&A	-97	-194	100%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng trưởng từ dự án Casamia Balanca khi được tái khởi động và mở bán vào năm 2025.
LN từ HĐKD	**450**	**560**	**24%**	
Thu nhập tài chính	18	22	25%	
Chi phí tài chính	-114	-157	38%	Chủ yếu do (1) chi phí lãi vay tăng sau khi thời gian ưu đãi vay hết hạn, liên quan đến các khoản vay tái cấp vốn 1,0 nghìn tỷ đồng (tương đương 77% tổng dư nợ dài hạn) cho dự án thủy điện Sơn Trà vào cuối năm 2023 và (2) dư nợ vay dự kiến sẽ tăng 21% để tài trợ cho việc thanh toán tiền sử dụng đất và chi phí xây dựng tại dự án Casamia Balanca.
Trong đó: Chi phí lãi vay	-113	-157	39%	
LN từ công ty liên kết	0	0	N.M.	
LNTT	**344**	**425**	**24%**	
Chi phí thuế thu nhập	-40	-63	57%	
LNST trước lợi ích CĐTS	**304**	**362**	**19%**	
Lợi ích CĐTS	-80	-83	3%	
LNST sau lợi ích CĐTS	**224**	**279**	**25%**	
Năng lượng	150	128	-15%	Do chúng tôi kỳ vọng điều kiện thời tiết thuận lợi sẽ giúp gần như bù đắp mức tăng chi phí lãi vay, phát sinh sau khi thời gian ưu đãi của các khoản vay tái cấp vốn kết thúc vào cuối năm 2023.
Xây dựng	98	107	9%	DPG dự kiến biên lợi nhuận sẽ giảm nhẹ bất chấp đà tăng trưởng mạnh của doanh thu
BĐS & khác	-24	44	N.M.	Chủ yếu do ghi nhận doanh thu từ một số căn có vị trí kém thuận lợi (với biên lợi nhuận thấp) tại Casamia Balanca.

Nguồn: DPG, Vietcap

Định giá

Phương pháp Định giá Tổng của từng phần (SoTP)

Chúng tôi định giá DPG theo phương pháp tổng của từng phần (SoTP) nhằm phản ánh đầy đủ giá trị của doanh nghiệp này. Theo đó, chúng tôi xác định giá mục tiêu là 66.100 đồng/cổ phiếu (tương ứng với tổng mức sinh lời dự phóng là 30,8%, bao gồm lợi suất cổ tức 1,9%).

Chúng tôi định giá mảng xây dựng của DPG theo phương pháp hệ số P/E, với mức P/E mục tiêu là 12,5 lần, được suy ra từ trung vị P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (15,6 lần). Sau đó, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 10% cho rủi ro uy tín gần đây và áp thêm mức chiết khấu 10% nữa do quy mô của DPG vẫn nhỏ hơn so với các công ty cùng ngành.

Chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để phản ánh tốt nhất khả năng tạo ra dòng tiền dài hạn của các tài sản mảng năng lượng của DPG. Với các dự án thủy điện, chúng tôi giả định thời gian vận hành sẽ là 40 năm và khấu hao trong vòng 20 năm. Trong khi đó, tài sản điện mặt trời được mô hình hóa với vòng đời hoạt động là 35 năm, và khấu hao trong 15 năm. Riêng dự án kính năng lượng mặt trời PV sẽ được định giá theo phương pháp NAV.

Chúng tôi áp dụng phương pháp RNAV cho dự án Casamia Balanca nhằm phản ánh đặc thù lợi nhuận không đều và tiến độ phát triển cụ thể của dự án. Đối với các dự án BĐS khác, chúng tôi sử dụng phương pháp giá trị sổ sách.

