

CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)

KHẢ QUAN +17,8%

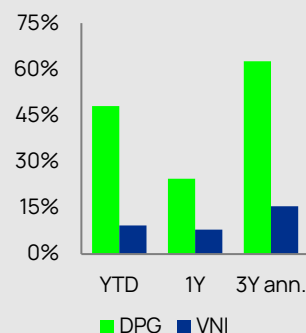
Ngành	Đa ngành
Ngày báo cáo	08/07/2025
Giá hiện tại	43.300 VND
Giá mục tiêu	50.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất*	41.400 VND
TL tăng	+15,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%
Tổng mức sinh lời	+17,8%
<i>*Điều chỉnh theo cổ tức cổ phiếu 60%</i>	
GT vốn hóa	4,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	67,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	0,0%
SL cổ phiếu lưu hành	101 tr
Pha loãng	101 tr

	DPG	VNI
P/E (trượt)	18,5x	14,1x
P/B (hiện tại)	2,2x	1,7x
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 240 ha tại khu vực miền Trung Việt Nam.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.578	4.300	5.651	7.024
% YoY	4%	20%	31%	24%
LNST sau lợi ích CĐTS	224	303	713	922
% YoY	10%	35%	135%	29%
EPS	10,3%	35,4%	135,3%	29,3%
Biên LN gộp	15,3%	18,5%	25,8%	26,7%
Biên LN ròng	6,3%	7,0%	12,6%	13,1%
ROE	9,0%	10,9%	21,3%	21,9%
Nợ vay ròng/CSH	70,3%	105,9%	70,9%	50,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	19,5x	14,4x	6,1x	4,7x
P/B	1,5x	2,0x	1,6x	1,2x
EV/EBITDA	11,2x	9,9x	5,3x	4,1x

Tiến độ dự án bất động sản rõ ràng hơn thúc đẩy định giá

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu của CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG) thêm 21% lên 50.000 đồng/cổ phiếu (tổng mức sinh lời 17,8%) và hạ khuyến nghị từ MUA xuống KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ dự báo tổng LNST tăng 17%, tương ứng +9%/+29%/+29%/-25%/+11% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29. Điều này chủ yếu do 1) dự phóng lợi nhuận từ Casamia Balanca cao hơn 33% và 2) ước tính 57 tỷ đồng lợi nhuận từ Casamia Quảng Bình (xem trang 5), bù đắp cho (3) lợi nhuận thấp hơn từ mảng xây dựng khi DPG giảm tỷ lệ sở hữu và không còn hợp nhất hai công ty con (Đạt Phương số 1&2, xem trang 10).
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS là 35% vào năm 2025, chủ yếu do (1) mảng bất động sản (BDS) phục hồi với dự án Casamia Balanca ghi nhận doanh thu ban đầu khoảng 600 tỷ đồng, và (2) ghi nhận doanh thu xây dựng từ các hợp đồng đã ký đạt kỷ lục vào năm 2023 (5,8 nghìn tỷ đồng).
- Chúng tôi dự báo LNST của DPG sẽ tăng gấp 3 lần trong 3 năm tới, tương ứng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2027 là 74%, chủ yếu được thúc đẩy bởi đóng góp đầy đủ từ Casamia Balanca (31 ha) với tổng LNST ước tính khoảng 1,4 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2025-2027, tăng trưởng doanh thu ở mức một chữ số từ mảng xây dựng và đóng góp lợi nhuận ổn định từ danh mục thủy điện.
- Chúng tôi cho rằng DPG có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2025/26/27 lần lượt là 14,4 lần/6,1 lần/4,7 lần. Chúng tôi dự báo DPG sẽ chi trả cổ tức tiền mặt ổn định 1.000 đồng/cổ phiếu mỗi năm.
- Rủi ro:** Tiến độ bán hàng của Casamia Balanca chậm hơn kỳ vọng; sản lượng hoặc giá bán trung bình của kinh năng lượng mặt trời PV thấp hơn kỳ vọng.

Dự án Casamia Balanca đã mở bán vào tháng 6/2025; DPG tự tin sẽ hoàn tất việc bán hàng trong vòng chưa đầy hai năm. Chúng tôi tăng 17% giá định giá bán trung bình lên mức 52 triệu đồng/m² và nâng tổng diện tích sàn ròng (NFA) lên thêm 8% (theo cập nhật mới nhất). Mức tăng này bù đắp cho mức tăng 15% của chi phí đất theo quy định mới về dự án Xây dựng - Chuyển giao (BT). Theo ban lãnh đạo, tổng doanh thu dự kiến ước tính đạt 5,5-6 nghìn tỷ đồng, cao hơn so với dự báo trước đây của chúng tôi là 3,5 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi đưa dự án khu nghỉ dưỡng Bình Dương tại huyện Thăng Bình, tỉnh Quảng Nam (180 ha) vào dự báo của chúng tôi. Vào ngày 17/06, DPG đã công bố việc điều chỉnh nội dung chủ trương đầu tư theo Thông báo số 129/TB-UBND ngày 28/03/2025 của UBND tỉnh Quảng Nam. Tổng vốn đầu tư là 3 nghìn tỷ đồng. Đây là dự án đa sản phẩm, tập trung vào khu nghỉ dưỡng sân golf, bao gồm biệt thự, khu phức hợp khách sạn và quỹ đất phát triển thứ cấp. Chúng tôi ước tính tổng doanh thu và LNST sẽ lần lượt ở mức 4,0 nghìn tỷ đồng và 950 tỷ đồng trong giai đoạn 2028-2034, và giá trị tài sản ròng được tái định giá (RNAV) dự phóng là 640 tỷ đồng, cùng với tỷ suất hoàn vốn (IRR) ước tính là khoảng 24%.

DPG dự kiến sẽ triển khai dự án Casamia Quảng Bình (27 ha) vào năm 2028. Dự án này đã được chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 7/2023 và được chấp thuận nhà đầu tư vào tháng 10/2024. Hiện dự án đang tiến hành lập quy hoạch tổng thể 1/500 và thực hiện công tác giải phóng mặt bằng. Tổng vốn đầu tư là 2,4 nghìn tỷ đồng, với dòng sản phẩm nhà thấp tầng, tiếp nối chuỗi Casamia thành công tại Hội An. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu và LNST sẽ lần lượt ở mức 3,4 nghìn tỷ đồng và 1 nghìn tỷ đồng, với RNAV đạt khoảng 275 tỷ đồng, và IRR ước tính là khoảng 23%, thấp hơn so với mức 55% của Casamia Balanca.

