Ngành: Bất động sản và Xây dựng| BSC RESEARCH

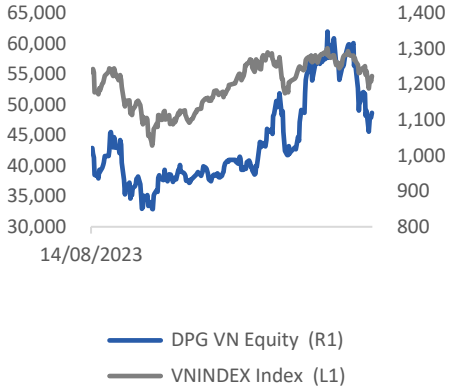
KHUYẾN NGHỊ: MUA — CTCP TẬP ĐOÀN ĐẠT PHƯƠNG (HSX: DPG)
Thiên thời, Địa lợi

Giá hiện tại:	48,700	Ngày viết báo cáo:	12/08/2024	**Cổ đông lớn**	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	63	Lương Minh Tuấn	15.9%
Giá mục tiêu mới:	**76,900**	Vốn hóa (tỷ VND)	3,068	Phạm Kim Châu	6.6%
Lợi suất cổ tức:	**2.1%**	KLGD TB 10 phiên (CP):	1,046,592	Cá nhân nội bộ khác	24.5%
Upside:	**57.9%**	% Sở hữu nước ngoài:	7.33%	KIM Vietnam Growth Equity Fund	5.2%

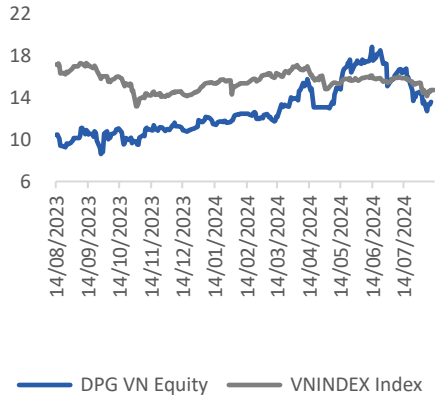
Research Department:

Lâm Việt
(Bất động sản)
vietl@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E CP và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DPG với giá mục tiêu **76,900 VND/CP,** (tương đương upside +57.9% so với giá đóng cửa ngày 09/08/2024 chưa bao gồm 2.1% tỷ suất cổ tức) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SoTP). **BSC đánh giá cao triển vọng kinh doanh của cả 3 mảng cốt lõi trong 2024-2026, đặc biệt dự án BĐS quy mô lớn còn lại đủ điều kiện pháp lý sẽ là một động lực tăng trưởng giúp lợi nhuận +30% CAGR trong giai đoạn 2024-2026.**

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2024: BSC dự báo KQKD của DPG sẽ ghi nhận sự phục hồi từ mức nền thấp năm 2023. Theo đó, **DTT và LNST-CĐTS lần lượt đạt 4,285 tỷ VND (+24% YoY) và 250 tỷ VND (+50% YoY)** đến từ (1) ghi nhận bàn giao các gói thầu xây lắp đã ký năm 2022 và một phần 2023, (2) sản lượng điện thương phẩm phục hồi +7% YoY với kỳ vọng La Lina trở lại từ 2H2024 và (3) chi phí tài chính được tiết kiệm ~30 tỷ VND (đóng góp 15% tăng trưởng lợi nhuận) sau khi tái cấu trúc khoản nợ tại Thủy điện Sơn Trà vào T12/2023.

Năm 2025: DTT đạt 5,068 tỷ VND (+18% YoY) dẫn dắt bởi cả 3 mảng (1) Xây lắp: điểm rơi nghiệm thu các gói thầu đã ký 2023, (2) Thủy điện: tiếp tục hưởng lợi nhờ La Nina, sản lượng tăng +10% YoY và đặc biệt là (3) Bất động sản: kỳ vọng dự án Casamia Balanca sẽ đủ điều kiện triển khai trong 2H24 và có thể ghi nhận một phần trong năm 2025. **Do đó, BSC dự phóng LNST-CĐTS năm 2025 sẽ ghi nhận mức tăng trưởng vượt trội, đạt 348 tỷ VND (+39% YoY).**

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi kỳ vọng 2024 đánh dấu điểm đảo chiều của DPG và dự báo tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt 30% CAGR cho giai đoạn 2024-2026 nhờ triển vọng tích cực của cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi:

(1) **Xây lắp hạ tầng** – năng lực đấu thầu, thi công được củng cố: Tổng giá trị backlog chuyển sang 2024 đạt 6,000 tỷ (tăng +71% YoY và gấp 3.8 lần so với giai đoạn 2018-2022). Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng duy trì ở mức 6-7% do phần lớn danh mục dự án ký mới đều yêu cầu chất lượng kỹ thuật cao như cầu, cao tốc và giá VLXD giảm.

(2) **Thủy điện –** La Nina trong 2H2024-2025: hỗ trợ cho sự phục hồi sản lượng điện thương phẩm với +8% YoY năm 2024 và +10% YoY năm 2025.

(3) **Bất động sản –** hưởng lợi từ chính sách: Chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành pháp lý dự án Casamia Balanca (31 ha, Hội An) trở nên rõ ràng hơn nhờ các tín hiệu tích cực từ (1) Luật Đất đai có hiệu lực sớm từ 01/08/2024, (2) UBND tỉnh đã chỉ đạo các sở, ngành, và đơn vị liên quan tập trung giải quyết các tồn đọng cho dự án.