Hình 38: Định giá của DPG

Mảng kinh doanh/Dự án	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị phân bổ (tỷ đồng)
Xây dựng	P/E(*)	1.428	94%	1.343
Thủy điện Sơn Trà	CKDT	1.284	68%	881
Thủy điện Sông Bung 6	CKDT	884	61%	537
Điện mặt trời	CKDT	80	100%	80
Kính năng lượng mặt trời PV	NAV	465	73%	340
Casamia Balanca	RNAV	1.169	89%	1.040
Các dự án BĐS khác	Giá trị sổ sách	454	89%	403
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu				**4.624**
(+)Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của công ty mẹ				416
(-)Nợ vay của công ty mẹ				873
Giá trị VCSH ròng				**4.167**
Số lượng cổ phiếu (triệu)				63
Giá mục tiêu (đồng)				**66.100**
TL tăng %				28,8%
Lợi suất cổ tức %				1,9%
Tổng mức sinh lời %				**30,8%**

Nguồn: Dự báo của Vietcap (*) Dựa trên LNST dự phóng trung bình giai đoạn 2025 & 2026 của mảng xây dựng và hệ số P/E mục tiêu là 12,5 lần (với chiết khấu 20% so với P/E trung bình của các công ty cùng ngành).

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 39: Giả định tỷ lệ chiết khấu

Chi phí vốn	
Beta	1,3
Phần bù rủi ro VCSH	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%
Chi phí vốn cổ phần	**16,4%**
Chi phí lãi vay	7,5%
Tỷ lệ nợ vay	49,3%
Tỷ lệ VCSH	50,7%
Thuế suất hiệu dụng	11,6%
WACC	**11,6%**

Hình 40: Giả định CKDT của dự án thủy điện Sơn Trà

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	...	2061F
Lợi nhuận từ HĐKD	**195**	**196**	**196**	**202**	**153**	**153**	**153**	**153**		**38**
- Thuế	-20	-20	-20	-20	-15	-15	-15	-15		-4
+ Khấu hao	111	111	111	111	111	111	111	111		0
- Vốn XDCB	0	0	0	0	0	0	0	0		0
- Tăng vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	0		0
DTTD	**287**	**288**	**288**	**293**	**249**	**249**	**249**	**249**		**34**
GTHT của DTTD		273	244	222	169	152	136	122		1
Tổng GTHT của DTTD		**273**	**517**	**739**	**909**	**1.060**	**1.196**	**1.318**		**2.301**
Dư nợ vay										-1.017
Giá trị hiện tại ròng										**1.284**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 41: Giả định CKDT của dự án thủy điện Sông Bung 6

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	...	2052F
Lợi nhuận từ HĐKD	**88**	**88**	**90**	**104**	**82**	**82**	**82**	**82**		**108**
- Thuế	-9	-9	-9	-10	-8	-8	-8	-8		-11
+ Khấu hao	26	26	26	26	26	26	26	26		0
- Vốn XDCB	0	0	0	0	0	0	0	0		0
- Tăng vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	0		0
DTTD	**105**	**105**	**107**	**120**	**100**	**100**	**100**	**100**		**97**
GTHT của DTTD		99	91	91	68	61	55	49		5
Tổng GTHT của DTTD		**99**	**190**	**281**	**349**	**410**	**465**	**513**		**884**
Dư nợ vay										0
Giá trị hiện tại ròng										**884**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 42: Giả định CKDT của mảng điện mặt trời

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	...	2045F
Lợi nhuận từ HĐKD	**7**	**6**	**6**	**6**	**6**	**6**	**6**	**6**		**12**
- Thuế	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1		-1
+ Khấu hao	4	4	4	4	4	4	4	4		0
- Vốn XDCB	0	0	0	0	0	0	0	0		0
- Tăng vốn lưu động	0	0	0	0	0	0	0	0		0
DTTD	**10**	**9**	**9**	**9**	**9**	**10**	**10**	**10**		**11**
GTHT của DTTD		9	8	7	6	6	5	5		1
Tổng GTHT của DTTD		**9**	**17**	**24**	**30**	**36**	**41**	**46**		**80**
Dư nợ vay										0
Giá trị hiện tại ròng										**80**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 43: Giả định CKDT của mảng kính năng lượng mặt trời PV

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	...	2047F
Dòng tiền vào	0	0	0	406	812	1.218	1.462	1.624		1.170
Dòng tiền ra	0	-938	-1.245	-554	-485	-767	-933	-1.046		-786
Dòng tiền ròng	**0**	**-938**	**-1.245**	**-148**	**327**	**452**	**529**	**579**		**384**
GTHT của DTTD		-888	-1.057	-113	223	276	289	284		33
Tổng GTHT của DTTD		**-888**	**-1.944**	**-2.057**	**-1.833**	**-1.558**	**-1.268**	**-985**		**465**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 44: Giả định CKDT của Casamia Balanca