Triển vọng năm 2025: Mảng BĐS dự kiến sẽ thúc đẩy lợi nhuận trong bối cảnh mảng điện và xây dựng gặp khó khăn

Hình 1: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi trong dự báo
Doanh thu	3.578	4.300	20%	-6%	
Năng lượng	488	489	0%	0%	(b) Do chúng tôi dự báo doanh thu mảng này sẽ giảm khoảng 500 tỷ đồng/năm do việc không còn hợp nhất 2 công ty con. (a & b) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 17% đối với giá định giá bán trung bình của chúng tôi, lên mức 52 triệu đồng/m², (2) mức tăng 8% lên mức 8,3 ha của NFA, và (3) mức tăng nhẹ lên mức 13% của tỷ lệ bàn giao trong năm 2025.
Xây dựng	3.073	3.228	5%	-13%	
BĐS & khác	16	583	3502%	59%	
Giá vốn hàng bán	-3.031	-3.505	16%	-8%	
Lợi nhuận gộp	547	795	45%	5%	
Năng lượng	317	316	0%	0%	(a & b) Chủ yếu do tiến mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn giảm, bắt nguồn từ mức tăng 15,3% đối với chi phí đất cho dự án Casamia Balanca. (a) Chủ yếu do (1) chi phí lãi vay tăng sau khi hết thời gian ưu đãi lãi suất kể từ đợt tái cấp vốn vào cuối năm 2023 đối với khoản vay 1,0 nghìn tỷ đồng của Thủy điện Sơn Trà và (2) dư nợ dự kiến tăng 15% để tài trợ cho khoản thanh toán chi phí đất và chi phí xây dựng tại Casamia Balanca.
Xây dựng	223	227	2%	-13%	
BĐS & khác	8	251	3174%	44%	
Chi phí SG&A	-97	-203	109%	5%	(a & b) Chủ yếu do tiến mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn giảm, bắt nguồn từ mức tăng 15,3% đối với chi phí đất cho dự án Casamia Balanca. (a) Chủ yếu do (1) chi phí lãi vay tăng sau khi hết thời gian ưu đãi lãi suất kể từ đợt tái cấp vốn vào cuối năm 2023 đối với khoản vay 1,0 nghìn tỷ đồng của Thủy điện Sơn Trà và (2) dư nợ dự kiến tăng 15% để tài trợ cho khoản thanh toán chi phí đất và chi phí xây dựng tại Casamia Balanca.
LN từ HĐKD	450	592	32%	6%	
Thu nhập tài chính*	18	9	-51%	-60%	
Chi phí tài chính	-114	-156	37%	-1%	(a & b) Chủ yếu do tiến mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn giảm, bắt nguồn từ mức tăng 15,3% đối với chi phí đất cho dự án Casamia Balanca. (a) Chủ yếu do (1) chi phí lãi vay tăng sau khi hết thời gian ưu đãi lãi suất kể từ đợt tái cấp vốn vào cuối năm 2023 đối với khoản vay 1,0 nghìn tỷ đồng của Thủy điện Sơn Trà và (2) dư nợ dự kiến tăng 15% để tài trợ cho khoản thanh toán chi phí đất và chi phí xây dựng tại Casamia Balanca.
Trong đó: Chi phí lãi vay	-113	-156	38%	-1%	
LN từ công ty liên kết*	0	0	N.M.	N.M.	
LNTT	344	445	29%	5%	
Chi phí thuế thu nhập	-40	-67	69%	7%	
LNST trước lợi ích CĐTS	304	378	24%	4%	
Lợi ích CĐTS	-80	-75	-7%	-10%	(a & b) Được thúc đẩy bởi việc ghi nhận doanh thu từ các dự án Casamia Balanca, bù đắp cho mức giảm của lợi nhuận mảng năng lượng và xây dựng. (a) Do chi phí lãi vay tăng sau khi kết thúc thời gian ưu đãi sau đợt tái cấp vốn vào cuối năm 2023, qua đó lấn át kỳ vọng của chúng tôi về điều kiện thời tiết thuận lợi. (a & b) Do mức giảm của doanh thu sau khi bỏ hợp nhất hai công ty con, cùng với mức giảm nhẹ của biên lợi nhuận. (b) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 17% của giá định giá bán trung bình, (2) mức tăng 8% của NFA, và (3) mức tăng nhẹ của lượng bàn giao trong năm 2025; các yếu tố này bù đắp cho (4) mức tăng 15,3% của chi phí đất.
LNST sau lợi ích CĐTS	224	303	35%	9%	
Năng lượng	150	129	-14%	0%	
Xây dựng	98	86	-12%	-20%	
BĐS & khác	-24	89	N.M.	101%	

Nguồn: DPG, Vietcap (*Do chưa có thêm thông tin công bố liên quan đến thương vụ thoái vốn khỏi DP1/DP2, nên chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ khoản lãi/lỗ tài chính hoặc phần lợi nhuận từ công ty liên kết nào liên quan đến DP1/DP2.)

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận dự kiến tăng trưởng trên tất cả các mảng

Hình 2: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Doanh thu	4.300	5.651	31%	
Năng lượng	489	493	1%	
Xây dựng	3.228	3.398	5%	
BDS & khác	583	1.760	202%	Vì chúng tôi dự báo 40% số căn tại dự án Casamia Balanca sẽ được bàn giao trong năm 2026.
Giá vốn hàng bán	-3.505	-4.190	20%	
Lợi nhuận gộp	795	1.461	84%	
Năng lượng	316	319	1%	
Xây dựng	227	245	8%	
BDS & khác	251	897	257%	
Chi phí SG&A	-203	-300	48%	
LN từ HĐKD	592	1.160	96%	
Thu nhập tài chính*	9	35	296%	Chủ yếu do mức tăng của lượng tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn trong giai đoạn mở bán của dự án Casamia Balanca.
Chi phí tài chính	-156	-170	9%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	-156	-170	9%	
LN từ công ty liên kết*	0	0	N.M	
LNTT	445	1.024	130%	
Chi phí thuế thu nhập	-67	-186	177%	
LNST trước lợi ích CĐTS	378	838	122%	
Lợi ích CĐTS	-75	-125	68%	
LNST sau lợi ích CĐTS	303	713	135%	Được thúc đẩy bởi mức tăng gấp 5,5 lần YoY của LNST sau lợi ích CĐTS mảng BDS và sự cải thiện lợi nhuận của mảng năng lượng và xây dựng.
Năng lượng	129	133	3%	
Xây dựng	86	111	29%	Chủ yếu nhờ sự phục hồi của biên lợi nhuận sau mức giảm nhẹ trong năm 2025 do cạnh tranh gay gắt.
BDS & khác	89	469	430%	

Nguồn: DPG, Vietcap (*Do chưa có thêm thông tin công bố liên quan đến thương vụ thoái vốn khỏi DP1/DP2, nên chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ khoản lãi/lỗ tài chính hoặc phần lợi nhuận từ công ty liên kết nào liên quan đến DP1/DP2.)

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 50.000 đồng/cổ phiếu (tương ứng với mức tổng mức sinh lời dự phóng là 17,8%, bao gồm lợi suất cổ tức 2,3%).

