

CTCP TẬP ĐOÀN ĐẠT PHƯƠNG – HSX: DPG

Bất động sản dẫn dắt tăng trưởng 2025-2026

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 55,300

Upside: +43.3%

Ngành Bất động sản | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Kể từ thời điểm phát hành Báo cáo gần nhất ([Link](#)), giá cổ phiếu DPG ghi nhận mức hiệu suất +36.4% tương đồng với mức tăng của VNIndex và tốt hơn mức trung bình ngành. Chúng tôi cho rằng mức tăng ấn tượng trên được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực tại mọi mảng kinh doanh như chúng tôi kỳ vọng, bao gồm (1) pháp lý được “cởi trói” và tiến độ triển khai tốt tại Casamia Balanca, (2) mảng thủy điện phục hồi mạnh từ nền thấp, (3) mảng xây dựng bước vào điểm rơi lợi nhuận.

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **55,300 VND/CP (upside +43.4%)** tăng +29% so với giá mục tiêu cũ (đã điều chỉnh do cổ tức cổ phiếu) được dẫn dắt bởi mảng bất động sản, cụ thể (1) điều chỉnh tăng giá bán tại Casamia Balanca từ 45 triệu/m² lên 55 triệu/m² theo giá thực tế, (2) thêm mới vào định giá dự án KĐT Phú Hải (phương pháp RNAV) và Khu phức hợp nghỉ dưỡng Bình Dương (giá trị sổ sách) và (3) thêm mới mảng kính hoa siêu trắng vào định giá (phương pháp chiết khấu dòng tiền).

Trung tâm phân tích BSC

Lâm Việt

(Chuyên viên phân tích cao cấp)

viatl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	38,500
Cổ phiếu LH (Triệu):	100.8
Vốn hoá (Tỷ VND):	3,891
Thanh khoản 30n (Triệu):	1.4
Sở hữu nước ngoài:	5.4%

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

So với dự phóng trước đó, KQKD 9T2025 của doanh nghiệp cho thấy sự tương đồng ở mảng thủy điện, trong khi giá trị trúng thầu mới ở mảng xây dựng tốt hơn kỳ vọng và dự án Casamia Balanca được triển khai sớm, đủ điều kiện bàn giao trong 2025. Do đó, BSC tiến hành điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận năm 2025-2026 như sau:

Năm 2025: DTT = 5,301 tỷ VND (+48% YoY) và LNST-CĐTS = 345 tỷ VND (+54% YoY) tăng lần lượt +29%/+42% so với dự báo cũ phản ánh kỳ vọng 25/50 sản phẩm đã bán đợt 1 tại Casamia Balanca sẽ được bàn giao.

Năm 2026: DTT = 7,456 tỷ VND (+41% YoY) và LNST-CĐTS = 487 tỷ VND (+41% YoY). Tăng trưởng lợi nhuận được dẫn dắt bởi bàn giao các sản phẩm thấp tầng tại Casamia Balanca trong khi các mảng khác không có nhiều biến động.

Chúng tôi kỳ vọng mảng kính hoa sẽ bắt đầu vận hành thương mại từ 2H2026 nhưng đóng góp vào KQKD còn hạn chế trong 2026-2027.

KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH RIÊNG LẺ

Ngày 28/10/2025, ĐHCĐ của DPG đã thông qua phương án chào bán cổ phiếu riêng lẻ năm 2025. Theo đó, doanh nghiệp dự kiến sẽ phát hành 17,8 triệu cổ phiếu (17.6% slcp lưu hành) với giá chào bán tối thiểu 30,300 VND/cp để huy động trên 540 tỷ VND, chủ yếu đầu tư cho Khu phức hợp nghỉ dưỡng Bình Dương và thiết bị xây lắp.

RỦI RO:

- (1) Rủi ro về thuế quan, địa chính trị ảnh hưởng đến mảng kính.
- (2) Biên lợi nhuận mảng xây lắp thấp hơn kỳ vọng do môi trường cạnh tranh cao.

