

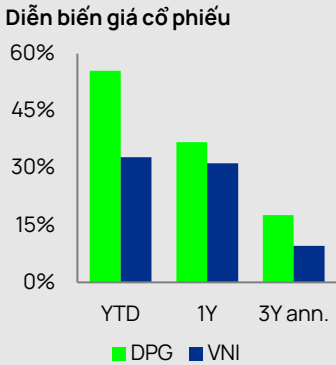
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)

MUA +27,6%

Ngành	Đa ngành	
Ngày báo cáo	04/09/2025	
Giá hiện tại	44.050 VND	
Giá mục tiêu	55.200 VND	
Giá mục tiêu gần nhất	50.000 VND	
TL tăng	25,3%	
Lợi suất cổ tức	2,3%	
Tổng mức sinh lời	27,6%	
GT vốn hóa	4,4 nghìn tỷ đồng	
Room KN	2 nghìn tỷ đồng	
GTGD/ngày (30n)	163,8 tỷ đồng	
Cổ phần Nhà nước	0%	
SL cổ phiếu lưu hành	101 tr	
Pha loãng	101 tr	
	<u>DPG</u>	<u>VNI</u>
P/E (trượt)	17,6x	15,6x
P/B (hiện tại)	2,2x	2,1x
ROE	9,3%	13,3%
ROA	3,4%	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.



Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.578	4.866	5.793	7.385
% YoY	4%	36%	19%	27%
LNST sau lợi ích CĐTS	224	341	770	950
% YoY	10%	52%	125%	23%
EPS	10,3%	52,5%	125,5%	23,5%
% YoY				
Biên LN gộp	15,3%	18,1%	27,0%	26,1%
Biên LN ròng	6,3%	7,0%	13,3%	12,9%
ROE	9,0%	12,2%	22,6%	22,0%
Nợ vay ròng/CSH	52,9%	84,8%	56,5%	38,4%
Lợi suất cổ tức	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	19,8x	13,0x	5,8x	4,7x
P/B	1,5x	2,0x	1,5x	1,2x
EV/EBITDA	11,2x	9,5x	5,3x	4,0x

Mảng năng lượng & xây dựng dự kiến tiếp tục thúc đẩy định giá

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 10% lên 55.200 đồng/cổ phiếu cho CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG) và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ mức tăng 6% trong dự phóng tổng LNST, với các thay đổi tương ứng là +13%/+8%/+3%/+8%/+4% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29. Mức điều chỉnh này chủ yếu do 1) lợi nhuận từ mảng năng lượng tăng 15% khi chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thủy điện tăng 8% và 2) lợi nhuận từ mảng xây dựng tăng 8% sau khi giá trị hợp đồng ký mới 8 tháng đầu năm 2025 cao hơn kỳ vọng, bù đắp cho (3) lợi nhuận BĐS thấp hơn một chút do chi phí tài chính cao hơn.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS là 52% trong năm 2025, chủ yếu do (1) mảng BĐS chuyển lỗ thành lãi với dự án Casamia Balanca ghi nhận doanh thu ban đầu khoảng 600 tỷ đồng, (2) ghi nhận doanh thu xây dựng từ các hợp đồng đã ký ở mức cao kỳ lục vào năm 2023 (5,8 nghìn tỷ đồng), và (3) sản lượng điện thủy điện cao hơn nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn.
- Chúng tôi dự phóng LNST của DPG sẽ tăng gần 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 67%, 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 một chữ số từ mảng xây dựng, và đóng góp lợi nhuận ổn định từ danh mục thủy điện.
- Chúng tôi nhận thấy định giá của DPG hấp dẫn với P/E dự phóng các năm 2025/26/27 lần lượt là 13,0 lần/5,8 lần/4,7 lần. Chúng tôi dự phóng DPG sẽ trả cổ tức tiền mặt ổn định 1.000 đồng/cổ phiếu hàng năm.
- Yếu tố hỗ trợ:** Trúng thầu gói cầu An Biên – Rạch Giá trị giá 3,3 nghìn tỷ đồng.
- Rủi ro:** Doanh số bán hàng của Casamia Balanca chậm hơn kỳ vọng; sản lượng hoặc giá bán trung bình của kính năng lượng mặt trời thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi nâng tổng dự phóng sản lượng điện thủy điện thêm 8%, với tương ứng +11%/+11%/+10%/+4%/+4% cho dự báo các năm 2025/26/27/28/29. Điều này được thúc đẩy bởi các điều kiện khí hậu trong 6T 2025 thuận lợi hơn kỳ vọng đã thúc đẩy đáng kể sản lượng thủy điện. Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu từ mảng năng lượng trong 6T 2025 đạt 316 tỷ đồng (+24% YoY, hoàn thành 65% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi) và lợi nhuận gộp 6T hoàn thành 74% dự phóng 2025 trước đó của chúng tôi.