Chúng tôi định giá mảng xây dựng của DPG theo phương pháp hệ số P/E, với mức P/E mục tiêu là 12,6 lần, được suy ra từ trung vị P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (15,7 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 kinh năng lượng mặt trời PV sẽ được định giá theo phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV).

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

Chúng tôi tăng 21% giá mục tiêu lên mức 50.000 đồng (tổng mức sinh lời 17,8%) và hạ khuyến nghị xuống KHẢ QUAN đối với cổ phiếu DPG. Mức tăng đối với giá mục tiêu của chúng tôi được thúc đẩy bởi việc chúng tôi tăng 17% dự báo tổng LNST, với các mức thay đổi lần lượt là +9%/+29%/+29%/-25%/+11% cho các năm 2025/26/27/28/29. Mức định giá cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ mức tăng 66% đối với định giá của mảng BĐS, mà từ đó bù đắp cho mức giảm 7% của định giá mảng xây dựng. Các mảng xây dựng/điện/BDS lần lượt chiếm 23%/34%/44% tổng giá trị vốn chủ sở hữu của DPG.

Hình 3: 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 - Công ty mẹ	P/E (*)	1.237	100%	1.237
Thủy điện Sơn Trà	CKDT	1.297	68%	886
Thủy điện Sông Bung 6	CKDT	889	61%	545
Điện mặt trời	CKDT	80	100%	80
Kinh năng lượng mặt trời PV	NAV	481	73%	351
Casamia Balanca	RNAV	1.562	89%	1.388
Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương	RNAV	640	89%	569
Casamia Quảng Bình	RNAV	275	89%	244
Các dự án BĐS khác	Giá trị sổ sách	217	89%	192
Tổng giá trị vốn chủ sở hữu				5.494
(+) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của công ty mẹ				416
(-) Nợ vay của công ty mẹ				873
Giá trị VCSH ròng				5.037
Số lượng cổ phiếu (triệu)				101
Giá mục tiêu (đồng)				50.000
TL tăng %				15,5%
Lợi suất cổ tức %				2,3%
Tổng mức sinh lời %				17,8%

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 12,6 lần (với chiết khấu 20% so với P/E trung bình của các công ty cùng ngành).

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 4: 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	15,0%
WACC	11,6%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 5: 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 XD CB	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	223	170	152	137	123		1
Tổng GTHT của DTTD		273	517	740	910	1.062	1.199	1.321		2.314
Dư nợ vay										-1.017
Giá trị hiện tại ròng										1.297

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 6: 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 XD CB	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	282	350	411	465	515		889
Dư nợ vay										0
Giá trị hiện tại ròng										889

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 7: 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 XD CB	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	42	46		80
Dư nợ vay										0
Giá trị hiện tại ròng										80

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: 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	-1.058	-113	224	277	290	285		33
Tổng GTHT của DTTD		-888	-1.946	-2.058	-1.835	-1.558	-1.267	-982		481

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Giả định CKDT của Casamia Balanca

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền vào	1.055	2.179	1.613
Dòng tiền ra	-1.221	-846	-843
Dòng tiền ròng	-166	1.333	770
GTHT của DTTD	-157	1.132	587
GTHT lũy kế của DTTD	-157	975	1.562

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 10: Giả định CKDT của Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	...	2046F
Dòng tiền vào	89	177	573	405	592	753	1.088	566		520
Dòng tiền ra	-104	-225	-892	-843	-578	-755	-798	-459		-112
Dòng tiền ròng	-15	-47	-320	-437	15	-2	290	106		408
GTHT của DTTD	-13	-36	-218	-268	8	-1	128	42		39
Tổng GTHT của DTTD	-13	-49	-268	-536	-528	-529	-401	-358		640

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 11: Giả định CKDT của Casamia Quảng Bình

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
Cash Inflow	254	254	171	343	685	1.028	1.199
Cash Outflow	-263	-620	-393	-668	-529	-158	-301
Dòng tiền ròng	-9	-366	-221	-326	156	869	899
GTHT của DTTD	-7	-279	-151	-200	86	429	397
GTHT lũy kế của DTTD	-7	-286	-437	-637	-551	-122	275

Nguồn: Dự báo của Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

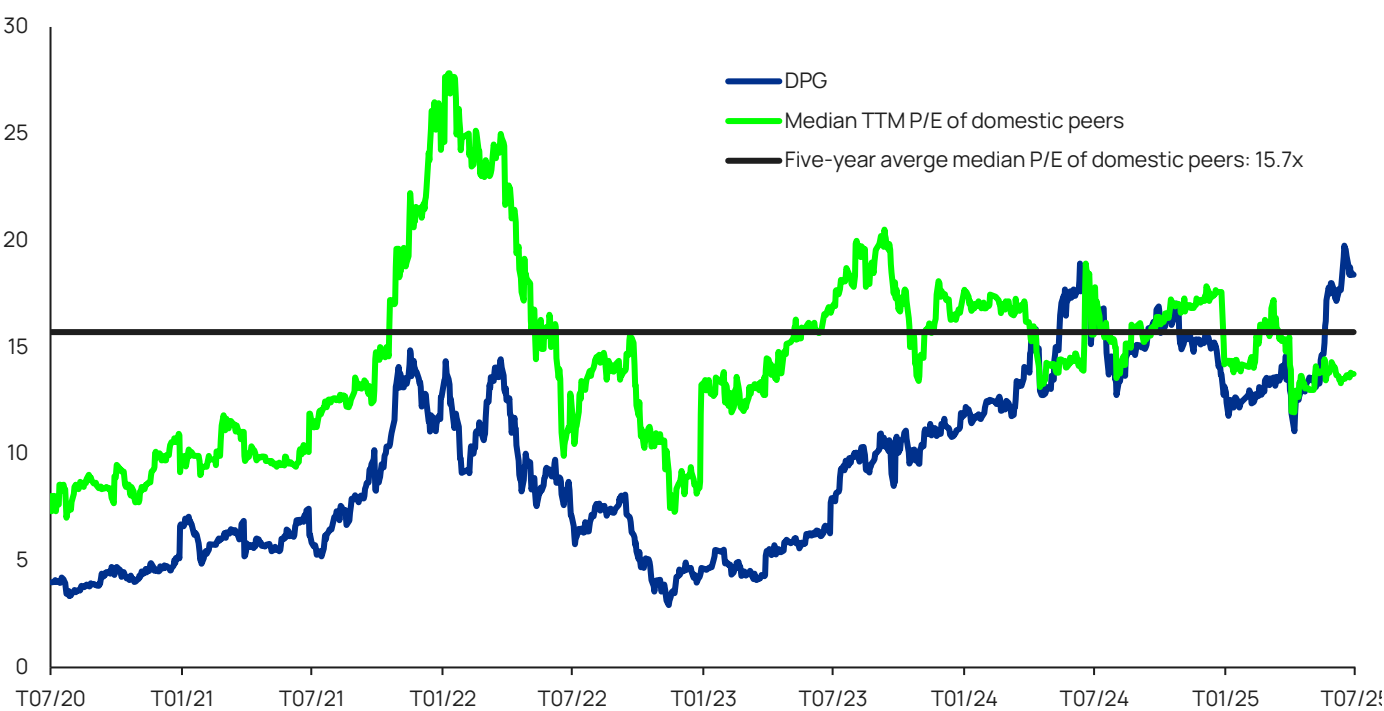
Chúng tôi lựa chọn các công ty trong nước hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng tương tự như DPG. Chúng tôi nhận thấy rằng trong quá khứ, các công ty cùng ngành thường được giao dịch với mức định giá cao hơn so với DPG. Chúng tôi cho rằng điều này là do quy mô nhỏ hơn của DPG so với các công ty cùng 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 12: 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	297	221	-0,9	25	42,2	31,4	9,4	2,7	5,8	12,9	1,2	9,2	23,4
CTD	321	920	28,7	13	19,5	-29,5	3,8	1,4	1,2	26,7	1,0	20,2	3,4
C4G	111	130	24,2	7	37,5	66,5	4,7	1,9	N/A	16,0	0,7	11,6	14,6
CTI	51	45	29,1	4	4,5	144,7	8,5	2,4	N/A	12,2	1,0	7,9	37,7
C47	10	48	20,6	1	-8,6	95,0	3,0	0,7	N/A	58,3	0,6	8,9	8,9
VC2	20	47	-4,8	2	336,0	45,5	6,7	2,1	N/A	10,9	0,6	14,3	11,6
LCG	71	116	41,3	5	18,2	24,7	5,0	2,2	5,2	14,4	0,7	9,3	12,2
SNZ	449	234	7,8	36	16,3	3,0	13,9	4,4	3,8	13,0	1,8	6,7	40,6
VCG	561	507	-4,3	23	-30,5	40,5	7,4	2,0	3,3	29,9	1,8	14,6	15,4
HHV	225	133	18,2	19	38,1	170,9	5,2	1,2	N/A	14,9	0,6	15,1	40,5
IJC	183	40	-23,6	13	10,4	21,3	7,2	5,0	5,5	13,8	0,9	15,2	44,9
Trung bình	209	222	12,4	13	44,0	55,8	6,8	2,4	4,1	20,3	1,0	12,1	23,0
Trung vị	183	130	18,2	13	18,2	40,5	6,7	2,1	4,5	14,4	0,9	11,6	15,4
DPG	168	146	5,6	9	16,4	75,1	8,7	3,7	2,3	18,5	2,2	10,5	15,3