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	9.6	18.5	12.3	8.9
P/B (x)	1.83	1.69	1.54	1.34
P/S (x)	0.9	0.9	0.7	0.6
ROE (%)	20.6%	10.5%	12.7%	15.2%
ROA (%)	7.4%	3.7%	4.4%	5.9%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,319	3,450	4,285	5,068
Lợi nhuận gộp	921	585	651	818
Lợi nhuận ròng	320	167	250	348
EPS	5,072	2,636	3,949	5,489
% Tăng trưởng EPS	12%	-48%	50%	39%

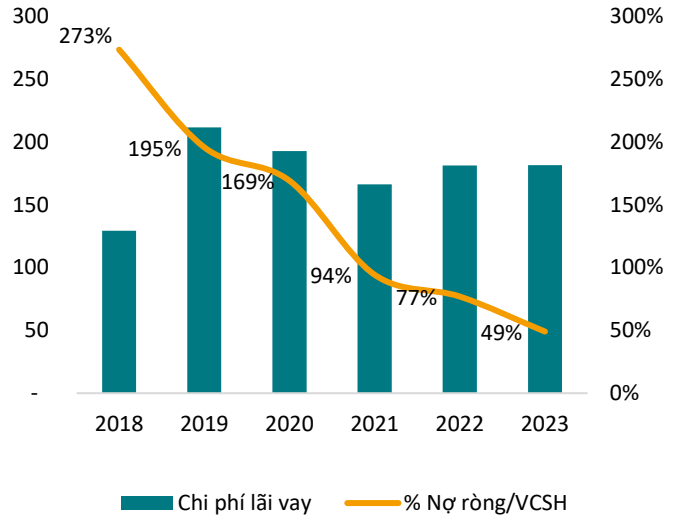
I. CẬP NHẬT KQKD 1H2024: Tăng trưởng mảng xây lắp và tiết giảm chi phí lãi vay bù đắp sự sụt giảm lợi nhuận của 2 mảng kinh doanh thủy điện và bất động sản

KQKD năm 2Q2024: **DPG ghi nhận doanh thu thuần đạt 960 tỷ VND (+25% YoY)** nhờ tăng trưởng doanh thu xây lắp bù đắp sự sụt giảm của mảng kinh doanh điện -10% YoY do El Nino và mảng kinh doanh BĐS không ghi nhận doanh thu khi hầu hết các sản phẩm bất động sản đều đã được bàn giao trong giai đoạn 2019-2022. Theo đó, doanh thu xây dựng đạt 838 tỷ VND (+35% YoY) từ nghiệm thu hạn mục công trình của các gói thầu đã ký năm 2022-2023, giá trị backlog tại cuối năm 2022 đạt 3,500 tỷ VND (+67% YoY) và đạt 6,000 tỷ VND (+71% YoY) tại cuối năm 2023 trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Chính phủ. Bên cạnh đó, nhờ tiết kiệm chi phí lãi vay sau khi tái cấu trúc khoản nợ tại Thủy điện Sơn Trà từ T12/2023, **LNST-CĐTS của DPG đạt 54 tỷ VND (+69% YoY).**

KQKD 1H2024: Doanh thu thuần đạt 1,386 tỷ VND (+20% YoY) – hoàn thành 30% kế hoạch doanh thu và **LNST đạt 106 tỷ VND (+32% YoY) –** hoàn thành 41.4% kế hoạch lợi nhuận năm 2024**.** Do doanh thu từ hai mảng có biên lợi nhuận cao thủy điện và bất động sản giảm, biên lợi nhuận gộp chỉ đạt 43% so với 54% trong 1H2023. Nhìn chung, mảng xây lắp bước vào giai đoạn nghiệm thu lượng backlog lớn và tiết giảm chi phí lãi vay vẫn là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận chính của DPG trong nửa đầu năm 2024. Nhìn sang 2H2024-2025, BSC nhận thấy tín hiệu phục hồi tốt cho cả mảng thủy điện và bất động sản của doanh nghiệp.

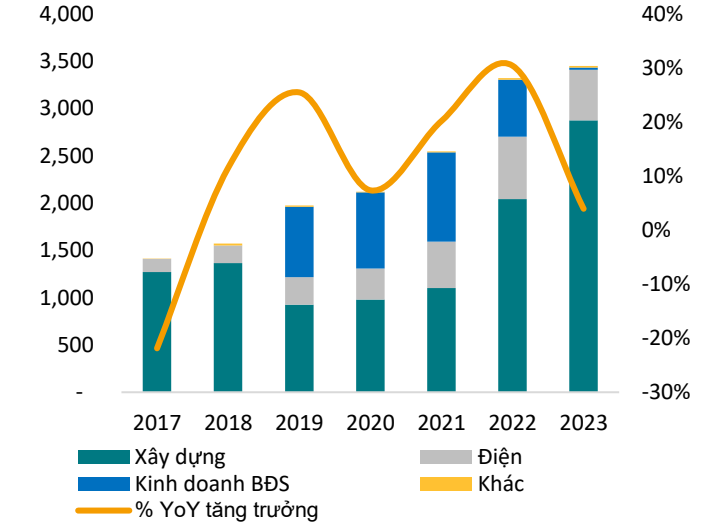
(Tỷ VND)	1H2023	1H2024	%YoY	2Q2023	2Q2024	%YoY
Doanh thu thuần	**1,159**	**1,386**	20%	**769**	**960**	25%
Xây dựng	*825*	*1,111*	35%	*624*	*838*	34%
Bán điện thương phẩm	*296*	*254*	-14%	*129*	*115*	-10%
Cung cấp dịch vụ	*8*	*20*	151%	*2*	*7*	245%
Kinh doanh BĐS	*26*	*(0)*	-101%	*14*	*(0)*	-102%
Lợi nhuận gộp	**271**	**253**	-7%	**121**	**130**	7%
%GPM	*54%*	*43%*		*16%*	*14%*	
Chi phí bán hàng	(9)	(1)	-89%	(6)	(1)	-88%
Chi phí QLDN	(36)	(42)	18%	(18)	(22)	26%
%SG&A/Revenue	*-9%*	*-7%*		*-3%*	*-2%*	
EBIT	226	210	-7%	97	107	10%
Doanh thu tài chính	18	10	-45%	10	3	-67%
Chi phí tài chính	(100)	(56)	-44%	(49)	(27)	-45%
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết	-	-		-	-	
LNTT	**144**	**165**	15%	**58**	**82**	43%
LNST	**131**	**150**	15%	**51**	**72**	42%
LNST-CĐTS	**81**	**106**	32%	**32**	**54**	69%