Đầu tư vào dự án Casamia Balanca đã tăng tốc đáng kể trong quý 2/2025. DPG đã phân bổ khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng cho việc phát triển dự án, đưa tổng giá trị đầu tư hiện tại lên 1,9 nghìn tỷ đồng (tăng khoảng 2,3 lần QoQ, 79% tổng dự phóng đầu tư của chúng tôi cho dự án). Chúng tôi kỳ vọng DPG sẽ bàn giao 13% số căn hộ vào cuối năm 2025 và ghi nhận doanh thu 567 tỷ đồng.

DPG đang chờ kết quả của một gói thầu xây dựng cầu lớn. Liên danh do công ty đứng đầu đã nộp hồ sơ dự thầu với giá thấp nhất là 3,3 nghìn tỷ đồng - thấp hơn khoảng 4,6% so với đối thủ

cạnh tranh - cho dự án đường ven biển nối An Biên và Rạch Giá, mang lại yếu tố hỗ trợ tích cực cho DPG. Ngoài ra, giá trị hợp đồng đã ký của DPG đạt 2,4 nghìn tỷ đồng trong 8T 2025, tương đương 80% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi. Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi nâng dự phóng giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2025 thêm 500 tỷ đồng lên 3,5 nghìn tỷ đồng và thêm 300 tỷ đồng cho giai đoạn 2026-2030.

Triển vọng năm 2025: Mảng BĐS dự kiến dẫn dắt lợi nhuận

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	4.866	36%	13%	
Năng lượng	488	540	11%	10%	(a & b) Do chúng tôi nâng dự báo sản lượng thủy điện thêm 10,7% nhờ kết quả cao trong 6T do điều kiện thời tiết thuận lợi hơn. Doanh thu 6T 2025 từ mảng năng lượng đạt 316 tỷ đồng (+24% YoY, hoàn thành 65% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi).
Xây dựng	3.073	3.743	22%	16%	(a & b) Chủ yếu do chúng tôi nâng dự báo giá trị hợp đồng ký mới trong năm 2025 thêm 500 tỷ đồng lên 3,5 nghìn tỷ đồng khi 8T 2025 đã đạt 2,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 80% dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi.
BĐS & khác	16	583	3502%	0%	(a) Chủ yếu do giai đoạn bán hàng đầu tiên của dự án Casamia Balanca.
Giá vốn hàng bán	-3.031	-3.987	32%	14%	
Lợi nhuận gộp	547	879	61%	11%	
Năng lượng	317	364	15%	15%	
Xây dựng	223	264	18%	16%	
BĐS & khác	8	251	3174%	0%	
Chi phí SG&A	-97	-219	126%	8%	
LN từ HĐKD	450	660	47%	11%	
Thu nhập tài chính*	18	7	-58%	-14%	(a) Chủ yếu do lượng tiền mặt và đầu tư ngắn hạn thấp hơn để tài trợ cho việc phát triển và thanh toán tiền sử dụng đất của dự án Casamia Balanca.
Chi phí tài chính	-114	-164	44%	5%	(a & b) Chủ yếu do (1) chi phí lãi vay cao hơn sau khi các điều khoản vay ưu đãi sau khi tái cấp vốn hết hạn vào cuối năm 2023 cho 1,0 nghìn tỷ đồng của Thủy điện Sơn Trà và (2) dự phóng dư nợ vay cao hơn 22% để tài trợ cho việc thanh toán tiền sử dụng đất và chi phí xây dựng tại Casamia Balanca.
Trong đó: Chi phí lãi vay	-113	-164	45%	5%	
LN từ công ty liên kết*	0	0	N.M.	N.M.	
LNTT	344	503	46%	13%	
Chi phí thuế thu nhập	-40	-74	87%	11%	
LNST trước lợi ích CĐTS	304	429	41%	14%	
Lợi ích CĐTS	-80	-87	9%	17%	
LNST sau lợi ích CĐTS	224	341	52%	13%	(a) Được thúc đẩy bởi việc ghi nhận tại dự án Casamia Balanca. (b) Chủ yếu do lợi nhuận cao hơn từ mảng năng lượng và xây dựng, bù đắp cho lợi nhuận thấp hơn từ dự án Casamia Balanca.
Năng lượng	150	155	3%	21%	(b) Do sản lượng thủy điện cao hơn 11% bù đắp cho chi phí lãi vay cao hơn.
Xây dựng	89	97	9%	20%	(b) Do dự phóng doanh thu cao hơn 16%.
BĐS	-24	84	N.M.	-5%	(b) Được thúc đẩy bởi dự phóng chi phí lãi vay cao hơn của chúng tôi khi 1,3 nghìn tỷ đồng nợ vay (cao hơn kỳ vọng) đã được giải ngân cho dự án Casamia Balanca. Chi phí lãi vay 6T hoàn thành 36% dự phóng 2025 trước đó của chúng tôi.
Các mảng khác	9	5	-44%	0%	