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 02/07/2025)

Hình 13: P/E của DPG và các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 02/07/2025)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.578	4.300	5.651	7.024
Giá vốn hàng bán	-3.031	-3.505	-4.190	-5.152
Lợi nhuận gộp	547	795	1.461	1.872
Chi phí bán hàng	-2	-89	-176	-219
Chi phí quản lí DN	-95	-114	-124	-148
LN từ HĐKD	450	592	1.160	1.506
Doanh thu tài chính	18	9	35	48
Chi phí tài chính	-114	-156	-170	-225
Trong đó, chi phí lãi vay	-113	-156	-170	-225
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-10	0	0	0
LNTT	344	445	1.024	1.329
Thuế TNDN	-40	-67	-186	-238
LNST trước lợi ích CĐTS	304	378	838	1.091
Lợi ích CĐ thiểu số	-80	-75	-125	-170
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	224	303	713	922
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi⁽¹⁾	223	303	713	922
EBITDA	593	753	1.368	1.776
EPS báo cáo, VND	2.221	3.006	7.073	9.143
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	2.217	3.006	7.073	9.143
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	45%	33%	14%	11%
(1) LN sau các khoản mục bất thường, lỗ tỷ giá và chi phí khen thưởng & phúc lợi				

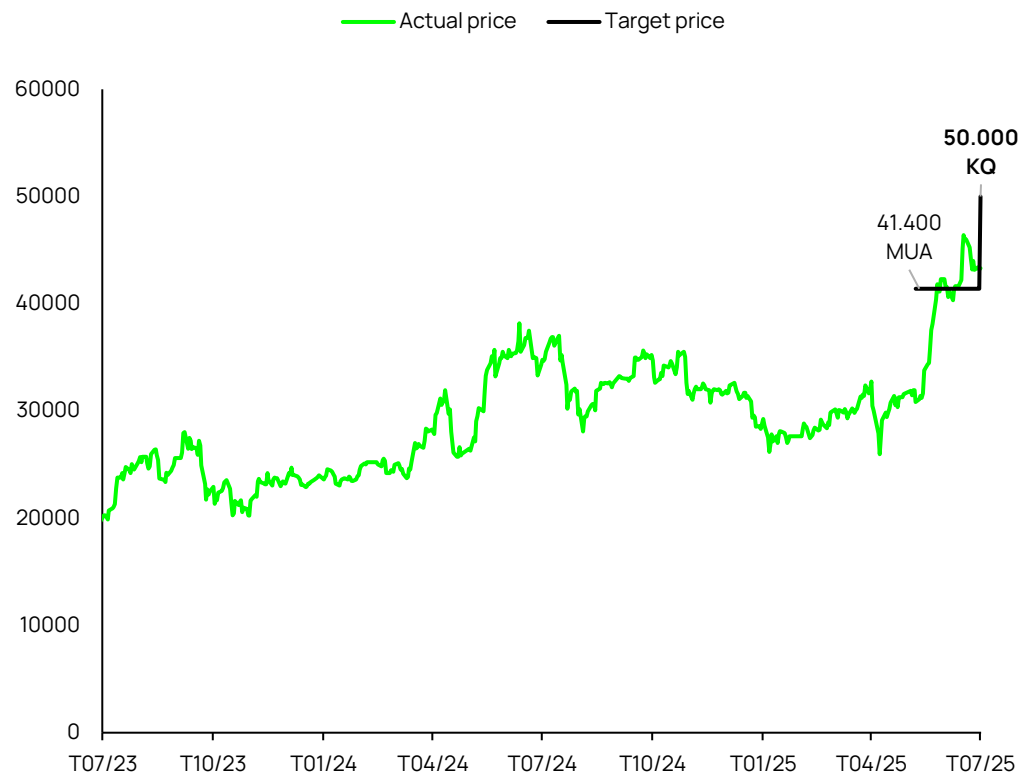
TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	3,7%	20,2%	31,4%	24,3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-8,3%	31,6%	96,0%	29,8%
Tăng trưởng LNTT	8,4%	29,3%	130,3%	29,8%
Tăng trưởng EPS	10,3%	35,4%	135,3%	29,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,3%	18,5%	25,8%	26,7%
Biên LN từ HĐKD %	12,6%	13,8%	20,5%	21,4%
Biên EBITDA %	16,6%	17,5%	24,2%	25,3%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	6,3%	7,0%	12,6%	13,1%
ROE %	9,0%	10,9%	21,3%	21,9%
ROA %	3,4%	4,5%	8,5%	8,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	143	167	158	123
Số ngày phải thu	101	85	59	54
Số ngày phải trả	48	43	37	34
TG luân chuyển tiền	196	208	181	143
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,6	1,8	2,3
CS thanh toán nhanh	0,9	0,7	1,2	1,6
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,2	0,8	1,1
Nợ/Tài sản	38,4%	39,7%	42,9%	44,1%
Nợ/Vốn sử dụng	48,6%	48,9%	52,7%	50,7%
Nợ/Vốn CSH	70,3%	105,9%	70,9%	50,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0x	3,8x	6,8x	6,7x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tương đương	1.017	475	2.087	2.950
Đầu tư ngắn hạn	69	69	69	69
Các khoản phải thu	1.107	894	948	1.142
Hàng tồn kho	1.222	1.980	1.656	1.804
Tài sản ngắn hạn khác	113	113	113	113
Tổng tài sản ngắn hạn	3.527	3.532	4.872	6.078
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	7.151	9.633	10.981
Phải trả ngắn hạn	415	417	438	520
Nợ ngắn hạn	1.144	819	953	1.248
Nợ ngắn hạn khác	923	923	1.359	923
Tổng nợ ngắn hạn	2.481	2.158	2.749	2.692
Nợ dài hạn	1.324	2.021	3.175	3.590
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng nợ	3.806	4.180	5.926	6.283
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	630	1.008	1.008	1.008
Thặng dư vốn cổ phần	18	18	18	18
Lợi nhuận giữ lại	1.272	1.096	1.708	2.529
Vốn khác	47	47	47	47
Lợi ích CĐTS	646	802	927	1.097
Tổng vốn chủ sở hữu	2.613	2.970	3.708	4.699
Tổng cộng nguồn vốn	6.419	7.151	9.633	10.981
CP lưu hành cuối năm (tr)	63	101	101	101