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền vào	784	1.749	1.399	0
Dòng tiền ra	1.020	725	709	0
Dòng tiền ròng	**-236**	**1.024**	**690**	**0**
GTHT của DTTD	-224	868	525	0
GTHT lũy kế của DTTD	**-224**	**645**	**1.169**	**1.169**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

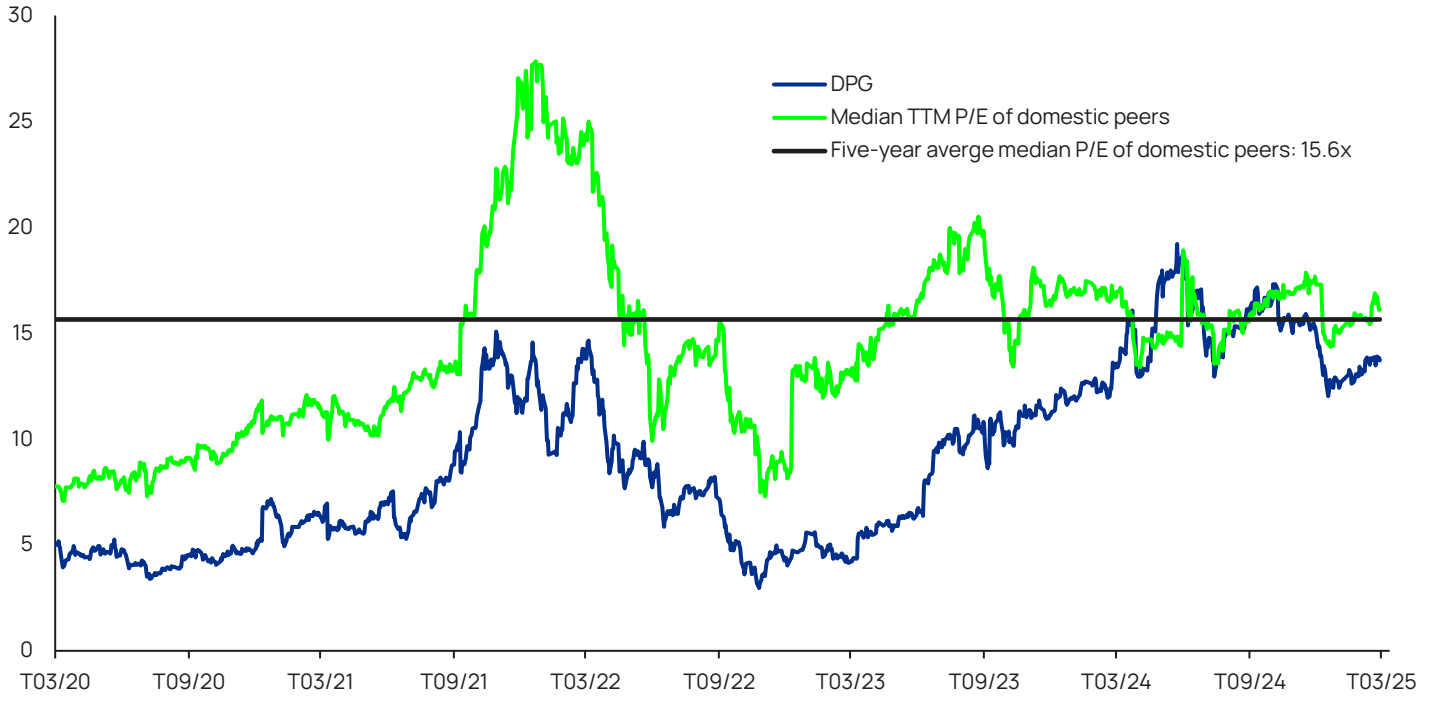
Chúng tôi lựa chọn các công ty trong nước hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng tương tự như DPG. Chúng tôi nhận thấy rằng trong quá khứ, các công ty cùng ngành thường được giao dịch với mức định giá cao hơn so với DPG. Chúng tôi cho rằng điều này là do quy mô nhỏ hơn của DPG so với các công ty cùng ngành, mặc dù biên lợi nhuận gộp của DPG tương đương với mức trung vị của nhóm các công ty cùng ngành, đồng thời ROE của DPG còn ở mức cao hơn so với nhóm các công ty cùng ngành.