Tỷ lệ đòn bẩy luôn được cải thiện nhờ dòng tiền ổn định của mảng thủy điện và đóng góp của BĐS năm 2019-2022



Nguồn: DPG, BSC Research

Cơ cấu doanh thu có sự dịch chuyển với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của mảng xây lắp



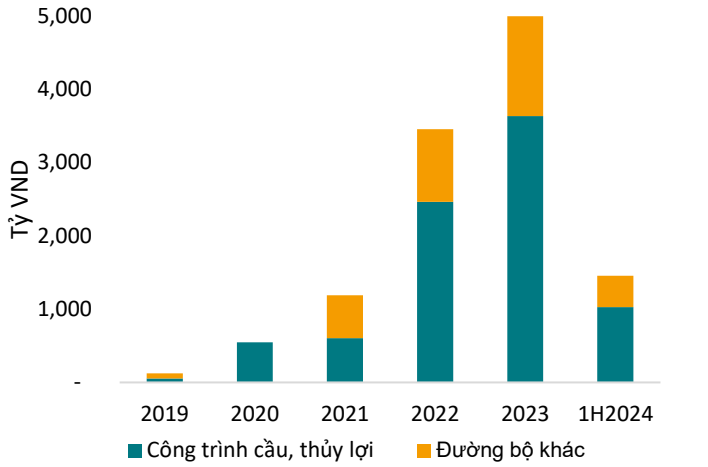
Nguồn: DPG, BSC Research

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ – Triển vọng kinh doanh tích cực cho cả 3 mảng kinh doanh cốt lõi

1. Mảng xây dựng: hưởng lợi xu hướng đẩy mạnh đầu tư công và giá trị backlog lớn tạo động lực tăng trưởng trong trung hạn.

Điểm rơi lợi nhuận bắt đầu từ 2024, tập trung 2025 tạo động lực tăng trưởng trong trung hạn nhờ giá trị backlog lớn đạt 6,000 tỷ VND (tăng +71% YoY và cao gấp 3.8 lần so với trung bình giai đoạn 2018-2022). Tương đồng với mục tiêu phát triển hạ tầng giao thông của Chính Phủ, trong năm 2023 DPG đã thắng tổng cộng 14/15 gói thầu mà doanh nghiệp tham gia với tổng giá trị ước tính khoảng 5,742 tỷ VND (+66% YoY). Do đặc thù của các công trình hạ tầng, năm 2024 và 2025 sẽ lần lượt là điểm rơi nghiệm thu các hạng mục công trình đã ký kết năm 2022 và 2023.

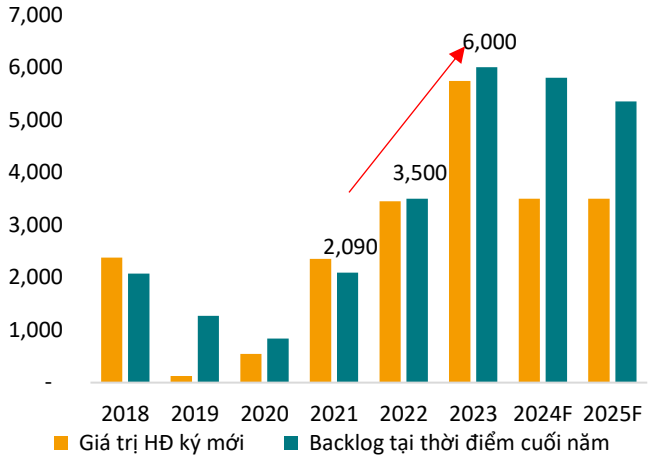
Giá trị trúng thầu theo loại công trình



(*) Note: Năm 2023 không bao gồm gói thầu Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột GĐ1 (TMĐT 2,993 tỷ VND) do thiếu thông tin về giá trị/loại công trình thuộc về DPG trong liên danh.

Nguồn: DPG, Dauthau.info, BSC Research

Giá trị backlog tại thời điểm cuối năm

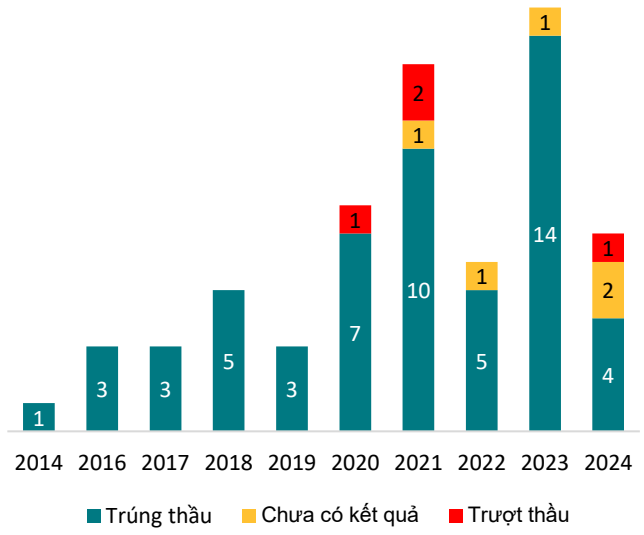


(*) Note: Năm 2023 giả định giá trị gói thầu thuộc dự án Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Mê Thuột GĐ1 thuộc về DPG chiếm 25%, tương đương 748 tỷ VND.