Nguồn: DPG, Vietcap (*Chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ phần lợi nhuận từ công ty liên kết nào liên quan đến DP1/DP2)

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng ở tất cả các mảng kinh doanh thúc đẩy lợi nhuận

Hình 2: Dự báo năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi trong dự báo
Doanh thu	4.866	5.793	19%	3%	
Năng lượng	540	543	1%	10%	(b) Do chúng tôi nâng sản lượng thủy điện thêm 10,7% sau kết quả cao trong 6T 2025 nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi hơn.
Xây dựng	3.743	3.490	-7%	3%	(b) Chủ yếu do chúng tôi nâng dự phóng giá trị hợp đồng ký mới thêm 300 tỷ đồng.
BDS & khác	583	1.760	202%	0%	(a) Do chúng tôi dự phóng 40% số căn tại dự án Casamia Balanca sẽ được bàn giao trong năm 2026.
Giá vốn hàng bán	-3.987	-4.231	6%	1%	
Lợi nhuận gộp	879	1.562	78%	7%	
Năng lượng	364	367	1%	15%	
Xây dựng	264	251	-5%	3%	
BDS & khác	251	944	276%	5%	
Chi phí SG&A	-219	-306	40%	2%	
LN từ HĐKD	660	1.256	90%	8%	
Thu nhập tài chính*	7	33	341%	-4%	(a) Chủ yếu do lượng tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn cao hơn trong giai đoạn bán hàng của dự án Casamia Balanca.
Chi phí tài chính	-164	-175	7%	3%	
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	-164	-175	7%	3%	
LN từ công ty liên kết*	0	0	N.M	N.M.	
LNTT	503	1.114	122%	9%	
Chi phí thuế thu nhập	-74	-195	162%	5%	
LNST trước lợi ích CĐTS	429	919	114%	10%	
Lợi ích CĐTS	-87	-150	71%	19%	
LNST sau lợi ích CĐTS	341	770	125%	8%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng 5,9 lần YoY trong dự báo LNST sau lợi ích CĐTS từ BDS và lợi nhuận cao hơn ở cả mảng năng lượng và xây dựng. (b) Chủ yếu do lợi nhuận cao hơn từ mảng năng lượng.
Năng lượng	155	159	3%	20%	
Xây dựng	97	106	10%	0%	(a) Chúng tôi dự phóng chi phí lãi vay sẽ thấp hơn sau mức nền cao của năm 2025.
BDS	84	499	491%	0%	
Các mảng khác	5	5	0%	N.M.	

Nguồn: DPG, Vietcap (*Chúng tôi chưa phản ánh bất kỳ 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 55.200 đồng/cổ phiếu (tương ứng với mức tổng mức sinh lời dự phóng là 27,6%, 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 12,7 lần, được suy ra từ trung vị P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (15,8 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 nâng giá mục tiêu thêm 10% lên 55.200 đồng/cổ phiếu cho DPG (tổng mức sinh lời dự phóng là 27,6% và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ mức tăng 6% trong dự phóng tổng LNST, với các thay đổi tương ứng là +13%/+8%/+3%/+8%/+4% cho dự báo lợi nhuận các năm 2025/26/27/28/29.