Hình 45: Các công ty cùng ngành – mảng xây dựng

Công ty (triệu USD)	VHTT	Doanh thu thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ vay ròng/ VCSH %	ROE %	ROA %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt (x)	P/B (x)	EV/ EBITDA (x)	Biên LN gộp (%)
SJG	379	234	2,9	18	-71,6	44,6	6,7	1,9	4,7	21,4	1,5	9,0	21,1
CTD	331	914	38,6	15	97,6	-29,5	4,3	1,5	1,2	26,8	1,0	13,4	3,4
C4G	120	110	-3,6	5	-14,2	58,3	4,2	1,5	N/A	22,8	0,8	15,7	15,4
CTI	46	45	37,4	4	39,4	144,1	8,5	2,3	N/A	10,9	0,9	7,8	38,1
C47	10	38	-4,3	0	-73,4	90,5	0,9	0,2	N/A	N/A	0,6	7,6	8,9
VC2	22	49	13,3	2	288,8	45,5	6,2	2,0	N/A	9,8	0,6	13,6	11,5
LCG	80	100	25,2	5	27,5	23,8	5,2	2,2	4,7	15,3	0,8	8,1	13,2
SNZ	529	229	2,9	32	32,5	15,0	12,6	3,6	3,3	17,6	2,2	6,6	37,7
VCG	485	514	1,3	38	134,2	40,4	12,3	3,1	N/A	15,6	1,5	9,8	15,5
HHV	212	132	23,2	16	25,7	171,2	4,8	1,1	N/A	18,1	0,6	15,4	40,6
IJC	226	41	-31,7	13	-10,0	21,3	7,5	5,0	4,6	16,3	1,1	15,2	45,0
Trung bình	**222**	**219**	**9,6**	**14**	**43,3**	**56,8**	**6,7**	**2,2**	**3,7**	**17,5**	**1,1**	**11,1**	**22,8**
Trung vị	**212**	**110**	**2,9**	**13**	**27,5**	**44,6**	**6,2**	**2,0**	**4,6**	**16,9**	**0,9**	**9,8**	**15,5**
DPG	**124**	**144**	**5,6**	**13**	**14,4**	**75,1**	**8,7**	**3,7**	**2,0**	**13,7**	**1,6**	**14,2**	**15,6**

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 24/03/2025)

Hình 46: P/E của DPG và các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 24/03/2025)

Rủi ro

Kính năng lượng mặt trời PV

Rủi ro về giá bán đối với dự án kính năng lượng mặt trời của DPG đến từ sự biến động mạnh của thị trường toàn cầu, với những thay đổi đột ngột về cung – cầu. Sự cạnh tranh từ các nhà sản xuất lớn có chi phí thấp tại Trung Quốc có thể buộc DPG phải chấp nhận biên lợi nhuận mỏng hơn để bảo vệ thị phần. Ngoài ra, các biến động về chi phí logistics, tỷ giá, cũng như các chính sách thuế nhập khẩu hoặc biện pháp chống bán phá giá tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt (EU, Mỹ) có thể dẫn đến những thay đổi đột ngột về giá, qua đó gây ảnh hưởng lên sự ổn định trong chính sách giá bán của DPG.

Rủi ro công nghệ của DPG nằm ở việc dây chuyền sản xuất kính cán hiện tại của công ty có khả năng sẽ trở nên lạc hậu trong dài hạn. Nếu không kịp thời đầu tư vào R&D và nâng cấp thiết bị để bắt kịp các đổi mới, DPG có thể gặp khó khăn trong việc theo kịp các đối thủ về hiệu suất sản xuất, chất lượng quang học và tối ưu chi phí, từ đó làm suy giảm khả năng cạnh tranh trong dài hạn của công ty.