Nguồn: DPG, Dauthau.info, BSC Research

Chúng tôi tin rằng DPG sẽ duy trì vị thế và trúng thêm các gói thầu mới trong trung hạn khi đầu tư công cho hạ tầng giao thông vẫn được Chính Phủ chú trọng. Đạt Phương sở hữu thế mạnh triển khai thi công các công trình hạ tầng cầu và giao thông thủy lợi thông qua các công trình cầu Mỹ Thuận 2, cầu Cửa Đại, cầu Sông Đáy… Kể từ năm 2018, nắm bắt được nhu cầu đầu tư hạ tầng giao thông đường bộ, DPG bắt đầu (1) tham gia vào các liên danh đấu thầu dự án hạ tầng nhằm củng cố hồ sơ năng lực và (2) tích cực gia tăng quy mô vốn điều lệ từ 119 tỷ VND năm 2017 lên mức 630 tỷ VND năm 2021 để sẵn sàng đáp ứng năng lực tài chính cho các gói thầu lớn hơn.

Năng lực đấu thầu được gia cố qua các năm



Nguồn: DPG, Dauthau.info, BSC Research

Một số dự án lớn trúng thầu trong giai đoạn 2022-2023

Dự án	Vị trí	Giá trị thuộc DPG (tỷ VND)
Cầu Nhật Lệ 3	Quảng Nam	1,146
Tuyến đường bộ ven biển	Huế	826
Đê chắn sóng cảng Chân Mây GĐ2	Huế	371
Nạo vét sông Cổ Cò	Quảng Nam	274
Mở rộng tỉnh lộ 994	Vũng Tàu	338
Cầu vượt sông Đáy	Ninh Bình	1,174
Nâng cao tĩnh không các cầu đường bộ cắt qua tuyến đường thủy nội địa quốc gia - GĐ1	Các tỉnh miền Tây	612
Đầu tư xây dựng đường bộ cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng GD1	Cần Thơ	450
Cầu Văn Ly và đường dẫn	Quảng Nam	467
Cầu Cửa Lấp 2	Vũng Tàu	329
Cầu vượt đường sắt Bắc - Nam	Thanh Hóa	470

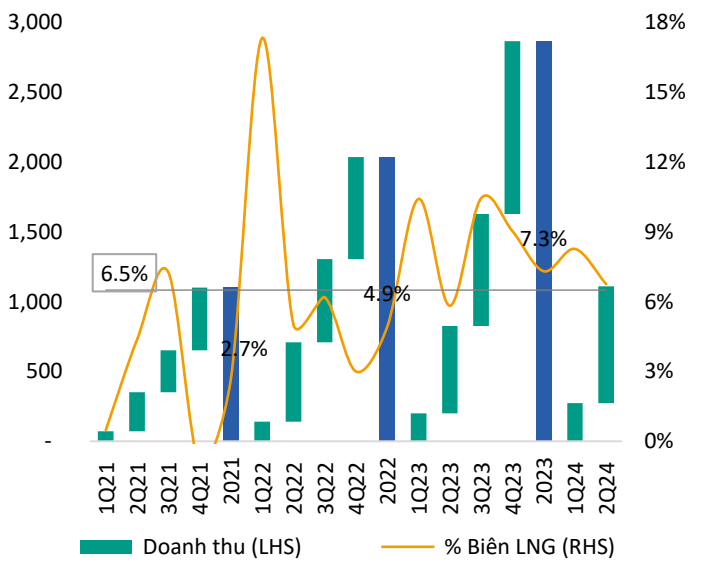
Nguồn: DPG, Dauthau.info, BSC Research

Dựa trên cơ sở thận trọng, **chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp có thể duy trì ở mức 6.5% năm 2024 và 6.3% năm 2025** dù giá VLXD bao gồm thép, xi măng, nhựa đường giảm so với thời điểm ký hợp đồng năm 2022-2023 do biên lợi nhuận còn phụ thuộc vào giá trúng thầu của DN tại từng dự án trong bối cảnh cạnh tranh ngành xây dựng ngày càng tăng cao.

So với thời điểm trúng thầu, giá thép và hầu hết các VLXD khác đều có xu hướng giảm mạnh

Nguồn: BSC Research

Thời điểm ghi nhận doanh thu thường rơi vào các quý cuối năm. Biên LNG từ 2023 duy trì mức cao trên 6%.



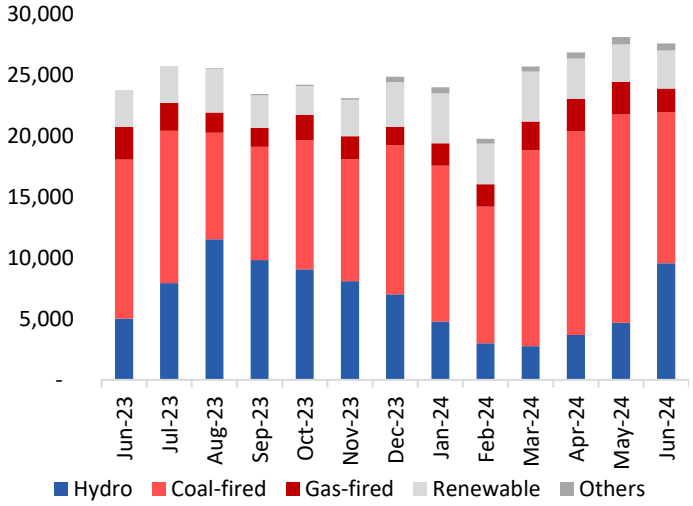
Nguồn: DPG, Dauthau.info, BSC Research

2. Mảng thủy điện: La Nina trở lại từ 2H2024 duy trì xuyên suốt 2025 hỗ trợ cho sự phục hồi sản lượng điện thương phẩm từ mức nền thấp.