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.432	1.017	475	2.087
Lợi nhuận sau thuế	224	303	713	922
Khấu hao	143	161	208	271
Thay đổi vốn lưu động	-787	-544	728	-696
Điều chỉnh khác	133	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-287	-80	1.649	496
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	-101	-101	-101
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	63	-324	134	296
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-134	697	1.154	415
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	156	125	170
Tiền từ hoạt động TC	-191	428	1.313	779
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-416	-541	1.612	863
Tiền cuối năm	1.017	475	2.087	2.950

Nguồn: DPG, Dự báo của Vietcap

Hình 14: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Phụ lục

Cơ cấu doanh nghiệp của DPG và thương vụ thoái vốn khỏi DP1, DP2

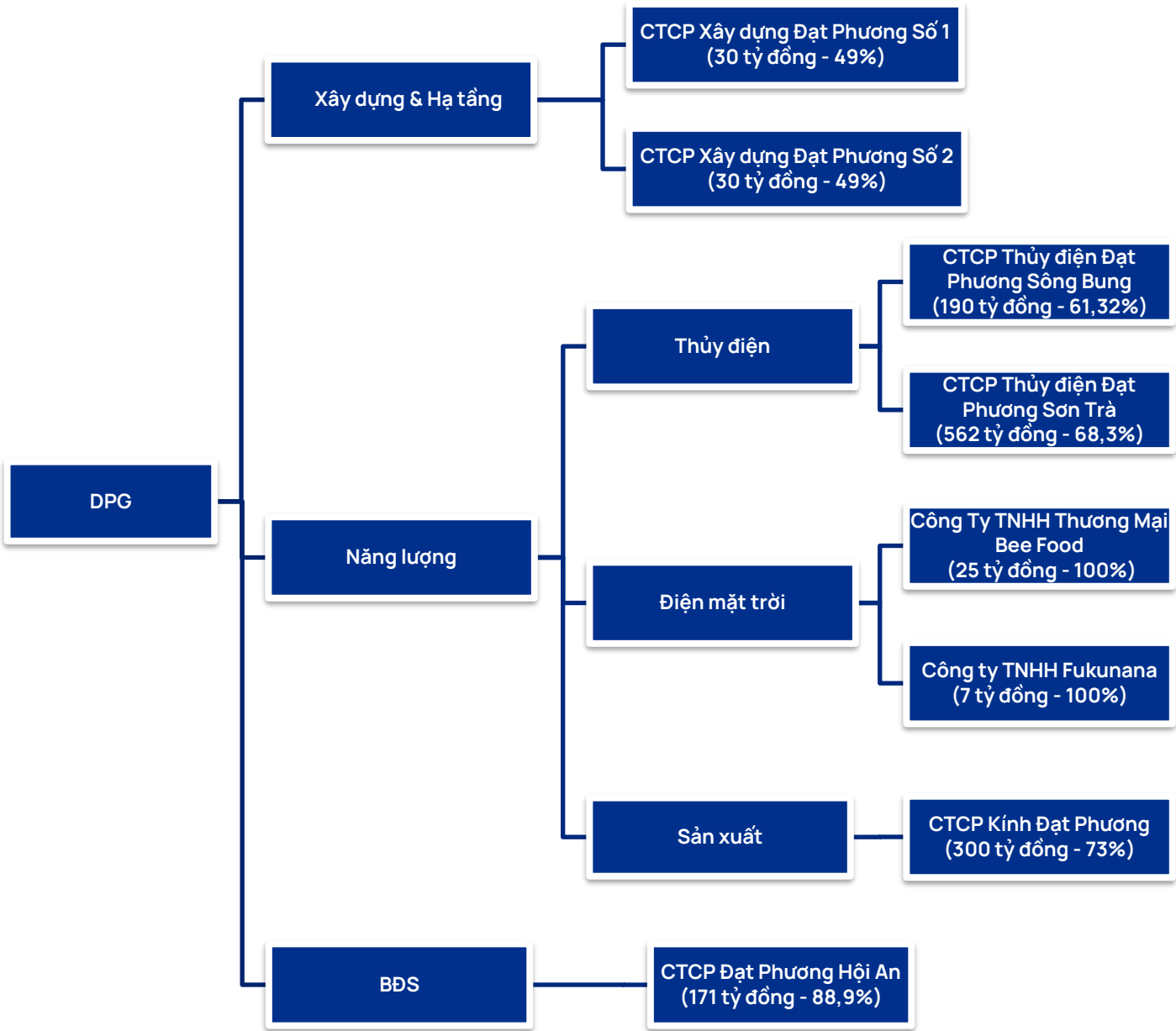
Vào ngày 19/05/2025, DPG đã công bố kế hoạch lần lượt thoái phần vốn 756.000 cổ phiếu—tương đương 21% vốn điều lệ—khỏi 2 công ty con hoạt động trong lĩnh vực xây dựng của DPG là CTCP Xây dựng Đạt Phương số 1 (DP1) và CTCP Xây dựng Đạt Phương số 2 (DP2). Sau khi hoàn tất thoái vốn, tỷ lệ sở hữu của DPG tại mỗi công ty sẽ giảm từ 70% xuống còn 49%.