KQKD	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu thuần	3,450	3,577	5,301	7,456
Lợi nhuận gộp	585	545	791	1,297
NPATMI	203	223	345	487
EPS	3,207	3,529	5,449	7,680



I. CẬP NHẬT KQKD 9T2025 – Tăng trưởng tích cực được dẫn dắt bởi các mảng kinh doanh cốt lõi

Bảng 1: Tóm tắt KQKD 9T2025

(Tỷ VND)	3Q2024	3Q2025	%YoY	9T2024	9T2025	%YoY
Doanh thu thuần	745	1,176	58%	2,131	2,845	34%
Xây dựng	672	1,063	58%	1,784	2,402	35%
Bán điện thương phẩm	66	93	41%	321	409	28%
Cung cấp dịch vụ	6	20	227%	26	27	5%
Kinh doanh BĐS	-	-		(0)	2	
Lợi nhuận gộp	87	135	56%	340	448	32%
%GPM	12%	11%		11%	12%	
Chi phí bán hàng	(0)	(1)	249%	(1)	(3)	148%
Chi phí QLDN	(25)	(14)	-46%	(67)	(57)	-15%
%SG&A/Revenue	3%	1%		2%	3%	
EBIT	62	121	96%	271	387	43%
Doanh thu tài chính	4	5	37%	14	12	-13%
Chi phí tài chính	(29)	(30)	0%	(86)	(86)	0%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	-	6		-	6	
Thu nhập khác	(5)	(3)	-43%	(4)	(4)	-3%
LNTT	31	99	223%	195	315	61%
LNST	22	83	275%	172	288	67%
LNST-CĐTS	20	72	265%	126	209	66%

Nguồn: DPG, BSC Research

KQKD Q3/2025: DTT = 1,176 tỷ VND (+58% YoY) và LNST-CĐTS = 72 tỷ VND (+265% YoY), tăng trưởng ấn tượng trên chủ yếu do mức nền thấp cùng kỳ năm 2024 và mảng thủy điện phục hồi. Cụ thể:

- Mảng thủy điện: Doanh thu tăng +40.5% YoY lên mức 93 tỷ VND, trong khi giá vốn hàng bán không thay đổi do chủ yếu là khấu hao nên biên LNG cải thiện mạnh lên mức 56% từ mức 39.4% trong 3Q2024.
- Mảng xây dựng: Doanh thu tăng +58.1% YoY lên mức 1,063 tỷ VND nhưng biên LNG giảm còn 6.3% từ mức 8.5%.

Lũy kế 9T2025: DTT = 2,845 tỷ VND (+34% YoY) và LNST-CDTS = 209 tỷ VND (+66% YoY) - hoàn thành 74% kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và 77% dự phóng cũ của BSC. Nhìn chung, KQKD 9T2025 phù hợp với kỳ vọng chúng tôi, đặc biệt mảng bất động sản tích cực hơn nhiều khi doanh nghiệp tiến hành mở bán Casamia Balanca sớm hơn dự kiến.

II. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Mảng xây lắp: Giá trị trúng thầu duy trì ở mức cao bù đắp cho biên lợi nhuận gộp có dấu hiệu “co lại”.

Tính đến thời điểm giữa tháng 11/2025, DPG đã trúng được 10 gói thầu hạ tầng mới với tổng giá trị gói thầu đạt 4,357 tỷ VND (tăng +107% so với cả năm 2024 và cao hơn gấp đôi so với dự báo trước đó của chúng tôi). Trong đó, 8/10 gói thầu liên quan đến các công trình thủy lợi và cầu, chiếm đến 97.7% tổng giá trị trúng thầu năm 2025.