BSC kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm sẽ ghi nhận phục hồi +8% YoY trong năm 2024 (trong năm 2023 sản lượng giảm -19% do El Nino và 30 tỷ VND doanh thu chưa ghi nhận) và tiếp tục tăng 10% YoY trong năm 2025. Theo dự báo của NOAA, hiện tượng thời tiết El Nino đã suy giảm và chuyển trạng thái sang pha La Nina từ T7/2024, mạnh mẽ từ T8/2024 với xác suất 75% và tăng dần đến cuối năm 2024. Như vậy, các nhóm nhà máy thủy điện sẽ tăng trưởng sản lượng tốt hơn vào 2H2024, bù đắp cho sự sụt giảm trong 1H2024.

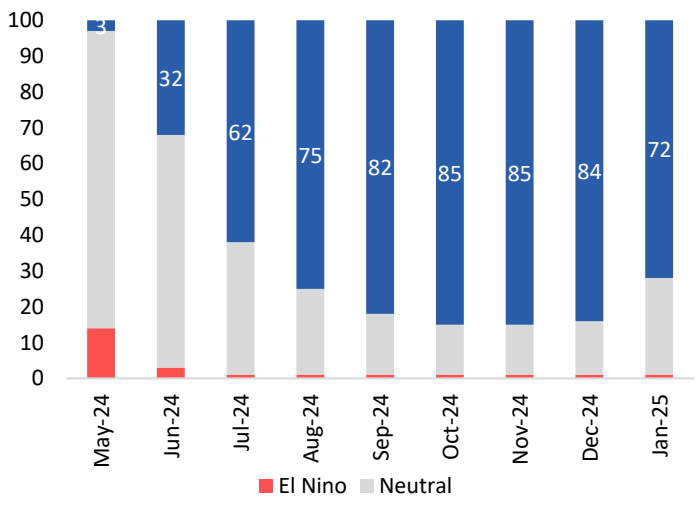
DPG hiện đang vận hành 4 nhà máy thủy điện nhỏ bao gồm Thủy điện Sông Bung 6 (29 MW), Sơn Trà 1A (30MW), Sơn Trà 1B (30MW) và Sơn Trà 1C (9MW). Theo thông tư 07/2024/TT-BCT Quy định phương pháp xác định giá phát điện hợp đồng mua bán điện, nhà máy thủy điện nhỏ (công suất không quá 30MW) áp dụng biểu giá chi phí tránh được và không tham gia vào thị trường điện cạnh tranh, do đó tăng trưởng sản lượng từ La Nina sẽ dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận nhờ (1) giá bán điện trung bình duy trì đi ngang trong khi (2) chi phí của mảng thủy điện chủ yếu là khấu hao cố định.

Huy động điện từ nhóm thủy điện đã bật tăng mạnh trong T6/2024 về mức cao cho thấy tác động tích cực của La Nina



Nguồn: DPG, BSC Research

Dự báo xác suất của La Nina tăng dần về cuối năm



Nguồn: DPG, BSC Research

3. Mảng bất động sản: dự án lớn nhất hiện tại được kỳ vọng sẽ sớm được "mở khóa", hưởng lợi từ các chính sách liên quan nhất quán và đồng loạt có hiệu lực sớm.

Luật Đất đai, Luật Kinh doanh bất động sản, Luật Nhà ở, hơn 10 nghị định, thông tư liên quan đã được thông qua và có hiệu lực từ 01/08/2024. BSC tin rằng các văn bản hướng dẫn chi tiết thi hành luật còn lại sẽ sớm được ban hành để hình thành vòng tròn khép kín, nhất quán cho pháp lý các dự án bất động sản, đặc biệt liên quan đến công tác xác định, phê duyệt tiền sử dụng đất - nguyên nhân khiến cho hơn 50% số lượng dự án BĐS bị tắt pháp lý.

Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Sản phẩm	Tình trạng
Casamia Hội An	Hội An, Quảng Nam	156,241	217 sản phẩm thấp tầng, 1 khách sạn	Đã bán hết sp thấp tầng, Kỳ vọng cuối 2024 vận hành
Casamia Calm	Hội An, Quảng Nam	63,965	112 sản phẩm thấp tầng, 1 khách sạn	Đã bán hết sp thấp tầng, Kỳ vọng năm 2026 vận hành
Casamia Balanca	Hội An, Quảng Nam	311,073	363 sản phẩm thấp tầng, 1 khu tái định cư	Đang đợi chấp thuận phương án xác định tiền sử dụng đất
KDL nghỉ dưỡng Bình Dương	Thăng Bình, Quảng Nam	1,838,724	44.2ha NSA cho sản phẩm thấp tầng và 22ha NSA chung cư	Đã bị tỉnh thu hồi sau khi rà soát quỹ đất thanh toán đối ứng dự án BT DN đã GPMB 83% và dự kiến sẽ tham gia đấu thầu lại
KĐT Nồi Rang	Duy Xuyên, Quảng Nam	193395	420 sản phẩm thấp tầng, 7 block căn hộ	Đã chuyển nhượng năm 2020