DP1 có trụ sở tại Hà Nội và DP2 có trụ sở tại TP. Hồ Chí Minh, chịu trách nhiệm thi công các công trình thay mặt công ty mẹ. DPG đóng vai trò tổng thầu trong hoạt động đấu thầu dự án và sau đó phân công một phần công việc xây dựng cho DP1 và DP2 với vai trò nhà thầu phụ. Theo ban lãnh đạo, việc tách biệt DP1 và DP2 nhằm giúp hai công ty này có thể tham gia độc lập vào quá trình đấu thầu mà không cần thông qua công ty mẹ. Động thái này nhằm mục tiêu xây dựng uy tín riêng của các công ty trên và hỗ trợ công tác đấu thầu trong bối cảnh đầu tư công gia tăng, đặc biệt là đối với các dự án đường sắt sắp triển khai (chưa được đưa vào mô hình dự báo của chúng tôi). Các nhân sự chủ chốt từ DPG sẽ mua lại số cổ phần được thoái vốn.

Trong năm 2024, DP1 ghi nhận doanh thu đạt 1.047 tỷ đồng (+29% YoY) và LNST đạt 12 tỷ đồng (-16% YoY), trong khi DP2 đạt doanh thu 1.024 tỷ đồng (-12% YoY) và LNST đạt 5 tỷ đồng (-54% YoY). Nếu loại trừ doanh thu nội bộ với công ty mẹ, doanh thu ước tính năm 2024 của DP1 là 47 tỷ đồng (+75% YoY) và của DP2 là 34 tỷ đồng (+5,7 lần YoY).

Chúng tôi dự báo doanh thu trung bình từ hai công ty liên kết này sẽ ở mức 553 tỷ đồng/năm trong 5 năm tới và LNST trung bình sẽ rơi vào khoảng 23 tỷ đồng/năm. Chúng tôi giả định rằng con số này đã phản ánh đầy đủ rủi ro tiềm ẩn liên quan đến việc chuyển thêm doanh thu và lợi nhuận sang hai công ty con này.

Hình 15: Cơ cấu doanh nghiệp của DPG



Nguồn: DPG, Vietcap

Dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương

Vào năm 2017, Đạt Phương đã trúng thầu dự án đầu tư và xây dựng cầu Đế Võng trên tuyến đường dẫn phía Bắc cầu Cửa Đại, Hội An theo hình thức Xây dựng – Chuyển giao (BT). Sau đó, UBND tỉnh Quảng Nam đã đồng ý giao đất bồi thường cho nhà đầu tư, bao gồm 5 dự án với tổng diện tích khoảng 306 ha, trong đó có dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương tại khu đô thị ven biển xã Bình Dương, huyện Thăng Bình.

Tuy nhiên, vào cuối năm 2021 – đầu năm 2022, dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương đã bị chính quyền địa phương thu hồi, dù 83% diện tích đã được giải phóng mặt bằng. Tính đến cuối quý 1/2025, DPG đã ghi nhận 238 tỷ đồng chi phí giải phóng mặt bằng cho dự án này.

Tại ĐHCĐ tháng 4/2025, Tổng Giám đốc DPG cho biết dự án sẽ được giao lại cho công ty.

Vào ngày 16/06/2025, HĐQT của DPG đã công bố phương án điều chỉnh chủ trương đầu tư dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương, dựa trên Thông báo số 129/TB-UBND ngày 28/03/2025 của UBND tỉnh Quảng Nam. Quyết định này điều chỉnh chủ trương đầu tư ban đầu được phê duyệt năm 2017, với tổng vốn đầu tư giảm đáng kể do thay đổi cơ cấu sản phẩm. Tổng vốn đầu tư XDCB hiện được điều chỉnh xuống còn 3 nghìn tỷ đồng, giảm 35% so với chủ trương đầu tư được phê duyệt ban đầu.

Quy mô dự án sau điều chỉnh dự kiến giảm từ 199 ha xuống còn 178 ha, và được chia thành 5 phân khu: khu sân golf (86,3 ha), khu nghỉ dưỡng sân golf (24,5 ha), khu dịch vụ thương mại và du lịch (24,4 ha), khu nghỉ dưỡng ven biển (16,3 ha), và khu vực được quy hoạch cải tạo.

Trong dự phóng của chúng tôi, dự án dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục pháp lý và thanh toán tiền sử dụng đất vào năm 2026, sau đó sẽ bắt đầu thi công từ năm 2027.

Giai đoạn 1 (2028–2030): DPG dự kiến sẽ phát triển và bán các biệt thự sân golf (8,3 ha) và đất nền cho các nhà đầu tư thứ cấp (17,9 ha). Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương nằm liền kề Vinpearl Nam Hội An (khu phức hợp rộng khoảng 200 ha có cơ cấu sản phẩm tương đương, bao gồm sân golf, công viên giải trí, khách sạn và biệt thự nghỉ dưỡng). Vinpearl Nam Hội An do Vingroup phát triển và đi vào vận hành từ năm 2018, hiện có 132 biệt thự nghỉ dưỡng và được hưởng lợi từ độ nhận diện thương hiệu mạnh. Giá bán biệt thự trung bình hiện tại tại Vinpearl Nam Hội An là khoảng 27 triệu đồng/m². Chúng tôi sử dụng mức giá này làm giá tham chiếu và áp dụng mức chiết khấu 40% để phản ánh mức độ nhận diện thương hiệu yếu hơn của DPG trong lĩnh vực vận hành du lịch nghỉ dưỡng. Theo đó, chúng tôi ước tính giá bán biệt thự nghỉ dưỡng trung bình của DPG sẽ ở mức 16 triệu đồng/m² và giá bán đất nền trung bình sẽ ở mức 4 triệu đồng/m². Các mức giá tương đối thấp này phản ánh chi phí sử dụng đất khiêm tốn trong khu vực, chỉ rơi vào khoảng 1 triệu đồng/m². Chúng tôi hiện ước tính IRR sẽ ở mức 24%.

Giai đoạn 2 (2031–2033): DPG sẽ phát triển và bán các căn biệt thự ven biển (3,9 ha), đồng thời đưa vào vận hành một khách sạn 5 sao. Do thiếu thông tin và mức độ không chắc chắn cao đối với phân khúc sân golf và khách sạn, nên chúng tôi sẽ đưa ra quan điểm thận trọng và ước tính IRR từ hoạt động kinh doanh tự vận hành sẽ chỉ ở mức 11,7%.