Định giá cao hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) định giá mảng xây dựng cao hơn 9% (do dự phóng LNST trung bình giai đoạn 2025-26 cao hơn 8,2% và P/E mục tiêu cao hơn 0,7%), (2) định giá các dự án thủy điện Sông Bung 6 và Sơn Trà lần lượt cao hơn 12%/5%, và 3) số dư tiền mặt tại công ty mẹ cao hơn, bù đắp cho định giá mảng bất động sản thấp hơn 1%.

Các mảng xây dựng/điện/bất động sản lần lượt chiếm 24%/35%/42% 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 (*)	1.347	100%	1.347
Thủy điện Sơn Trà	CKDT	1.362	68%	930
Thủy điện Sông Bung 6	CKDT	1.000	61%	613
Điện mặt trời	CKDT	80	100%	80
Kinh năng lượng mặt trời PV	NAV	481	73%	351
Casamia Balanca	RNAV	1.540	89%	1.369
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				5.696
(+) Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn của công ty mẹ				727
(-) Nợ vay của công ty mẹ				855
Giá trị VCSH ròng				5.568
Số lượng cổ phiếu (triệu)				101
Giá mục tiêu (đồng)				55.200
TL tăng %				25,3%
Lợi suất cổ tức %				2,3%
Tổng mức sinh lời %				27,6%

Nguồn: Dự báo của Vietcap (*) Dựa trên LNST dự phóng trung bình các năm 2025 & 2026 của mảng xây dựng và hệ số P/E mục tiêu là 12,7 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	48,9%
Tỷ lệ VCSH	51,1%
Thuế suất hiệu dụng	15,0%
WACC	11,5%

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	227	227	232	152	152	152	152		38
- Thuế	-20	-23	-23	-23	-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	315	315	320	248	248	248	248		34
GTHT của DTTD		299	268	244	169	152	136	122		1
Tổng GTHT của DTTD		299	566	810	979	1.131	1.267	1.389		2.379
Dư nợ vay										-1.017
Giá trị hiện tại ròng										1.362

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	102	104	119	96	96	96	96		122
- Thuế	-9	-10	-10	-12	-10	-10	-10	-10		-12
+ 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	117	120	133	112	112	112	112		110
GTHT của DTTD		111	102	101	77	69	62	55		5
Tổng GTHT của DTTD		111	213	314	391	460	521	577		1.000
Dư nợ vay										0
Giá trị hiện tại ròng										1.000

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	813	1.219	1.463	1.626		1.171
Dòng tiền ra	0	-938	-1.250	-553	-485	-767	-934	-1.047		-787
Dòng tiền ròng	0	-938	-1.250	-146	328	452	529	579		384
GTHT của DTTD		-888	-1.062	-111	224	277	291	285		33
Tổng GTHT của DTTD		-888	-1.950	-2.061	-1.837	-1.560	-1.269	-984		481

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 9: Giả định CKDT của Casamia Balanca

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền vào	1.542	2.179	1.613
Dòng tiền ra	-1.720	-1.038	-643
Dòng tiền ròng	-178	1.141	970
GTHT của DTTD	-168	969	739
GTHT lũy kế của DTTD	-168	801	1.540

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
GTHT lũy kế 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
Dòng tiền vào	254	254	171	343	685	1.028	1.199
Dòng tiền ra	-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
Tổng GTHT của DTTD	-7	-286	-437	-637	-551	-122	275