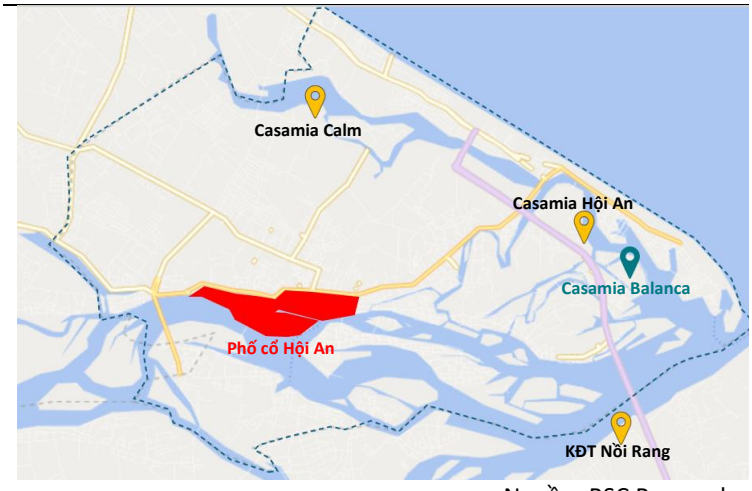
Hiện tại, DPG sở hữu dự án Casamia Balanca, quy mô 31.1ha tại TP Hội An, Quảng Nam – dự án lớn nhất trong danh mục dự án BĐS từ trước đến nay. Đây là một trong các phần đất được tỉnh Quảng Nam thanh toán đối ứng cho dự án BT Cầu Đế Võng và đường dẫn lên cầu do Đạt Phương thi công năm 2016. Dự án chỉ còn khoảng 0.6ha đất (1 hộ dân) cần đền bù, vừa được tỉnh phê duyệt thay đổi chủ trương đầu tư gia hạn thời gian hoàn thành tới cuối năm 2025 vào T5/2024 và đang chờ tỉnh chấp thuận phương án xác định tiền sử dụng đất để triển khai dự án. Tại ĐHĐCĐ 2024, ban lãnh đạo kỳ vọng có thể hoàn thiện toàn bộ pháp lý dự án trong 3Q2024 và có thể mở bán từ cuối 2024 hoặc đầu 2025.

Casamia Balanca đủ điều kiện pháp lý để tiếp tục triển khai sẽ là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong 2025-2026, qua đó mở ra cơ hội lớn để cổ phiếu được tái định giá về giá trị hợp lý. BSC kỳ vọng dự án sẽ hoàn thiện các thủ tục pháp lý trong 2H2024, mở bán và có thể bàn giao ghi nhận doanh thu các sản phẩm đã xây dựng phần thô trong năm 2025. Casamia Balanca được dự phóng sẽ mang về dòng tiền ròng khoảng 2,016 tỷ VND trong 2025-2028 bổ sung nguồn tài chính quan trọng cho DPG (1) mở rộng quỹ đất để triển khai các dự án gối đầu khác và (2) đầu tư capex cho mảng kinh doanh mới - nhà máy sản xuất kính hoa siêu trắng.

Khoảng 60 sản phẩm đã được DN triển khai xây dựng phần thô từ đầu năm 2022, sau khi quy hoạch 1/500 điều chỉnh được tỉnh phê duyệt

Nguồn: BSC Research

Vị trí dự án BĐS của DPG



Nguồn: BSC Research

III. Dự phóng KQKD 2024

Năm 2024, BSC dự báo DPG sẽ ghi nhận mức phục hồi tốt với doanh thu thuần đạt 4,285 tỷ VND (+24% YoY) và LNST-CĐTS đạt 250 tỷ VND (+50% YoY) chủ yếu nhờ tăng trưởng tại mảng xây dựng, sản lượng điện phục hồi và tiết kiệm được chi phí lãi vay. Cụ thể:

- Mảng xây dựng: Doanh thu tăng +28.7% YoY nhờ bàn giao và nghiệm thu phần lớn gói thầu đã ký kết năm 2022. Biên LNG mảng xây dựng đạt 6.5% dựa trên quan điểm thận trọng dù giá VLXD như thép, xi măng, nhựa đường duy trì đi ngang ở mức thấp so với thời điểm ký HĐ.
- Mảng thủy điện: Doanh thu đạt 575 tỷ VND, tăng +8% YoY tương đồng với sự phục hồi của sản lượng điện. Do hầu hết chi phí đều đã được cố định, phần tăng lên từ sản lượng giúp cho biên LNG tăng từ 69.6% lên mức 72.2%.
- Chi phí tài chính giảm -15.1% YoY, tiết kiệm khoảng 30 tỷ VND tương đương đóng góp 15% tăng trưởng LNST-CĐTS năm 2024 nhờ lãi vay giảm khi DPG cơ cấu lại khoản nợ vay tại Thủy điện Sơn Trà từ T12/2023.

Bước sang 2025, BSC dự báo DTT đạt 5,068 tỷ VND (+18% YoY) và LNST-CĐTS đạt 348 tỷ VND (+39% YoY) đến từ (1) ghi nhận đóng góp trở lại của mảng kinh doanh BĐS, (2) sản lượng điện tiếp tục tăng 10% YoY do La Nina duy trì xuyên suốt cả năm và (3) mảng xây lắp tiếp tục tăng trưởng nhờ bàn giao các công trình đã ký kết năm 2023.

Sự trở lại của mảng kinh doanh BĐS sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp năm 2026-2027 khi đà tăng trưởng của mảng xây lắp và thủy điện chững lại. Chúng tôi lưu ý dự phóng không bao gồm mảng sản xuất kính hoa siêu trắng mà DPG định hướng phát triển trong tương lai do dự án trên vẫn đang ở những bước pháp lý đầu tiên.

Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**2,118**	**2,545**	**3,319**	**3,450**	**4,285**	**5,068**	**5,806**
% YoY	*7%*	*20%*	*30%*	*4%*	*24%*	*18%*	*15%*
- Xây dựng	*980*	*1,101*	*2,043*	*2,875*	*3,700*	*3,950*	*3,425*
- Bán điện thương phẩm	*326*	*491*	*657*	*533*	*575*	*644*	*548*
- Kinh doanh BĐS	*805*	*943*	*602*	*26*	*-*	*464*	*1,823*
Giá vốn hàng bán	(1,524)	(1,670)	(2,398)	(2,865)	(3,634)	(4,251)	(4,864)
Lợi nhuận gộp	**594**	**875**	**921**	**585**	**651**	**818**	**942**
Chi phí bán hàng	(72)	(167)	(100)	(10)	(10)	(52)	(174)
Chi phí QLDN	(61)	(62)	(90)	(85)	(105)	(110)	(99)
EBIT	**461**	**646**	**731**	**490**	**536**	**656**	**668**
Doanh thu tài chính	20	24	36	28	20	22	20
Chi phí tài chính	(193)	(167)	(182)	(201)	(171)	(154)	(92)
LN trước thuế	**296**	**536**	**588**	**318**	**386**	**524**	**597**
Thuế TNDN	(104)	(141)	(132)	(71)	(51)	(66)	(81)
Lợi nhuận sau thuế	**192**	**395**	**456**	**247**	**334**	**458**	**516**
Lợi ích cổ đông thiểu số	41	107	136	80	84	110	92
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	**151**	**288**	**320**	**167**	**250**	**348**	**424**
% YoY	*12%*	*91%*	*11%*	*-48%*	*50%*	*39%*	*22%*
EPS cơ bản (đồng)	**3,303**	**4,543**	**5,072**	**2,636**	**3,949**	**5,489**	**6,685**
Biên LNG	28%	34%	28%	17%	15%	16%	16%
- Xây dựng	*8.1%*	*2.7%*	*4.9%*	*7.3%*	6.5%	6.3%	6.3%
- Bán điện thương phẩm	*60.0%*	*71.9%*	*76.5%*	*69.6%*	72.2%	75.7%	71.3%
- Kinh doanh BĐS	*39.8%*	*52.1%*	*53.5%*	*50.9%*		18.7%	18.7%
Biên LN ròng	9%	16%	14%	7%	8%	9%	9%
ROE	14%	22%	21%	10%	13%	15%	15%

Nguồn: DPG, BSC Research

IV. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPG với giá mục tiêu **76,900 VND/CP,** (upside +57.9% so với giá ngày 09/08/2024) dựa trên phương pháp định giá từng phần (SoTP). Theo đó:

- **Mảng Xây dựng:** áp dụng phương pháp định giá PE với PE mục tiêu = 10.0x
- **Mảng Thủy điện:** áp dụng phương pháp định giá DCF với giả định sản lượng điện giảm -15% YoY năm 2026, đi ngang năm 2027, với g = 1.0%, WACC = 9.8% và đã phản ánh tổng giá trị nợ vay 1,089 tỷ VND của mảng thủy điện trong định giá.
- **Mảng Bất động sản:** áp dụng phương pháp định giá RNAV đối với dự án Casamia Balanca với giả định (1) đơn giá tiền sử dụng đất được phê duyệt là 10 triệu VND/m2 đất ở - cao hơn mức 2.8 triệu VND/m2 tại Casamia Hội An và 4.9 triệu VND/m2 đất ở tại Casamia Calm, (2) giá bán ở mức 45 triệu VND/m2.

Casamia Balanca là một động lực quan trọng thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của DN trong trung hạn, do đó, BSC tin rằng DPG có cơ hội lớn để được tái định giá về giá trị hợp lý khi dự án đủ điều kiện pháp lý để tiếp tục triển khai. Tính tới thời điểm ngày 09/08/2024, DPG ghi nhận hiệu suất tốt +25.2% YTD so với mức +8.4% YTD của VNIndex, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại chỉ mới phản ánh một phần giá trị của mảng thủy điện, xây lắp nhưng chưa phản ánh mảng bất động sản. Do đó, tiềm năng tăng giá của DPG vẫn còn rất hấp dẫn. DPG hiện đang giao dịch tại PE 2024F = 12.3x và PE 2025F = 8.9x thấp hơn (1) PE ttm trung bình ngành xây dựng = 14.5x và (2) PE ttm ngành thủy điện = 23.1x.

Định giá

Tỷ VND	Phương pháp định giá	Giá trị đánh giá lại	% Tỷ lệ sở hữu	DPG
Thủy điện Sơn Trà	DCF	1,931	*68%*	1,319
Thủy điện Sông Bung	DCF	1,236	*61%*	758
Mảng Xây dựng	PE	1,359	*100%*	1,359
KĐT Cồn Tiến	RNAV	1,103	*89%*	980
Tài sản BĐS khác	Book Value	171	*89%*	152
Tổng giá trị đánh giá lại				**4,568**
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn				1,474
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng				(1,199)
Tổng giá trị doanh nghiệp				**4,843**
Số lượng cổ phiếu (triệu)				63.0
Giá hiện tại				48,700
Giá mục tiêu				**76,900**
Tiềm năng tăng giá				**57.9%**
Lợi suất cổ tức				**2.1%**
% WACC				9.8%