Việc phát triển Khu thương mại tự do Đà Nẵng (FTZ, được phê duyệt theo Quyết định 1187 của Chính phủ ngày 13/06) và Trung tâm Tài chính Quốc tế (IFC, được Quốc hội thông qua ngày 27/06) được kỳ vọng sẽ thúc đẩy lượng khách du lịch quốc tế và nhu cầu lưu trú cao cấp trong dài hạn. Các ưu đãi này nhằm mục tiêu thu hút các chuyên gia, khách kinh doanh và nguồn đầu tư nước ngoài, qua đó góp phần củng cố tiến trình phát triển kinh tế và hội nhập quốc tế của Đà Nẵng. Điều này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho ngành du lịch, cũng như nhu cầu BĐS và dịch vụ lưu trú cao cấp của Đà Nẵng.

Hình 16: Giả định lợi nhuận của dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương

Tỷ đồng	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Giai đoạn 2028-29F	Giai đoạn 2028-34F
Doanh thu	0	218	441	888	1.182	628	651	218	4.008
Giá vốn hàng bán	-7	-134	-262	-527	-696	-340	-320	-141	-2.285
Chi phí SG&A	0	-22	-44	-89	-118	-63	-65	-22	-401
Chi phí lãi vay	-32	-36	-28	-20	-12	-4	0	-68	-132
LNTT	-39	27	107	252	356	221	266	-12	1.190
Thuế	8	-5	-21	-50	-71	-44	-53	2	-238
LNST	-31	22	85	202	285	177	212	-9	950
Biên LN gộp		39%	41%	41%	41%	46%	51%	36%	43%
Biên LN ròng		10%	19%	23%	24%	28%	33%	-4%	24%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 17: Dự án Khu nghỉ dưỡng phức hợp Bình Dương (178 ha)



Nguồn: Vietcap

Dự án Casamia Quảng Bình

Khu đô thị phía Nam phường Phú Hải (29,7 ha), tọa lạc tại Đồng Hới, Quảng Bình, là một dự án nhà ở ven sông mà Đạt Phương tham gia thông qua hình thức đấu thầu công khai.

Vào ngày 07/07/2023, UBND tỉnh Quảng Bình đã phê duyệt chủ trương đầu tư cho dự án, với tổng diện tích đất là 29,7 ha, trong đó có 7,1 ha được quy hoạch cho mục đích đất ở (không bao gồm phần đất xây dựng nhà ở xã hội).

Vào ngày 22/10/2024, DPG được lựa chọn là nhà đầu tư thực hiện dự án với tư cách là nhà thầu duy nhất tham gia đấu thầu.

Gần đây, vào ngày 08/05/2025, UBND tỉnh Quảng Bình đã phê duyệt nhiệm vụ quy hoạch chi tiết 1/500 cho dự án. DPG cho biết hiện công ty đang triển khai công tác giải phóng mặt bằng và xin phê duyệt quy hoạch.

Chi phí đầu tư: Theo DPG, tổng vốn đầu tư cho dự án ban đầu được xác định là 1,9 nghìn tỷ đồng vào năm 2024. Tuy nhiên, trong buổi họp gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 6/2025, công ty đã đưa ra định hướng mới với tổng vốn đầu tư là 2,4 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi ước tính chi phí đầu tư sẽ ở mức 2 nghìn tỷ đồng (chưa bao gồm khách sạn). Dự án sẽ phát triển 364 căn hộ thấp tầng, tiếp

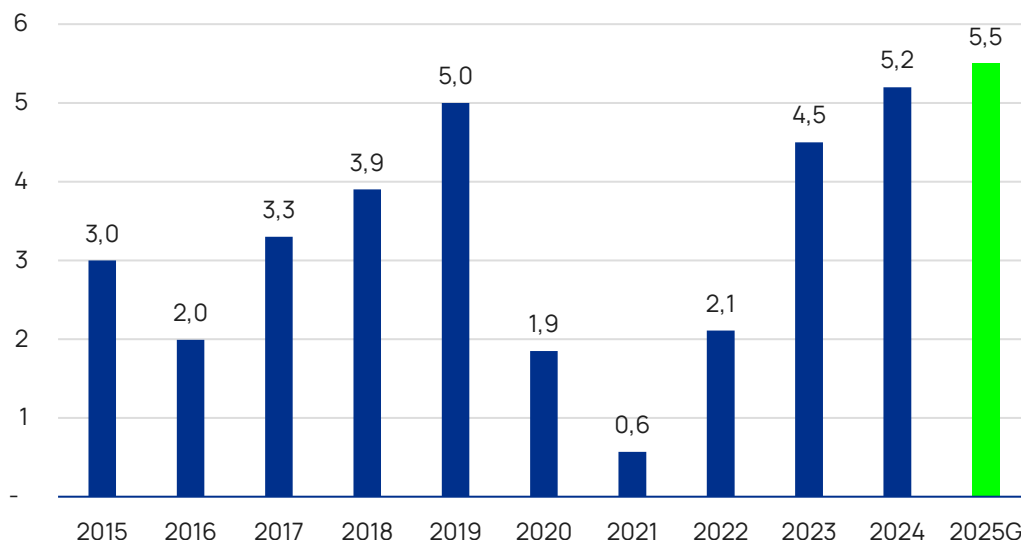
nổi chuỗi sản phẩm Casamia đã đạt được thành công tại Hội An. Theo lộ trình ban đầu của chủ trương đầu tư, dự án dự kiến sẽ được hoàn thành và đưa vào vận hành vào năm 2029. Chúng tôi dự báo các thủ tục pháp lý và nghĩa vụ thanh toán tiền sử dụng đất sẽ được hoàn tất vào năm 2026; sau đó dự án sẽ được bắt đầu thi công từ năm 2027 và ghi nhận lợi nhuận trong giai đoạn 2029–2030.

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu và LNST từ dự án sẽ lần lượt đạt 3,4 nghìn tỷ đồng và 1,1 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi dự báo giá bán trung bình cho đợt mở bán năm 2028 sẽ ở mức 56 triệu đồng/m², cao hơn 8% so với mức giá bán năm 2025 của Casamia Balanca. Nguyên nhân một phần là do mật độ xây dựng thấp hơn, ở mức 21% so với 27% tại Casamia Balanca. Ngoài ra, chúng tôi ghi nhận giá bán trung bình của một dự án lân cận – La Celia – là khoảng 62 triệu đồng/m². Dự án La Celia do Mekong Group phát triển, có tổng diện tích là 18,2 ha (61% diện tích Casamia Quảng Bình) và tọa lạc tại bán đảo Bảo Ninh (cách Casamia Quảng Bình 3 km). Mở bán vào năm 2022, dự án bao gồm các sản phẩm biệt thự, shophouse, nhà liền kề và khách sạn boutique. Dựa trên mức giá bán trung bình của La Celia, chúng tôi ước tính giá bán trung bình của Casamia Quảng Bình sẽ ở mức 56 triệu đồng/m² – thấp hơn 10% – để phản ánh vị trí đắc địa hơn của La Celia, nhưng được bù đắp một phần bởi mật độ xây dựng thấp hơn của Casamia Quảng Bình. Chúng tôi ước tính IRR sẽ ở mức 23%, so với IRR của Casamia Balanca Hội An là 55%.