Nguồn: Dự báo của Vietcap

So sánh các công ty cùng ngành

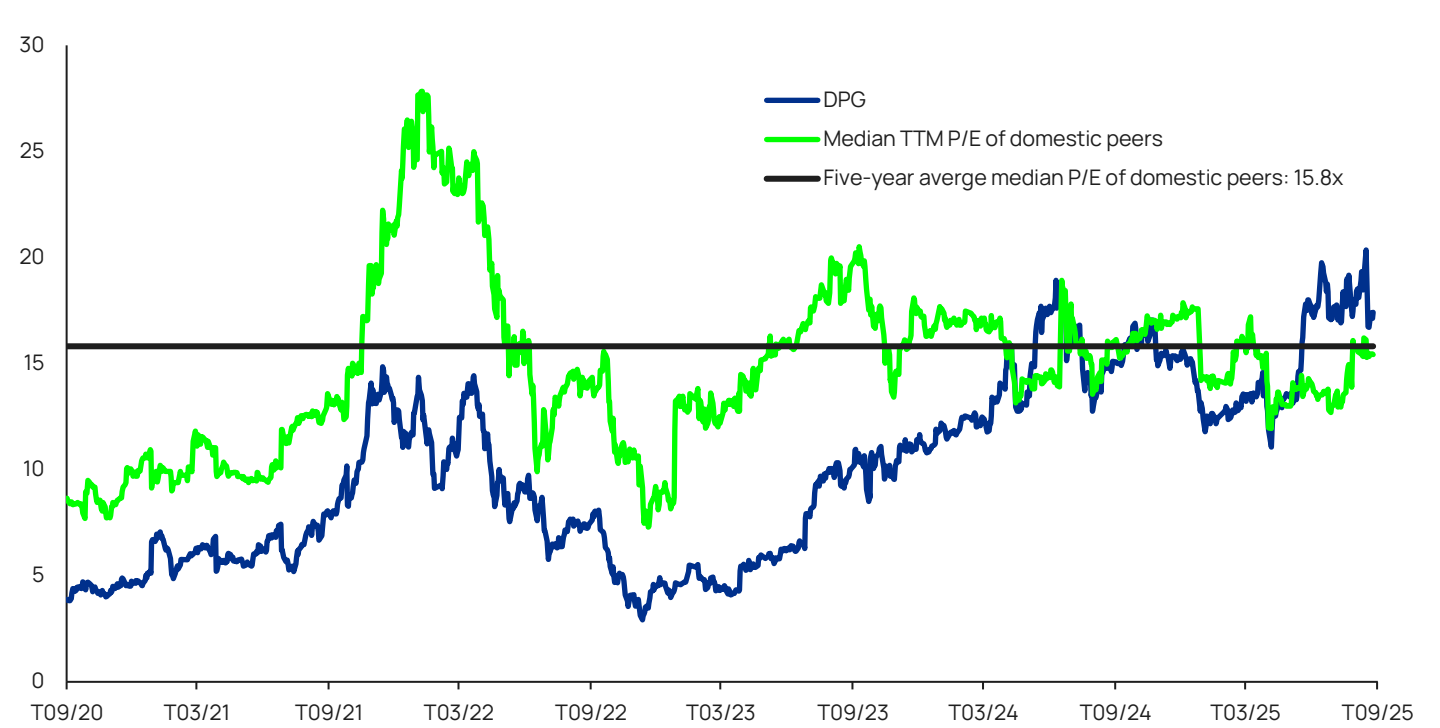
Chúng tôi lựa chọn các công ty trong nước hoạt động trong lĩnh vực xây dựng hạ tầng tương tự như DPG. Chúng tôi nhận thấy rằng trong quá khứ, các công ty cùng ngành thường được giao dịch với mức định giá cao hơn so với DPG. Chúng tôi cho rằng điều này là do quy mô nhỏ hơn của DPG so với các công ty cùng 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	333	221	-0,9	25	42,2	31,4	9,4	2,7	5,1	14,6	1,3	9,2	23,4
CTD	297	978	18,8	18	45,6	-14,7	5,1	1,7	1,3	17,3	0,9	12,5	3,1
C4G	126	130	24,2	7	37,5	66,5	4,7	1,9	N/A	18,4	0,9	11,6	14,6
CTI	59	48	29,8	6	80,4	144,7	10,1	3,1	N/A	9,9	1,0	7,7	37,7
C47	13	61	84,5	1	100,2	95,0	6,6	1,6	N/A	11,8	0,8	4,7	8,9
VC2	23	48	10,8	2	29,6	45,5	4,5	1,4	N/A	23,3	0,7	10,8	11,6
LCG	92	115	24,7	4	-13,1	24,7	4,4	1,9	4,0	21,1	0,9	8,8	12,2
SNZ	529	234	7,8	36	16,3	3,0	13,9	4,4	3,2	15,5	2,1	6,7	40,6
VCG	623	567	23,9	32	-4,0	40,5	10,1	2,8	2,9	22,7	2,0	14,2	15,4
HHV	279	137	14,8	20	38,3	170,9	5,3	1,3	N/A	16,3	0,7	14,7	40,5
IJC	214	32	-16,3	15	60,5	21,3	7,2	5,2	4,7	14,7	1,1	13,2	44,9
Trung bình	235	234	20,2	15	39,4	57,2	7,4	2,5	3,5	16,9	1,1	10,4	23,0
Trung vị	214	130	18,8	15	38,3	40,5	6,6	1,9	3,6	16,3	0,9	10,8	15,4
DPG	169	152	5,0	10	15,0	89,2	9,3	3,4	2,3	17,6	2,2	11,5	15,3