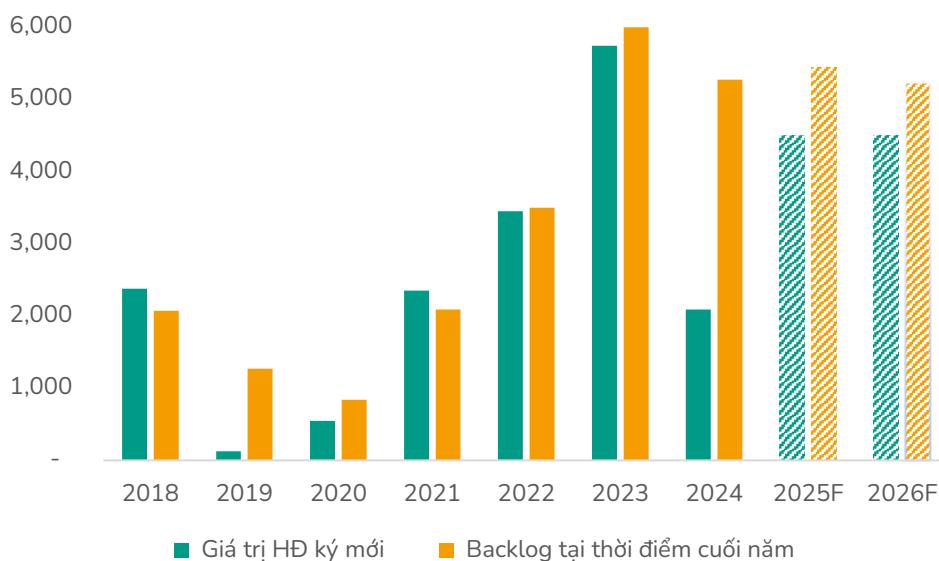
Hình 1: Các gói thầu ký mới năm 2025

Công trình	Gói thầu	Giá trị gói thầu (Tỷ VND)	Ngày công bố
Chống xói lở và bảo vệ bờ biển Hội An	Gói QN/AFD/HA07	344	14/03/2025
	Gói QN/AFD/HA08	371	14/03/2025
Đường nối vào Cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu	Gói thầu số 34	761	25/03/2025
Hầm chui nút giao Cổ Linh	Gói 01/XL & 09B/TP2-XL	68	23/07/2025
Cầu vượt ĐT 495B, Hà Nam	Gói 21	709	12/08/2025
Vành đai 1, Hải Dương	Gói 10	127	15/08/2025
Cầu vượt đê Hữu Hồng	Gói XL-NS.01.01	1,221	12/11/2025
Cầu vượt sông Trà Lý	Gói thầu B.03	369	11/11/2025
Cầu đi bộ qua Sông Sài Gòn	Gói 02	355	06/11/2025

Nguồn: DPG, BSC Research

BSC điều chỉnh tăng +125% dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới từ 2,000 tỷ VND lên 4,500 tỷ VND (+115% YoY) cho giai đoạn 2025-2027. Chúng tôi tin rằng hành lang pháp lý thông suốt và sáp nhập tỉnh sẽ tạo ra nhiều dư địa hơn cho các công trình kết nối nội tỉnh và liên kết vùng, qua đó DPG sẽ tiếp tục là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi từ xu hướng đẩy mạnh đầu tư hạ tầng của Việt Nam.

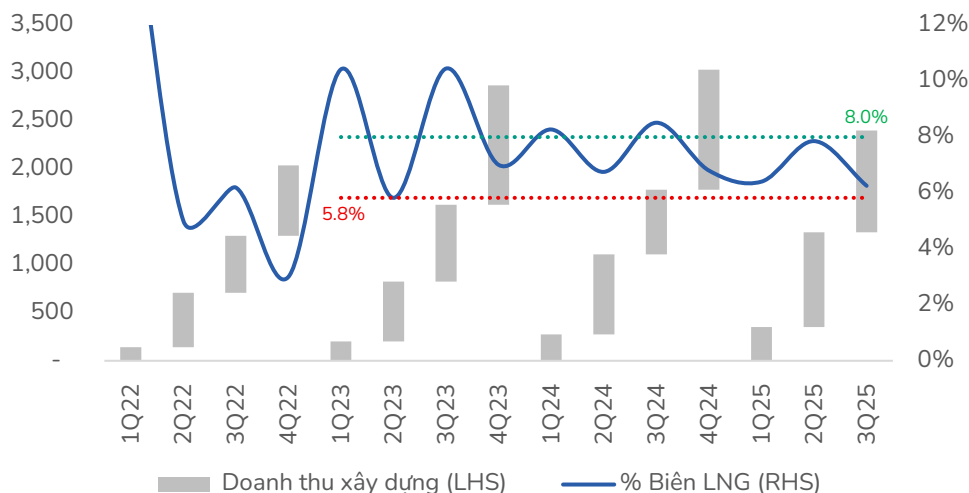
Hình 2: Giá trị Hợp đồng ký mới hồi phục về mức cao



Nguồn: DPG, BSC Research

Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp có dấu hiệu co lại nhưng vẫn trong mức ổn định như kỳ vọng. Biên LNG mảng xây lắp giảm từ mức 7.7% trong 9T2024 còn 6.9% trong 9T2025. Chúng tôi cho rằng biên LNG giảm một phần do áp lực cạnh tranh các gói thầu lớn, tuy nhiên các gói thầu có tính chất kỹ thuật cao là một yếu tố hỗ trợ cho DPG duy trì biên LNG trong mức ổn định. Do đó, BSC vẫn duy trì mức dự phóng biên LNG mảng xây lắp ở mức 6.3% như báo cáo trước đó.