Rủi ro nguyên vật liệu thô tập trung vào nguồn cung cấp cát silica duy nhất của công ty (mỏ được cấp phép hiện tại chỉ đủ cung cấp cho khoảng 10 năm hoạt động theo sản lượng dự kiến). Điều này có nghĩa là khi nguồn dự trữ này cạn kiệt, công ty sẽ phải đối mặt với mức chi phí đầu vào cao hơn từ các nguồn thay thế, hoặc những bất định trong việc xin thêm giấy phép khai thác trong nước (vốn mất thời gian và tiềm ẩn rủi ro không được gia hạn), điều này có thể đẩy chi phí đầu vào tăng cao và làm gián đoạn hoạt động sản xuất. Tuy nhiên, ban lãnh đạo cho biết công ty đang xem xét sử dụng một mỏ khác có thể đáp ứng nhu cầu nguyên liệu cho dự án trong vòng 30–40 năm tới.

Nguy cơ hoãn hai dự án xây dựng và ảnh hưởng đến uy tín

Vào tháng 4/2024, Tập đoàn Thuận An trở thành đối tượng điều tra trong một vụ án lớn do Bộ Công an chủ trì, liên quan đến cáo buộc vi phạm quy định đấu thầu, đưa – nhận hối lộ và một số hành vi vi phạm pháp luật khác. Nhiều lãnh đạo cấp cao đã bị bắt giữ, bao gồm Chủ tịch HĐQT, Tổng Giám đốc và Phó Tổng Giám đốc. Mặc dù vụ việc xoay quanh dự án cao tốc Tuyên Quang – Hà Giang, nhưng đã khiến cho toàn bộ hoạt động của Tập đoàn Thuận An bị giám sát chặt chẽ hơn và có thể kéo theo việc tăng cường kiểm tra các dự án khác có sự tham gia của doanh nghiệp này.

Hai liên doanh giữa DPG và Tập đoàn Thuận An — gồm dự án cầu Đại Ngãi 2 (giá trị hợp đồng 1,7 nghìn tỷ đồng, phần của DPG là 202 tỷ đồng) và tuyến đường vành đai 3 đoạn qua TP. Thủ Đức (giá trị hợp đồng 2,3 nghìn tỷ đồng, phần của DPG là 169 tỷ đồng) — không nằm trong diện điều tra. Cả hai công trình hiện vẫn đang thi công đúng tiến độ và chưa ghi nhận gián đoạn nào. Tuy nhiên, chính quyền địa phương tại Quảng Nam và Phú Yên đã bắt đầu xem xét lại các dự án của Thuận An tại hai tỉnh này, và điều này có thể lan rộng ra các tỉnh khác. Mặc dù giá trị 2 gói thầu của DPG với Thuận An là tương đối nhỏ, nhưng các dự án này vẫn có ý nghĩa chiến lược quan trọng vì chúng giúp củng cố thành tích của DPG trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng trọng điểm.

Nhìn chung, mối lo ngại chính nằm ở việc quá trình điều tra liên quan đến Tập đoàn Thuận An có khả năng sẽ kéo dài và có thể sẽ làm chậm tiến độ hoặc trì hoãn việc hoàn thành dự án, từ đó khiến cho thời gian nghiệm thu bị kéo dài và gây ảnh hưởng đến hồ sơ năng lực của DPG. Ngoài các vấn đề trước mắt của mảng xây dựng, bất kỳ tổn hại nào đến uy tín do có liên quan cũng có thể làm giảm lợi thế cạnh tranh của công ty trong các gói thầu tương lai, khi mà các cơ quan quản lý, nhà đầu tư và khách hàng ngày càng nhạy cảm hơn đối với các rủi ro về pháp lý và sự tuân thủ các quy định pháp luật.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	**3.578**	**4.583**	**5.731**	**6.443**
Giá vốn hàng bán	-3.031	-3.829	-4.507	-4.916
Lợi nhuận gộp	**547**	**753**	**1.224**	**1.527**
Chi phí bán hàng	-2	-72	-142	-189
Chi phí quản lí DN	-95	-122	-153	-171
LN từ HĐKD	**450**	**560**	**929**	**1.167**
Doanh thu tài chính	18	22	42	64
Chi phí tài chính	-114	-157	-155	-174
Trong đó, chi phí lãi vay	-113	-157	-155	-174
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-10	0	0	0
LNTT	**344**	**425**	**816**	**1.056**
Thuế TNDN	-40	-63	-144	-183
LNST trước lợi ích CĐTS	**304**	**362**	**672**	**874**
Lợi ích CĐ thiểu số	-80	-83	-117	-160
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**224**	**279**	**555**	**714**
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi [1]	**223**	**279**	**555**	**714**
EBITDA	593	721	1.137	1.437
EPS báo cáo, VND	3.553	4.435	8.812	11.328
EPS cốt lõi[1], VND	3.547	4.435	8.812	11.328
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	28%	23%	11%	9%