Độ nhạy của Giá mục tiêu		Bất động sản		
		Book value	P/B=1.2x	RNAV
Xây lắp	PE = 8.0x	67,900	70,000	72,600
	PE = 9.0x	70,000	72,200	74,700
	PE = 10.0x	72,200	74,300	**76,900**
	PE = 11.0x	74,300	76,500	79,000
	PE = 12.0x	76,500	78,700	81,200

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	**2,545**	**3,319**	**3,450**	**4,285**	**5,068**
Giá vốn hàng bán	(1,670)	(2,398)	(2,865)	(3,634)	(4,251)
Lợi nhuận gộp	**875**	**921**	**585**	**651**	**818**
Chi phí bán hàng	(167)	(100)	(10)	(10)	(52)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(62)	(90)	(85)	(105)	(110)
Lãi/lỗ HDKD	**646**	**731**	**490**	**536**	**656**
Doanh thu tài chính	24	36	28	20	22
Chi phí tài chính	(1)	(1)	(20)	(5)	(1)
Chi phí lãi vay	(166)	(181)	(181)	(166)	(153)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	32	3	0	-	-
LN trước thuế	**536**	**588**	**318**	**386**	**524**
Thuế thu nhập DN	(141)	(132)	(71)	(51)	(66)
LN sau thuế	**395**	**456**	**247**	**334**	**458**
CĐTS	107	136	80	84	110
LNST-CĐTS	**288**	**320**	**167**	**250**	**348**
EBITDA	780	865	633	697	859
EPS	4,543	5,072	2,636	3,949	5,489

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	536	588	318	386	524
Khấu hao và phân bổ	134	135	142	161	203
Thay đổi vốn lưu động	230	(300)	241	(253)	(507)
Điều chỉnh khác	(149)	(86)	(93)	(70)	(83)
LCTT từ HĐ KD	**750**	**336**	**609**	**223**	**137**
Tiền chi mua TSCĐ	(616)	(81)	(77)	(69)	(86)
Đầu tư khác	(654)	(114)	(105)	100	100
LCTT từ HĐ đầu tư	**(1,270)**	**(195)**	**(182)**	**31**	**14**
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	(63)	(63)
Tiền từ vay ròng	1,653	1,485	2,533	92	(201)
Tiền thu khác	(1,120)	(1,653)	(2,926)	-	-
LCTT từ HĐ tài chính	**533**	**(168)**	**(393)**	**29**	**(264)**
Dòng tiền đầu kỳ	692	1,046	1,171	1,205	1,488
Tiền trong kỳ	14	(27)	34	283	(113)
Dòng tiền cuối kỳ	**705**	**1,019**	**1,205**	**1,488**	**1,374**

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	**2,629**	**3,293**	**3,768**	**4,425**	**4,925**
Tiền và tương đương tiền	1,046	1,171	1,432	1,488	1,374
Đầu tư ngắn hạn	383	205	220	100	100
Phải thu ngắn hạn	632	751	875	743	884
Hàng tồn kho	557	1,092	1,145	1,999	2,470
TS ngắn hạn khác	10	73	97	97	97
Tài sản dài hạn	**3,322**	**2,846**	**2,921**	**3,084**	**2,886**
Tài sản hữu hình	2,428	2,422	2,324	2,238	2,121
Tài sản dở dang dài hạn	736	317	437	437	437
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	159	108	161	409	328
Tổng Tài sản	**5,951**	**6,139**	**6,689**	**7,510**	**7,811**
Tổng nợ ngắn hạn	**2,432**	**2,219**	**2,880**	**3,259**	**3,366**
Nợ phải trả	366	358	380	401	700
Vay ngắn hạn	1,017	1,000	1,080	1,000	1,000
Nợ ngắn hạn khác	1,049	861	1,420	1,858	1,666
Tổng nợ dài hạn	**1,737**	**1,713**	**1,460**	**1,630**	**1,429**
Vay dài hạn	1,689	1,662	1,458	1,630	1,429
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	-	-	0	-	-
Nợ dài hạn khác	47	52	1	-	-
Tổng nợ phải trả	**4,169**	**3,932**	**4,340**	**4,889**	**4,794**
Vốn góp	630	630	630	630	630
Thặng dư vốn cổ phần	(19)	(19)	(19)	(19)	(19)
LN chưa phân phối	699	1,015	1,153	1,340	1,625
Vốn chủ khác	47	47	47	47	47
Cổ đông thiểu số	424	534	540	624	734
Tổng vốn chủ sở hữu	**1,782**	**2,207**	**2,350**	**2,621**	**3,016**
Tổng nguồn vốn	**5,951**	**6,139**	**6,689**	**7,510**	**7,811**
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	63	63	63	63	63

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	1.5	1.3	1.4	1.5
Hệ số TT nhanh	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	45%	43%	38%	35%	31%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	199%	159%	140%	132%	106%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	122	166	146	255	248
Số ngày phải thu	91	83	93	79	75
Số ngày phải trả	88	61	52	55	73
CCC	125	188	186	278	250
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	34%	28%	17%	15%	16%
Biên Lợi nhuận ròng	16%	14%	7%	8%	9%
ROE	22.2%	20.6%	10.5%	12.7%	15.2%
ROA	6.6%	7.4%	3.7%	4.4%	5.9%
Định giá					
PE	13.1	11.8	22.7	12.3	8.9
PB	2.77	2.25	2.08	1.54	1.34
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	20%	30%	4%	24%	18%
Tăng trưởng EBIT	40%	13%	-33%	9%	22%
Tăng trưởng LNTT	106%	15%	-46%	35%	37%
Tăng trưởng EPS	38%	12%	-48%	50%	39%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, MUA chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place

93 Nguyễn Du, quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>