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp được duy trì ổn định



Nguồn: DPG, BSC Research

2. Mảng bất động sản: Động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận và nguồn vốn

Dự án Casamia Balanca – chính thức hoàn thiện pháp lý và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ 4Q2025: Doanh nghiệp đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về tiền sử dụng đất vào 2Q2025 với giá trị khoảng 1,100-1,200 tỷ VND, cao hơn ước tính của chúng tôi 15.3% chủ yếu do khoản lãi chậm nộp phát sinh. Trong 3Q2025, DPG đã mở bán đợt 1 với 50 sản phẩm (giá 8.8-23.8 tỷ VND/sản phẩm) với tỷ lệ hấp thụ đạt 100%. Dựa trên tiến độ xây dựng, chúng tôi kỳ vọng Casamia Balanca sẽ đủ điều kiện bàn giao một phần trong 4Q2025 và đẩy mạnh mở bán các phân khu khác trong 2026-2027.

Dự án Khu phức hợp dịch vụ nghỉ dưỡng Bình Dương: dự án đã được phục hồi lại chủ trương đầu tư cũ, theo đó DPG tiếp tục làm chủ đầu tư của dự án.

Hình 4: Danh mục dự án bất động sản của DPG

Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Sản phẩm	Tình trạng
Casamia Balanca	Hội An, Quảng Nam	311,073	363 sản phẩm thấp tầng, 1 khu tái định cư	Đang triển khai xây dựng & bán hàng
KĐT Phú Hải	Đồng Hới, Quảng Bình	296,698	364 sản phẩm thấp tầng 1 tổ hợp TMDV	Đã hoàn thành QH 1/500, Kỳ vọng triển khai năm 2027
Khu phức hợp dịch vụ nghỉ dưỡng Bình Dương	Thăng Bình, Quảng Nam	1,781,118	Sân golf 68.4ha Khách sạn, TMDV 21.4ha Biệt thự 10.4ha	DPG đã được phục hồi lại làm chủ đầu tư của dự án Dự kiến được điều chỉnh chủ trương đầu tư lại trong 4Q2025

Nguồn: DPG, BSC Research

Hình 5: Tiến độ xây dựng T10/2025 tại Casamia Balanca



Nguồn: DPG, BSC Research

Chúng tôi dự phóng Casamia Balanca và KĐT Phú Hải sẽ là động lực dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận chính và mang lại dòng tiền ròng +4,904 tỷ VND trong 2026-2028, giai đoạn cần tích lũy nguồn lực cho 2 khoản đầu tư lớn là Khu du lịch nghỉ dưỡng Bình Dương (178ha, TMĐT 3,000 tỷ VND) và Nhà máy sản xuất kính hoa siêu trắng (TMĐT 2,200 tỷ VND).

3. Mảng kính hoa siêu trắng: Ẩn số trong dài hạn

Để gia cố vị thế của mình trong “kiềng ba chân” năng lượng – xây dựng – bất động sản, DPG mở rộng kinh doanh sang mảng sản xuất kính hoa siêu trắng, mục tiêu là xuất khẩu kính quang điện – cấu phần của tấm pin năng lượng mặt trời sang thị trường Châu Âu, Mỹ.

Hình 6: Thông tin dự án

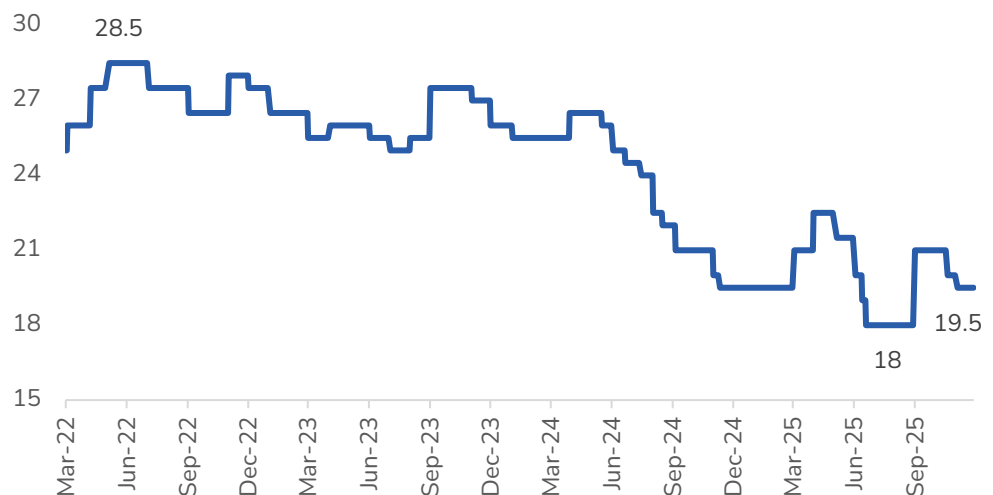
Chỉ tiêu	Thông tin
Quy mô	146,000 tấn/năm (tương đương 19.2 triệu m ² /năm)
Sản phẩm	Kính hoa siêu trắng dùng cho tấm pin năng lượng mặt trời và trang trí nội thất
Vị trí nhà máy	12.2ha tại KCN Phong Điền (Huế)
Tổng mức đầu tư	2,200 tỷ VND
Tỷ lệ sở hữu	80.75%
Tiến độ triển khai	2Q2025 khởi công xây dựng 2H2026 vận hành
Chi phí đầu vào chính	Cát silic, Đồ Lô Mít – Đá vôi, Khí LNG