(1) LN sau các khoản mục bất thường, lỗ tỷ giá và chi phí khen thưởng & phúc lợi

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	3,7%	28,1%	25,0%	12,4%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-8,3%	24,5%	66,0%	25,5%
Tăng trưởng LNTT	8,4%	23,6%	92,1%	29,4%
Tăng trưởng EPS	10,3%	24,8%	98,7%	28,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,3%	16,4%	21,3%	23,7%
Biên LN từ HĐKD %	12,6%	12,2%	16,2%	18,1%
Biên EBITDA %	16,6%	15,7%	19,8%	22,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	6,3%	6,1%	9,7%	11,1%
ROE %	9,0%	10,0%	16,8%	17,8%
ROA %	3,4%	4,0%	6,6%	7,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	143	142	117	58
Số ngày phải thu	101	85	66	60
Số ngày phải trả	48	43	39	36
TG luân chuyển tiền	196	184	144	82
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,6	1,9
CS thanh toán nhanh	0,9	0,8	1,2	1,8
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,4	0,7	1,3
Nợ/Tài sản	38,4%	38,0%	41,9%	40,5%
Nợ/Vốn sử dụng	48,6%	49,3%	51,8%	47,3%
Nợ/Vốn CSH	70,3%	80,4%	63,9%	20,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0x	3,6x	6,0x	6,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tương đương	1.017	1.088	2.087	3.226
Đầu tư ngắn hạn	69	69	69	69
Các khoản phải thu	1.107	1.018	1.054	1.070
Hàng tồn kho	1.222	1.752	1.149	408
Tài sản ngắn hạn khác	113	113	113	113
Tổng tài sản ngắn hạn	**3.527**	**4.040**	**4.472**	**4.886**
Tài sản cố định, gộp	3.367	4.651	6.050	6.487
- Khấu hao lũy kế	-1.167	-1.328	-1.536	-1.807
Tài sản cố định, ròng	2.200	3.323	4.514	4.680
Đầu tư TC dài hạn	11	11	11	11
TS dài hạn khác	681	285	236	211
Tổng TS dài hạn	**2.891**	**3.619**	**4.761**	**4.903**
Tổng Tài sản	**6.419**	**7.660**	**9.233**	**9.789**
Phải trả ngắn hạn	415	481	493	484
Nợ ngắn hạn	1.144	945	1.060	1.151
Nợ ngắn hạn khác	923	1.272	1.272	923
Tổng nợ ngắn hạn	**2.481**	**2.699**	**2.825**	**2.558**
Nợ dài hạn	1.324	1.967	2.806	2.816
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng nợ	**3.806**	**4.667**	**5.632**	**5.376**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	630	630	630	630
Thặng dư vốn cổ phần	18	18	18	18
Lợi nhuận giữ lại	1,272	1,488	1,980	2,631
Vốn khác	47	47	47	47
Lợi ích CĐTS	646	810	927	1.088
Tổng vốn chủ sở hữu	**2.613**	**2.993**	**3.602**	**4.413**
Tổng cộng nguồn vốn	**6.419**	**7.660**	**9.233**	**9.789**
CP lưu hành cuối năm (tr)	63	63	63	63