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 03/09/2025)

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 03/09/2025)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3.578	4.866	5.793	7.385
Giá vốn hàng bán	-3.031	-3.987	-4.231	-5.458
Lợi nhuận gộp	547	879	1.562	1.926
Chi phí bán hàng	-2	-89	-176	-219
Chi phí quản lí DN	-95	-130	-130	-159
LN từ HĐKD	450	660	1.256	1.549
Doanh thu tài chính	18	7	33	52
Chi phí tài chính	-114	-164	-175	-226
Trong đó, chi phí lãi vay	-113	-164	-175	-226
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-10	0	0	0
LNTT	344	503	1.114	1.375
Thuế TNDN	-40	-74	-195	-244
LNST trước lợi ích CĐTS	304	429	919	1.131
Lợi ích CĐ thiểu số	-80	-87	-150	-181
LNST sau lợi ích CĐTS, báo	224	341	770	950
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi⁽¹⁾	223	341	770	950
EBITDA	593	821	1.417	1.835
EPS báo cáo, VND	2.221	3.386	7.634	9.428
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	2.217	3.386	7.634	9.428
DPS báo cáo, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	45%	30%	13%	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%	36,0%	19,0%	27,5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-8,3%	46,6%	90,4%	23,3%
Tăng trưởng LNTT	8,4%	46,3%	121,5%	23,4%
Tăng trưởng EPS	10,3%	52,5%	125,5%	23,5%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,3%	18,1%	27,0%	26,1%
Biên LN từ HĐKD %	12,6%	13,6%	21,7%	21,0%
Biên EBITDA %	16,6%	16,9%	24,5%	24,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	6,3%	7,0%	13,3%	12,9%
ROE %	9,0%	12,2%	22,6%	22,0%
ROA %	3,4%	5,0%	9,2%	9,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	143	146	157	111
Số ngày phải thu	101	80	63	55
Số ngày phải trả	48	30	20	17
TG luân chuyển tiền	196	196	200	149
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,7	1,8	2,4
CS thanh toán nhanh	0,9	0,8	1,2	1,7
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,2	0,7	1,2
Nợ/Tài sản	38,4%	42,0%	43,2%	44,9%
Nợ/Vốn sử dụng	48,6%	50,1%	51,8%	50,4%
Nợ/Vốn CSH	52,9%	84,8%	56,5%	38,4%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0x	4,0x	7,2x	6,9x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền mặt & tương đương	1.017	399	1.874	2.990
Đầu tư ngắn hạn	69	69	69	69
Các khoản phải thu	1.107	1.032	981	1.232
Hàng tồn kho	1.222	1.961	1.676	1.658
Tài sản ngắn hạn khác	113	113	113	113
Tổng tài sản ngắn hạn	3.527	3.573	4.713	6.062
Tài sản cố định, gộp	3.367	3.467	3.567	6.167
- Khấu hao lũy kế	-1.167	-1.328	-1.489	-1.776
Tài sản cố định, ròng	2.200	2.138	2.077	4.391
Tài sản dở dang	494	1.283	2.533	345
Đầu tư TC dài hạn	11	58	58	58
TS dài hạn khác	187	109	109	109
Tổng TS dài hạn	2.891	3.589	4.778	4.904
Tổng Tài sản	6.419	7.163	9.491	10.967
Phải trả ngắn hạn	415	242	225	280
Nợ ngắn hạn	1.144	904	969	1.331
Nợ ngắn hạn khác	923	923	1.359	923
Tổng nợ ngắn hạn	2.481	2.068	2.553	2.534
Nợ dài hạn	1.324	2.101	3.127	3.590
Nợ dài hạn khác	1	1	1	1
Tổng nợ	3.806	4.170	5.680	6.125
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	1.134	1.803	2.652
Vốn khác	47	47	47	47
Lợi ích CĐTS	646	786	935	1.116
Tổng vốn chủ sở hữu	2.613	2.992	3.811	4.842
Tổng cộng nguồn vốn	6.419	7.163	9.491	10.967
CP lưu hành cuối năm (tr)	63	101	101	101