Chúng tôi ước tính chi phí sử dụng đất sẽ ở mức 12 triệu đồng/m², tương đương 95% chi phí đất của dự án Casamia Balanca, dựa trên mức chi phí đất (tại vị trí 1 và 2 ở phía Đông sông Lệ Kỳ) của dự án lân cận là Sunora Quảng Bình.

Quảng Bình là một điểm thu hút du lịch nổi bật của Việt Nam, nổi tiếng với cảnh quan thiên nhiên hùng vĩ, và ngày càng thu hút khách du lịch trong nước và quốc tế. Sở Du lịch tỉnh Quảng Bình cho biết trong năm 2024, tỉnh đón khoảng 5,2 triệu lượt khách du lịch (+15,6% YoY, bao gồm cả khách quốc tế và trong nước), cao hơn mức tăng trưởng khách du lịch toàn quốc của Việt Nam trong năm 2024 là 6%. Con số này tương đương khoảng 4,1% tổng lượng khách du lịch của cả nước và bằng khoảng một nửa lượng khách đến Đà Nẵng. Tỉnh là nơi tọa lạc của Vườn quốc gia Phong Nha – Kẻ Bàng, Di sản thiên nhiên thế giới được UNESCO công nhận, sở hữu hệ thống hang động kỳ vĩ bậc nhất thế giới, trong đó có hang Sơn Đoòng – hang động lớn nhất hành tinh. Ngoài ra, với hơn 116 km đường bờ biển, Quảng Bình còn sở hữu nhiều bãi biển hoang sơ phù hợp để phát triển du lịch sinh thái và nghỉ dưỡng cao cấp. Chính phủ hiện đang ưu tiên đầu tư phát triển hạ tầng tại đây, bao gồm nâng cấp sân bay và cải thiện kết nối giao thông đường bộ, giúp khu vực trở nên dễ tiếp cận hơn. Trong bối cảnh xu hướng du lịch khám phá và du lịch thiên nhiên ngày càng phát triển, Quảng Bình đang nổi lên như một điểm đến tiềm năng cho du lịch bền vững và giá trị cao tại Việt Nam.

Hình 18: Số lượng khách du lịch đến Quảng Bình trong 10 năm qua (triệu lượt khách)



Nguồn: Truyền thông trong nước, Vietcap

Hình 19: Giả định lợi nhuận của dự án Casamia Quảng Bình

Tỷ đồng	2029F	2030F	2031F	2032F	Tổng cộng
Doanh thu	171	343	685	2.227	3.426
Giá vốn hàng bán	-85	-169	-339	-1.101	-1.693
Chi phí SG&A	-17	-34	-69	-223	-343
Chi phí lãi vay	-34	-11	0	0	-137
LNTT	35	128	278	904	1.253
Thuế	-7	-26	-56	-181	-251
LNST	28	102	222	723	1.003
Biên LN gộp	51%	51%	51%	51%	51%
Biên LN ròng	16%	30%	32%	32%	29%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 20: Dự án Casamia Quảng Bình (29,7 ha), gần sông Lệ Kỳ

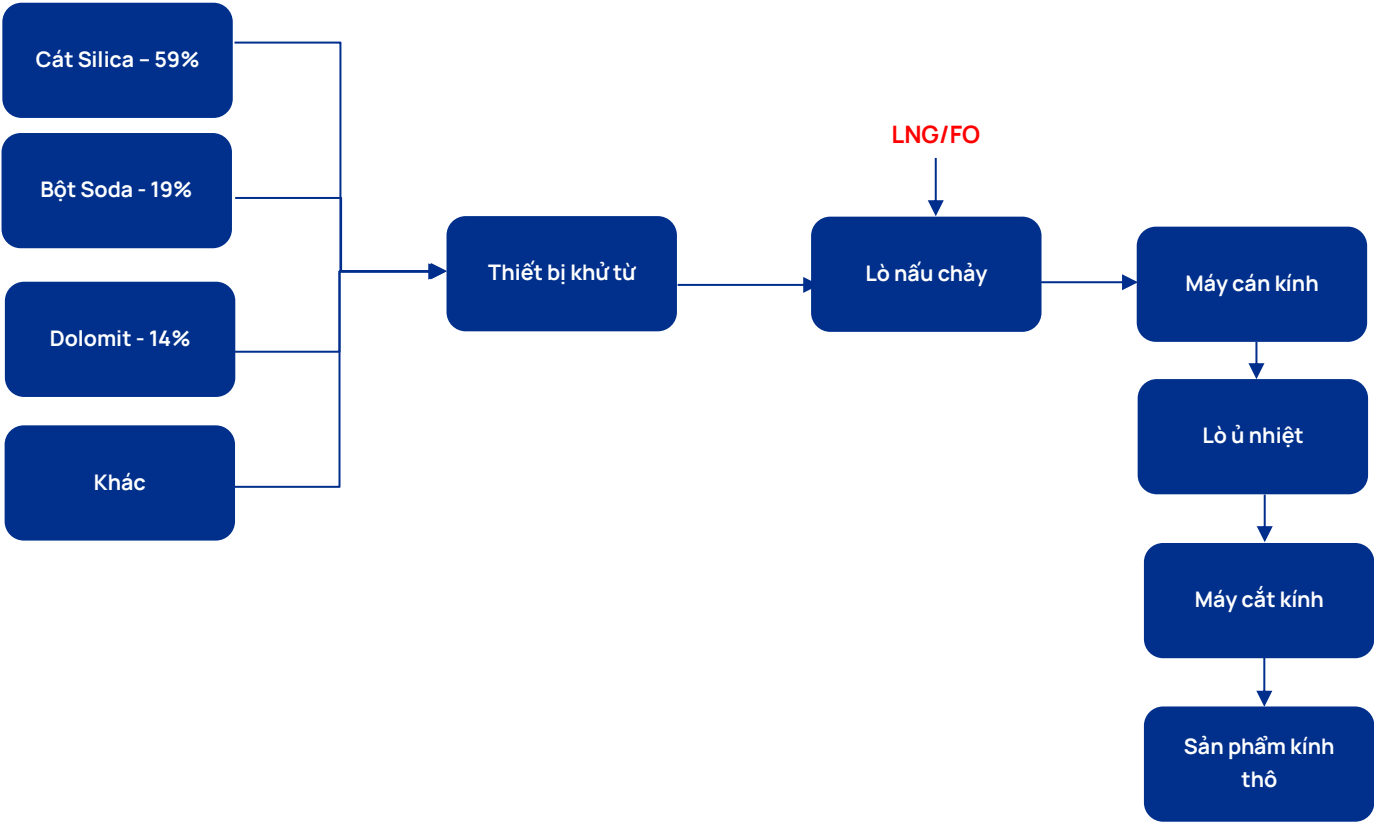


Nguồn: Vietcap

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 21: 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, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Kim Liên, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Phường Cửa Nam, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

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

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, 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 Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, 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

- 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 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.