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	**1.432**	**1.017**	**1.088**	**2.087**
Lợi nhuận sau thuế	224	279	555	714
Khấu hao	143	161	208	271
Thay đổi vốn lưu động	-787	-26	579	368
Điều chỉnh khác	133	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	**-287**	**415**	**1.342**	**1.352**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-77	-889	-1.350	-413
Đầu tư, ròng	140	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**63**	**-889**	**-1.350**	**-413**
Cổ tức đã trả	-120	-63	-63	-63
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	63	-199	115	92
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-134	643	839	11
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	164	117	160
Tiền từ hoạt động TC	**-191**	**546**	**1.007**	**200**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-416**	**72**	**999**	**1.139**
Tiền cuối năm	**1.017**	**1.088**	**2.087**	**3.226**

Nguồn: DPG, Dự báo của Vietcap

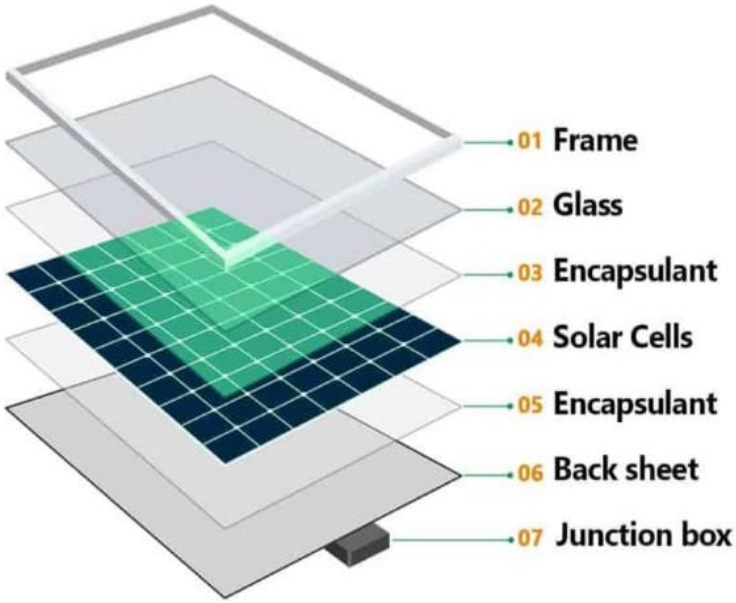
Phụ lục

Cấu trúc tấm pin & kính năng lượng mặt trời

Một tấm pin năng lượng mặt trời điển hình được cấu tạo theo từng lớp: một khung nhôm bên ngoài để tạo độ vững chắc; một lớp kính cường lực để bảo vệ và cho phép ánh sáng đi qua; hai lớp màng bọc (thường là EVA) có tác dụng liên kết và bảo vệ các tế bào quang điện; một lớp nền mặt sau để bảo vệ và bịt kín phần đáy; cùng với một hộp nối để kết nối điện.

Bên cạnh sản phẩm kính năng lượng mặt trời PV siêu trắng, DPG cũng cung cấp khung nhôm và màng mặt sau, nhằm mang đến các mô-đun tích hợp hoàn chỉnh theo yêu cầu của khách hàng, đồng thời cải thiện khả năng sinh lời.