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1.432	1.017	399	1.874
Lợi nhuận sau thuế	224	341	770	950
Khấu hao	143	161	161	286
Thay đổi vốn lưu động	-787	-837	755	-614
Điều chỉnh khác	133	77	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-287	-258	1.686	622
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-77	-889	-1.350	-412
Đầu tư, ròng	140	-47	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	63	-936	-1.350	-412
Cổ tức đã trả	-120	-101	-101	-101
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	63	-240	65	362
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-134	777	1.025	464
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	139	150	181
Tiền từ hoạt động TC	-191	576	1.140	906
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-416	-618	1.476	1.116
Tiền cuối năm	1.017	399	1.874	2.990

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%.

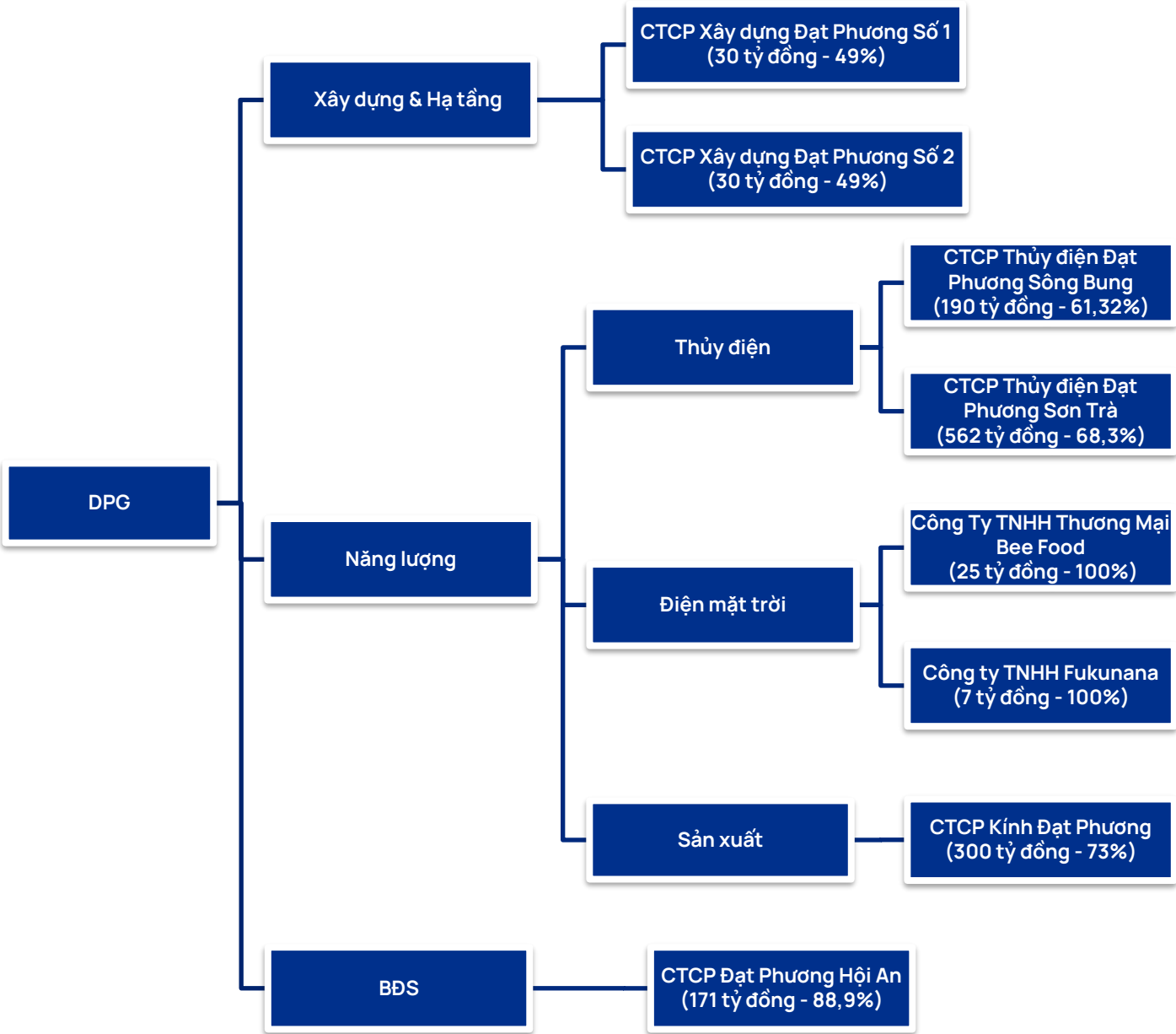
DP1 có trụ sở tại Hà Nội và DP2 có trụ sở tại TP. Hồ Chí Minh, chịu trách nhiệm thi công các công trình thay mặt công ty mẹ. DPG đóng vai trò tổng thầu trong hoạt động đấu thầu dự án và sau đó phân công một phần công việc xây dựng cho DP1 và DP2 với vai trò nhà thầu phụ. Theo ban lãnh đạo, việc tách 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.