Nguồn: DPG, BSC Research

Mặc dù kính hoa siêu trắng là một dòng sản phẩm mới tại Việt Nam, tuy nhiên có dấu hiệu dư cung trên toàn cầu. Doanh nghiệp duy nhất sản xuất dòng sản phẩm này tại Việt Nam là Công ty TNHH Flat Vietnam, đặt nhà máy tại Hải Phòng và là công ty con của Flat Group (Trung Quốc) – một trong hai nhà sản xuất kính quang điện lớn nhất Trung Quốc bên cạnh Xinyi Solar. Cả 2 doanh nghiệp đều cho thấy xu hướng chung là tăng tỷ trọng xuất khẩu để giảm phụ thuộc vào thị trường nội địa, tỷ trọng doanh thu xuất khẩu/doanh thu tăng từ 20-23% năm 2023 lên 30-31.6% trong 1H2025.

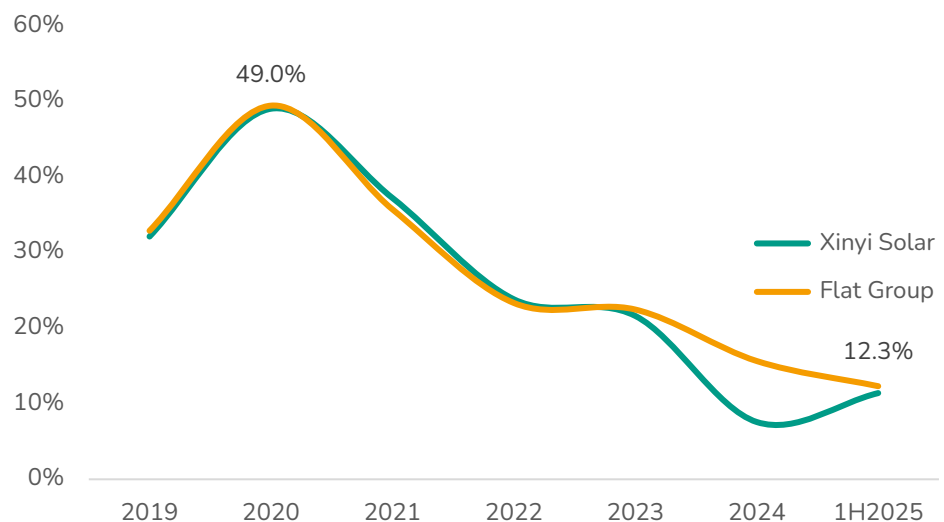
Biên lợi nhuận gộp của toàn chuỗi giá trị năng lượng mặt trời nói chung và mảng sản xuất kính hoa siêu trắng nói riêng đều bị thu hẹp từ mức trung bình 27.3% trong 2021-2023 còn 11.6% trong 2024 do áp lực của (1) rào cản thương mại, căng thẳng địa chính trị ảnh hưởng tới sản lượng xuất khẩu, (2) dư cung tại Trung Quốc ảnh hưởng tới giá bán.

Hình 7: Biến động chỉ số giá kính quang điện (3.2mm PV glass price index)



Nguồn: Bloomberg

Hình 8: Biên LNG của các doanh nghiệp cùng ngành có xu hướng đạt đỉnh năm 2020 và co lại nhanh trong 2020-2024.



Nguồn: BCTC của các công ty

Trước những yếu tố “ngược gió” của mảng kính hoa siêu trắng, chúng tôi thận trọng kỳ vọng nhà máy sẽ được vận hành từ 4Q2026 nhưng chỉ bắt đầu lãi EBIT từ năm 2028 – thời điểm nhà máy bắt đầu vận hành trên 50% công suất.