Hình 47: Cấu trúc tấm pin năng lượng mặt trời

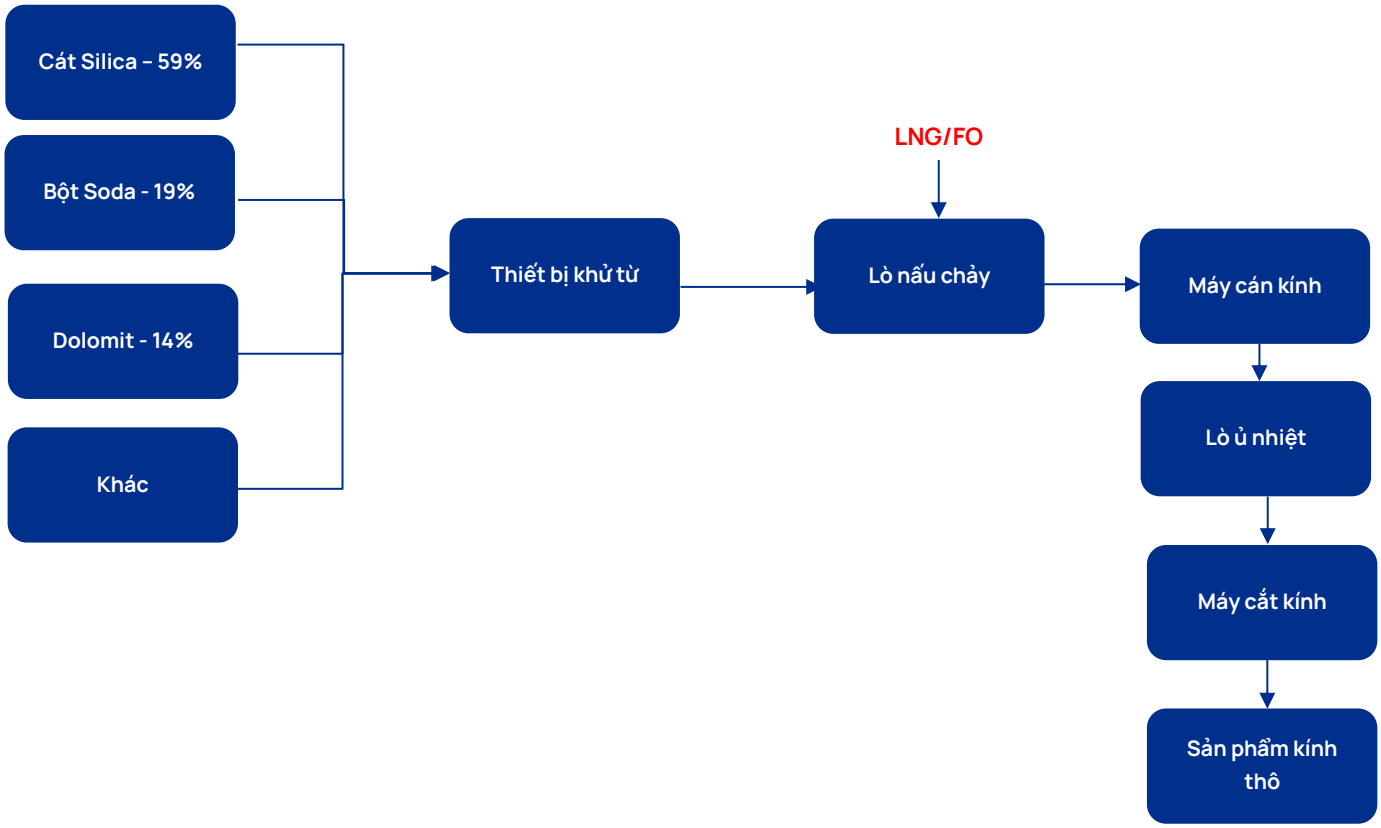


Nguồn: DPG, Sol Voltaics, Vietcap

Quy trình sản xuất kính năng lượng mặt trời PV

Quy trình sản xuất kính năng lượng mặt trời PV bắt đầu bằng việc trộn các nguyên liệu thô chính – chủ yếu là cát silica tinh khiết, bột soda và dolomit – thành hỗn hợp nguyên liệu, sau đó được đưa qua thiết bị khử từ rồi nạp vào lò nấu chảy. Lò nấu chảy sử dụng chủ yếu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) làm nhiên liệu, với dầu FO là nguồn năng lượng dự phòng. Thủy tinh nóng chảy sau đó được tạo hình thành tấm kính siêu trắng có hoa văn bằng phương pháp cán kính, trong đó thủy tinh được đưa qua các trục cán để đạt được độ dày và bề mặt hoa văn mong muốn. Sau bước tạo hình, kính sẽ được ủ nhiệt từ từ nhằm giải tỏa ứng suất bên trong, tiếp đến là tôi nhiệt để tăng độ bền và độ cứng. Cuối cùng, kính sẽ được phủ lớp chống phản xạ (AR) và cắt theo kích thước yêu cầu, sẵn sàng để sử dụng trong các tấm pin năng lượng mặt trời.

Hình 48: Quy trình công nghệ sản xuất kính năng lượng mặt trời PV



Nguồn: DPG, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa
9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản
Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Phú Lộc, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.