Trong quý 2, DPG đã hoàn tất việc thoái vốn tại DP1 và DP2 với khoản lãi thoái vốn danh nghĩa. DPG đã hoàn thành việc thoái 21% cổ phần tại cả Xây dựng Đạt Phương 1 (DP1) và Xây dựng Đạt Phương 2 (DP2). Cổ phần đã được chuyển nhượng cho các nhân sự chủ chốt với giá giao dịch nhìn chung phù hợp với giá trị sổ sách là 20 tỷ đồng, giảm tỷ lệ sở hữu của DPG ở mỗi công ty từ 70% xuống 49%.

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 2028-29	Giai đoạn 2028-34
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	952
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

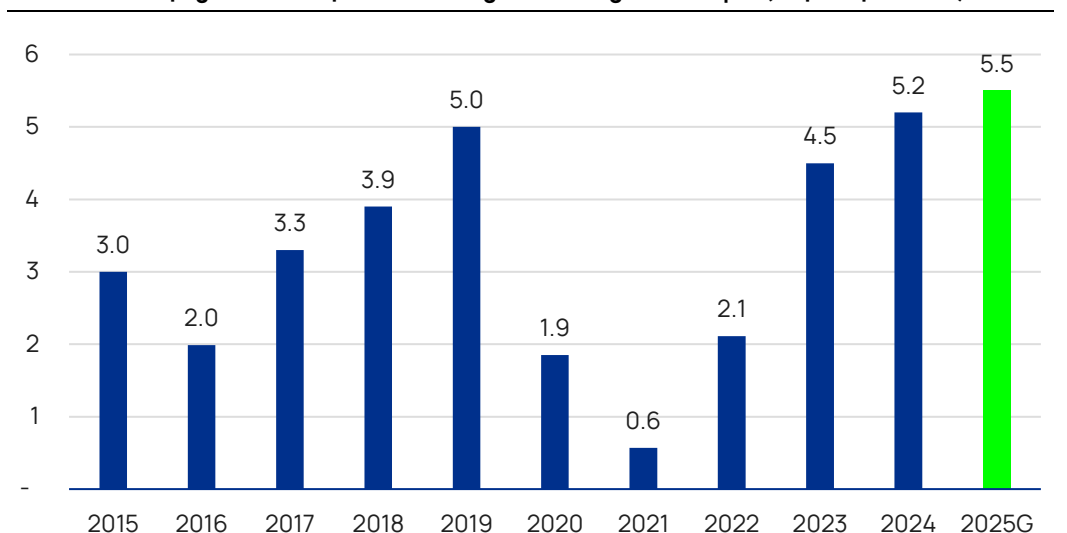
mức 2 nghìn tỷ đồng (chưa bao gồm khách sạn). Dự án sẽ phát triển 364 căn hộ thấp tầng, tiếp nối chuỗi sản phẩm Casamia đã đạt được thành công tại Hội An. Theo lộ trình ban đầu của chủ trương đầu tư, dự án dự kiến sẽ được hoàn thành và đưa vào vận hành vào năm 2029. Chúng tôi dự báo các thủ tục pháp 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
<i>Biên LN gộp</i>	51%	51%	51%	51%	51%
<i>Biên LN ròng</i>	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

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

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 Thủy 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 Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

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 Thục, 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
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

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.