Hình 9: Dự phóng KQKD Mảng kính

	2025	2026	2027	2028	2029
Doanh thu	-	230	698	1,175	1,306
Lợi nhuận gộp		6	52	183	220
Chi phí SG&A	-	21	56	71	78
EBIT	-	(15)	(4)	112	141
% Biên LNG	-	2.5%	7.5%	15.6%	16.8%
% Biên EBIT	-	-6.5%	-0.5%	9.6%	10.8%
Dòng tiền vào	-	230	698	1,175	1,306
Dòng tiền ra	(200)	(1,217)	(1,496)	(1,018)	(1,122)
Dòng tiền ròng	(200)	(987)	(798)	157	183

Nguồn: BSC Research

4. Kế hoạch phát hành riêng lẻ:

Ngày 28/10/2025, Đại hội đồng cổ đông đã thông qua hoạch tăng vốn điều lệ thông qua phát hành riêng lẻ. Theo đó:

- Nguồn vốn dự kiến huy động: trên 540 tỷ VND
- Tỷ lệ chào bán: 100 : 17.6 tương đương 17.8 triệu cổ phiếu
- Giá chào bán tối thiểu bằng 1.5x P/B (tương đương 30.300 VND/cp)
- Kế hoạch sử dụng vốn:
 - + 18% tổng giá trị chào bán (khoảng 97 tỷ đồng) cho dự án kính hoa siêu trắng.
 - + 48% tổng giá trị chào bán (khoảng 260 tỷ đồng) cho dự án Khu du lịch nghỉ dưỡng Bình Dương.
 - + 34% tổng giá trị chào bán (khoảng 183 tỷ đồng) cho vốn lưu động và thiết bị cho mảng xây lắp.

Mặc dù chúng tôi ước tính DPG sẽ ghi nhận dòng tiền ròng khoảng 4,904 tỷ VND trong 2026-2028 từ triển khai Casamia Balanca và KĐT Phú Hải, tuy nhiên, điểm rơi dòng tiền về chủ yếu vào 2027-2028 do phụ thuộc tiến độ xây dựng, bàn giao. BSC nhận thấy sự thận trọng của doanh nghiệp trong việc sử dụng đòn bẩy nợ vay, do đó để đảm bảo tiến độ đầu tư được giao tại các dự án gối đầu (Khu phức hợp du lịch nghỉ dưỡng Bình Dương, Kính hoa siêu trắng), tối ưu hóa nguồn vốn cho các khoản đầu tư dài hạn là một lựa chọn hợp lý trong điều kiện thị trường vốn thuận lợi như hiện tại.

III. DỰ PHÓNG KQKD 2025-2026

Bảng 4: Tóm tắt KQKD 2025-2026

Đơn vị: Tỷ VND	2024	2025F	% YoY	2026F	% YoY
Doanh thu	3,577	5,301	48%	7,456	41%
% YoY	4%	48%	1210%	41%	-16%
- Xây dựng	3,035	4,327	43%	4,712	9%
- Bán điện thương phẩm	486	556	15%	548	-2%
- Kinh doanh BĐS	(0)	362	N/A	1,910	428%
- Kinh doanh kính	-	-	-	230	N/A
Giá vốn hàng bán	(3,032)	(4,510)	49%	(6,158)	37%
Lợi nhuận gộp	545	791	45%	1,297	64%
Chi phí bán hàng	(2)	(62)	3503%	(300)	382%
Chi phí QLDN	(95)	(104)	10%	(117)	12%
EBIT	449	625	39%	880	41%
Doanh thu tài chính	18	14	-23%	11	-21%
Chi phí tài chính	(114)	(139)	22%	(177)	27%
LNTT	343	499	46%	714	43%
Thuế TNDN	(40)	(69)	74%	(125)	80%
LNST	303	430	42%	589	37%
LNST-CĐTS	223	345	55%	487	41%
% YoY	10%	55%	446%	41%	-25%
EPS cơ bản (đồng)	3,529	5,449	54%	7,680	41%
Biên LNG	15%	15%		17%	
- Xây dựng	7.3%	6.3%		6.3%	
- Bán điện thương phẩm	65.3%	71.8%		71.3%	
- Kinh doanh BĐS	2750.5%	31.3%		31.3%	
- Kinh doanh kính	-	-		2.5%	
Biên LN ròng	8%	8%		8%	
ROE	12%	14%		17%	

Nguồn: DPG, BSC Research

So với dự phóng trước đó, KQKD 9T2025 của doanh nghiệp cho thấy sự tương đồng ở mảng thủy điện, trong khi (1) giá trị trúng thầu mới ở mảng xây dựng tốt hơn kỳ vọng và (2) dự án Casamia Balanca được triển khai sớm, đủ điều kiện bàn giao trong 2025. Do đó, BSC tiến hành điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận năm 2025-2026 như sau:

- **Mảng xây lắp:** điều chỉnh tăng +125% dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới từ 2,000 tỷ VND lên 4,500 tỷ VND (+115% YoY) cho giai đoạn 2025-2027.
- **Mảng bất động sản:** dựa trên tiến độ xây dựng tại Casamia Balanca, chúng tôi kỳ vọng DN sẽ ghi nhận bàn giao 25 sản phẩm trong năm 2025 và 125 sản phẩm trong năm 2026. Bên cạnh đó, KĐT Phú Hải sẽ được khởi công trong năm 2026 và bắt đầu mở bán từ 2027.

Tổng hợp các giả định trên, BSC kỳ vọng bất động sản sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong 2025-2026:

- **Năm 2025:** DPG sẽ ghi nhận DTT = 5,301 tỷ VND (+48% YoY) và LNST-CĐTS = 345 tỷ VND (+55% YoY) – hoàn thành 121% kế hoạch năm.
- **Năm 2026:** DTT = 7,456 tỷ VND (+41% YoY) và LNST-CĐTS = 487 tỷ VND (+40% YoY)

IV. ĐỊNH GIÁ

Kể từ thời điểm phát hành Báo cáo gần nhất ([Link](#)), giá cổ phiếu DPG ghi nhận mức hiệu suất +36.4% tương đồng với mức tăng của VNIndex và đã đạt giá mục tiêu của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng mức tăng ấn tượng trên được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh cốt lõi tích cực tại mọi mảng kinh doanh như chúng tôi kỳ vọng, bao gồm (1) pháp lý được “cởi trói” và tiến độ triển khai tốt tại Casamia Balanca, (2) mảng thủy điện phục hồi mạnh từ nền thấp, (3) mảng xây dựng bước vào điểm rơi lợi nhuận.

BSC duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 55,300 VND/CP (upside +43.3%) tăng +28.7% so với giá mục tiêu cũ (đã điều chỉnh do cổ tức cổ phiếu) được dẫn dắt bởi mảng bất động sản, cụ thể (1) điều chỉnh tăng giá bán tại Casamia Balanca từ 45 triệu/m² lên 55 triệu/m² theo giá thực tế, (2) thêm mới vào định giá dự án KĐT Phú Bài (phương pháp RNAV) và Khu phức hợp nghỉ dưỡng Bình Dương (giá trị sổ sách) và (3) thêm mới mảng kính hoa siêu trắng vào định giá (phương pháp chiết khấu dòng tiền).

DPG hiện đang giao dịch tại PE 2026F = 8.0x và P/B 2026F = 1.65x thấp hơn:

- (1) mức trung bình kể từ khi niêm yết với PE trung bình = 11.9x và P/B trung bình = 1.90x
- (2) mức trung bình giai đoạn tương đồng trong quá khứ 2019-2022 (thời điểm cả 3 mảng kinh doanh của doanh nghiệp đều hưởng lợi) tại mức định giá PE trung bình = 11.4x và P/B trung bình = 2.1x.

Do đó, chúng tôi tin rằng định giá hiện tại vẫn duy trì hấp dẫn và kỳ vọng cổ phiếu sẽ được tái định giá nhờ mức tăng trưởng lợi nhuận kép +69% CAGR trong 2025-2027F được dẫn dắt bởi mảng BĐS.

Bảng 5: Định giá DPG

Tỷ VND	Phương pháp định giá	Giá trị đánh giá lại	% Tỷ lệ lợi ích	Định giá mới	Định giá cũ
Thủy điện Sơn Trà	DCF	2,036	68%	1,259	1,410
Thủy điện Sông Bung	DCF	1,362	61%	789	792
Xây dựng	PE	1,433	100%	1,433	1,247
Casamia Balanca	RNAV	1,792	89%	1,561	1,044
KĐT Phú Bài	RNAV	638	89%	543	-
Tài sản BĐS khác	Book Value	777	89%	690	205
Mảng Kính	DCF	360	81%	269	-
Tổng giá trị đánh giá lại				6,545	4,699
+ Tiền & Đầu tư ngắn hạn				621	824
(-) Nợ vay				(1,594)	(1,192)
Tổng giá trị doanh nghiệp				5,573	4,333
Số lượng cổ phiếu (triệu)				100.8	100.8
Giá hiện tại				38,500	38,500
Giá mục tiêu				55,300	43,000
Tiềm năng tăng giá				43.3%	11.4%

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
Doanh thu	3,450	3,577	5,301	7,456
Giá vốn hàng bán	(2,865)	(3,032)	(4,510)	(6,158)
Lợi nhuận gộp	585	545	791	1,297
Chi phí bán hàng	(10)	(2)	(62)	(300)
Chi phí QLDN	(85)	(95)	(104)	(117)
Lãi/lỗ HDKD	490	449	625	880
Doanh thu tài chính	28	18	14	11
Chi phí tài chính	(20)	(1)	(6)	(1)
Chi phí lãi vay	(181)	(113)	(134)	(176)
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(1)	(10)	-	-
LN trước thuế	317	343	499	714
Thuế thu nhập DN	(34)	(40)	(69)	(125)
LN sau thuế	283	303	430	589
CĐTS	80	80	85	102
LNST-CĐTS	203	223	345	487
EBITDA	633	595	837	1,178
EPS	3,207	3,529	5,449	7,680

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	317	343	499	714
Khấu hao và phân bổ	142	146	212	298
Thay đổi vốn lưu động	241	(756)	(653)	(137)
Điều chỉnh khác	(93)	(54)	(84)	(144)
LCTT từ HĐ KD	608	(322)	(26)	731
Tiền chi mua TSCĐ	(77)	(146)	(215)	(306)
Đầu tư khác	(105)	141	(200)	(650)
LCTT từ HĐ đầu tư	(182)	(5)	(415)	(956)
Tiền chi trả cổ tức	-	(99)	(63)	(63)
Tiền từ vay ròng	2,533	(71)	500	(173)
Tiền thu khác	(2,926)	81	-	-
LCTT từ HĐ tài chính	(393)	(89)	437	(236)
Dòng tiền đầu kỳ	1,171	1,432	1,017	1,013
Tiền trong kỳ	33	(416)	(3)	(461)
Dòng tiền cuối kỳ	1,204	1,017	1,013	552

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024E	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	3,768	3,451	4,725	4,887
Tiền & Tương đương tiền	1,432	1,017	1,013	552
Đầu tư ngắn hạn	220	69	69	69
Phải thu ngắn hạn	875	1,097	1,078	1,478
Hàng tồn kho	1,145	1,155	2,452	2,675
TS ngắn hạn khác	97	113	113	113
Tài sản dài hạn	2,921	2,957	3,109	3,789
Tài sản hữu hình	2,324	2,197	2,063	1,871
Tài sản dở dang dài hạn	437	562	705	905
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	161	198	341	1,013
Tổng Tài sản	6,689	6,408	7,835	8,676
Tổng nợ ngắn hạn	2,880	2,472	3,188	3,377
Nợ phải trả	380	415	415	736
Vay ngắn hạn	1,080	1,144	1,300	1,000
Nợ ngắn hạn khác	1,420	913	1,473	1,641
Tổng nợ dài hạn	1,460	1,325	1,668	1,795
Vay dài hạn	1,458	1,324	1,668	1,795
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	-	-
Nợ dài hạn khác	1	1	-	-
Tổng nợ phải trả	4,340	3,796	4,856	5,172
Vốn góp	630	630	630	630
Thặng dư vốn cổ phần	(19)	18	18	18
LN chưa phân phối	1,153	1,271	1,553	1,977
Vốn chủ khác	47	47	47	47
Cổ đông thiểu số	540	646	730	833
Tổng vốn chủ sở hữu	2,350	2,612	2,979	3,505
Tổng nguồn vốn	6,689	6,408	7,835	8,676
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	63	63	63	63

Chỉ số (%)	2023	2024E	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.3	1.4	1.5	1.4
Hệ số TT nhanh	0.9	0.9	0.7	0.7
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	38%	39%	38%	32%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	140%	126%	132%	105%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	146	139	295	217
Số ngày phải thu	93	112	110	102
Số ngày phải trả	52	53	53	62
CCC	186	198	352	256
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	17%	15%	15%	17%
Biên Lợi nhuận ròng	8%	8%	8%	8%
ROE	12.0%	11.6%	14.4%	16.8%
ROA	4.2%	4.7%	5.5%	6.8%
Định giá				
PE	13.7	12.4	8.0	5.7
PB	2.44	2.25	1.96	1.65
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	4%	4%	48%	41%
Tăng trưởng EBIT	-33%	-9%	39%	41%
Tăng trưởng LNTT	-46%	7%	42%	37%
Tăng trưởng EPS	-47%	10%	54%	41%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (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, nắm giữ 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 BIDV (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 BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng 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 Tòa nhà 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
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyhch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn