

**BÁO CÁO KHUYẾN NGHỊ**  
**DPG-CTCP TẬP ĐOÀN ĐẠT PHƯƠNG**  
**HOSE: DPG**

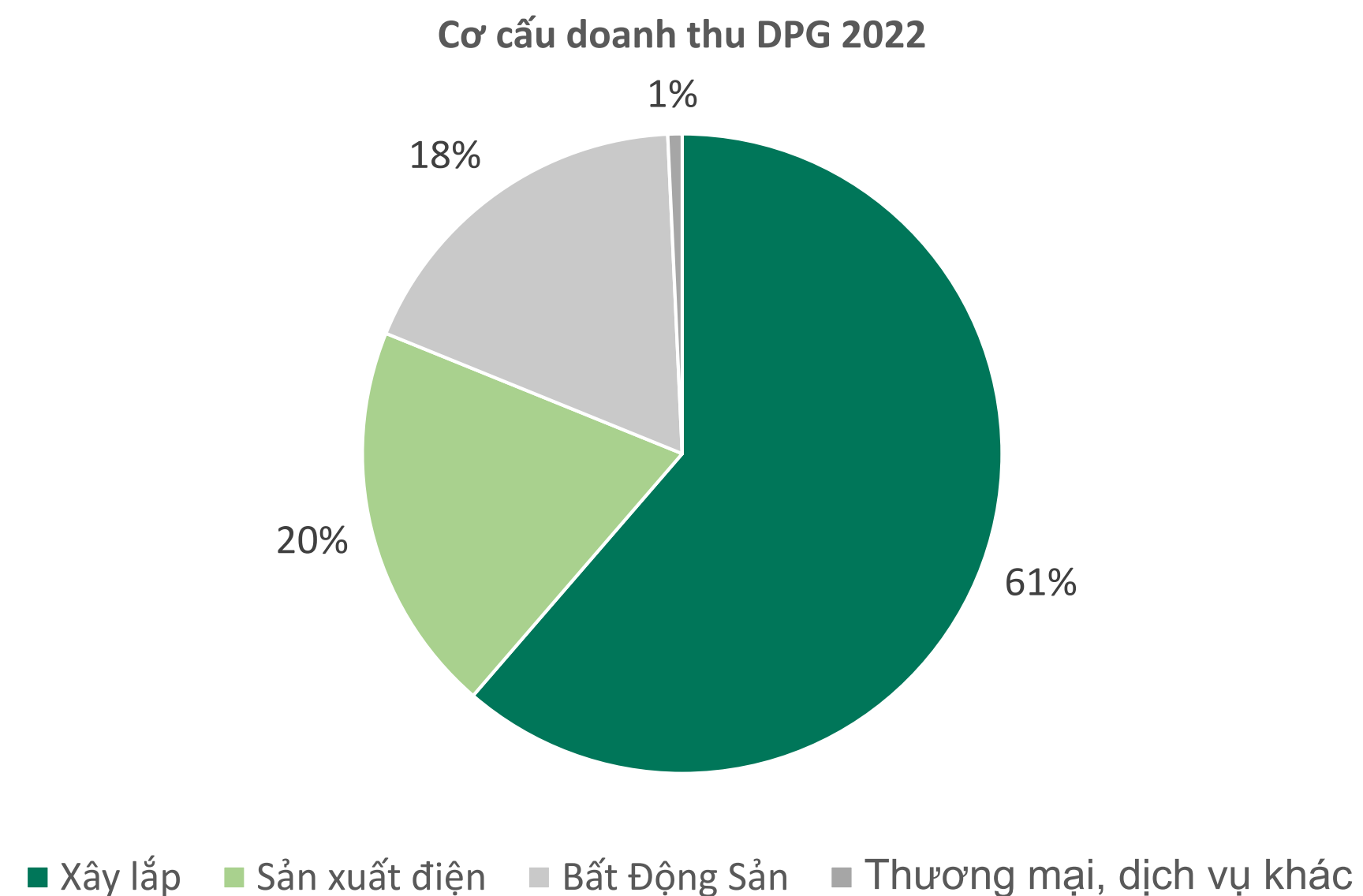
Khuyến nghị cập nhật: 03/2  
Giá mục tiêu: 40.300 VNĐ/CP



## Công ty Cổ Phần Tập Đoàn Đạt Phương

### 1. Vị thế doanh nghiệp

- ❖ Công ty Cổ phần Tập đoàn Đạt Phương (DPG) có tiền thân là Công ty Cổ phần Xây dựng và Vận tải Đạt Phương, được thành lập vào năm 2002. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực đầu tư xây lắp các công trình giao thông và thủy điện. Bên cạnh đó, DPG còn tham gia kinh doanh bán điện, vật liệu xây dựng và cho thuê máy móc thiết bị ngành xây dựng. DPG đã thi công nhiều dự án quy mô lớn như Cầu An Nghĩa, Cầu Thủ Thiêm, Cầu Đò Lèn, Cầu Bến Thủy II, Cầu Cửa Đại.



#### ❖ Lĩnh vực kinh doanh chính:

##### Xây lắp



##### Sản xuất điện



##### Kinh doanh BĐS



## Công ty Cổ phần Tập Đoàn Đạt Phương

### 2. Ban lãnh đạo



**Ông Lương Minh Tuấn**  
 Chủ tịch HĐQT

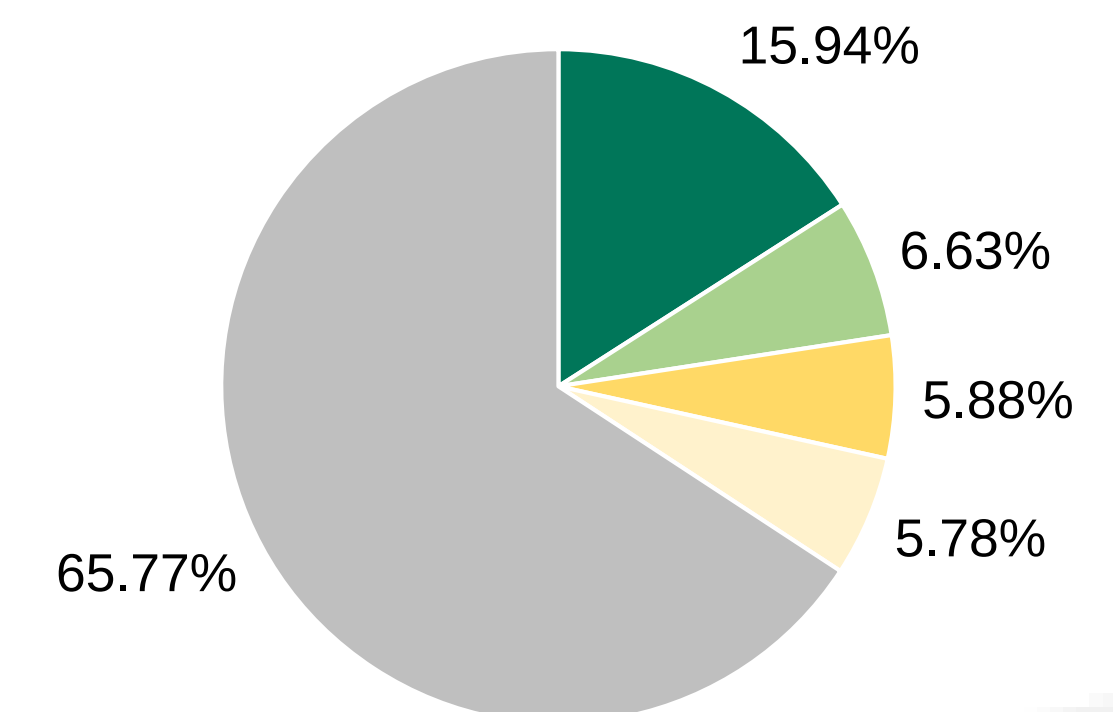


**Ông Phạm Kim Châu**  
 Phó Chủ tịch HĐQT/Phó TGD

➤ Ban lãnh đạo của DPG có tầm nhìn dài hạn, luôn đảm bảo lợi ích của các cổ đông

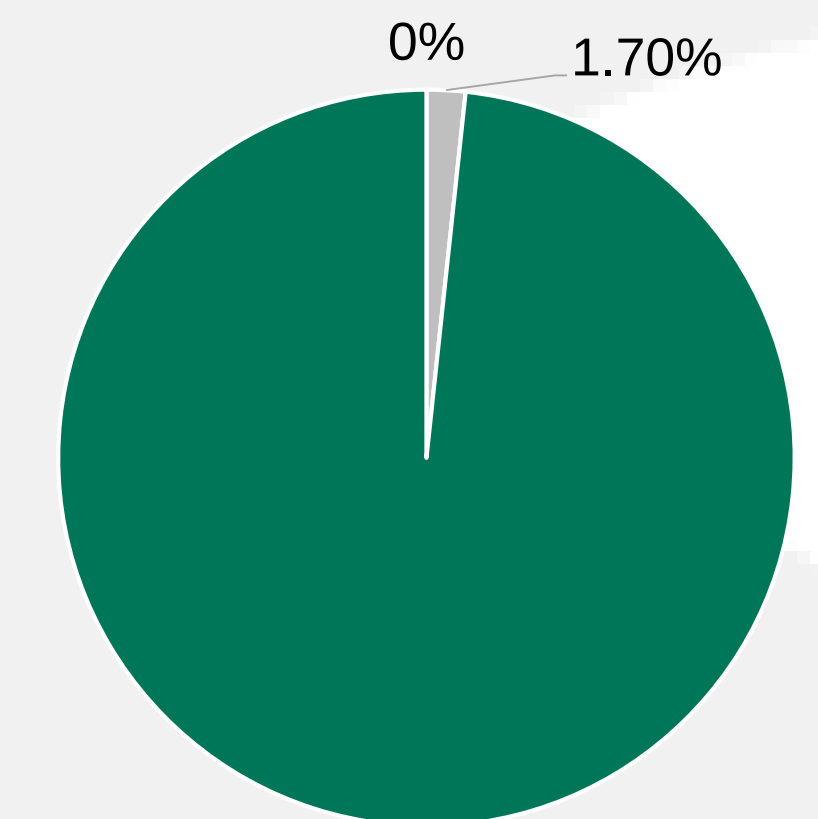
### ❖ Cơ cấu sở hữu:

Cơ cấu cổ đông



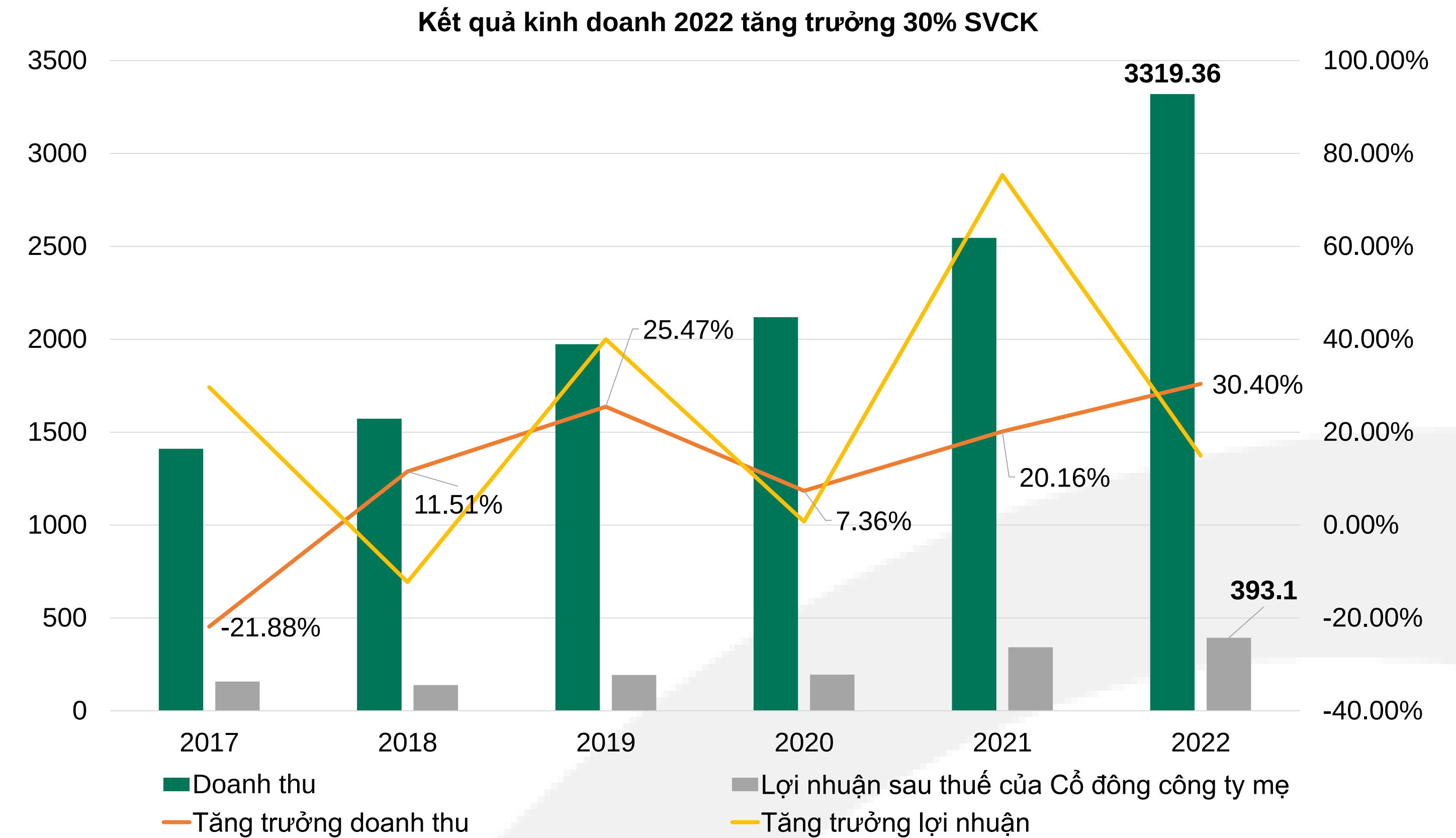
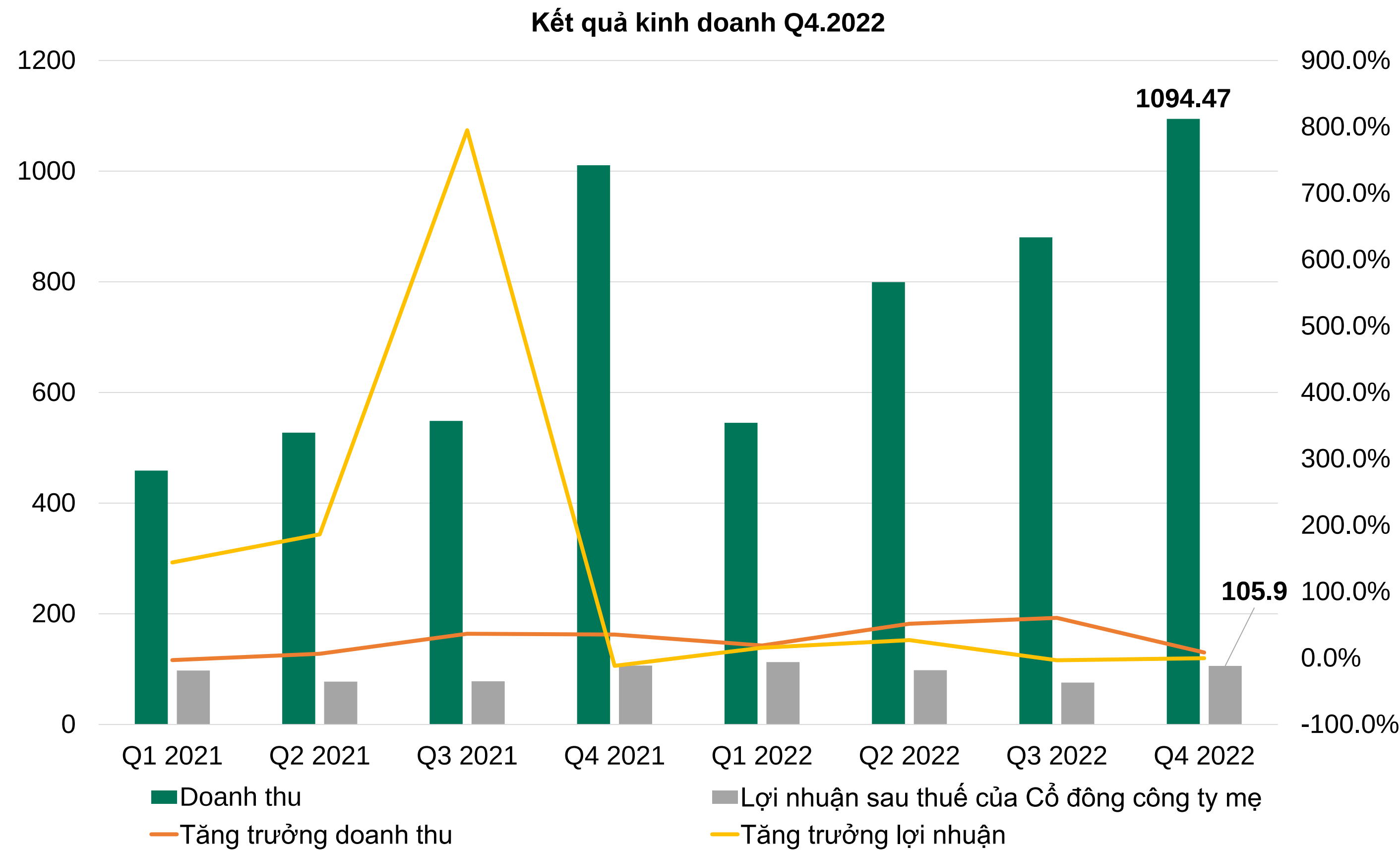
■ Lương Minh Tuấn ■ Phạm Kim Châu ■ Lương Thị Thanh  
 ■ Trần Anh Tuấn ■ Khác

Cơ cấu cổ đông



■ Cổ đông nhà nước ■ Cổ đông nước ngoài ■ Cổ đông khách

## Tình hình kinh doanh và luận điểm đầu tư

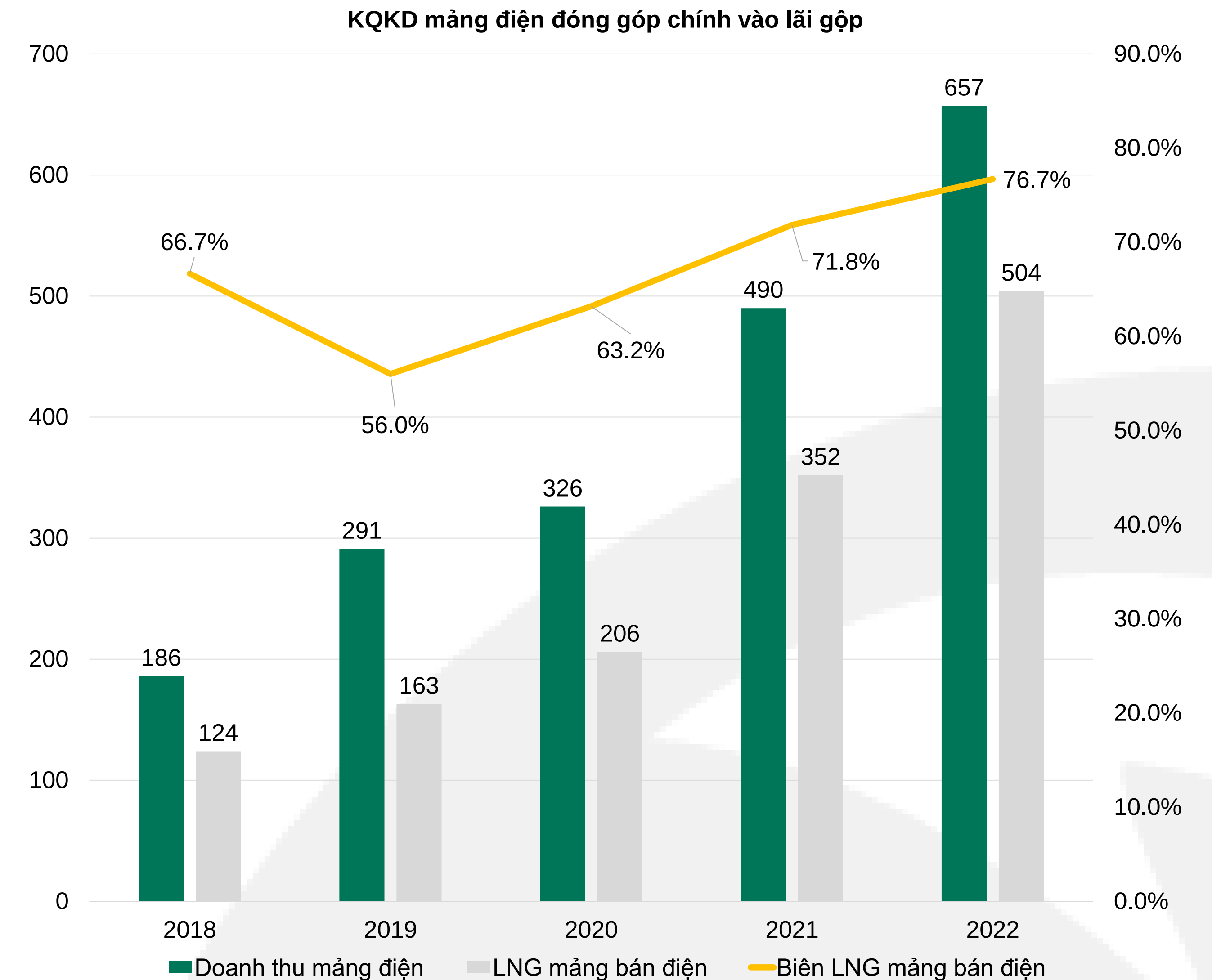


❖ Lũy kế cả năm 2022, DPG đạt 3.319 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 30% so với cùng kỳ năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế đạt 530 tỷ đồng, tăng 18% so với 2021. Phần lớn doanh thu của Đạt Phương đến từ doanh thu hợp đồng xây dựng (chiếm 61% doanh thu năm 2022), sau đó là doanh thu bán điện (chiếm 20%). Năm 2022, DPG đặt kế hoạch 3.825 tỷ đồng doanh thu và 442 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Với kết quả đạt được cả năm, công ty chỉ hoàn thành 87% kế hoạch doanh thu nhưng đã vượt 20% kế hoạch lợi nhuận.

## A. Mạng bán điện: Đóng góp chính vào lợi nhuận gộp của DPG

❖ Tổng doanh thu bán điện lũy kế 12 tháng 2022 đạt 657 tỷ đồng tăng 134% so với cùng kỳ các năm trước. Có thể thấy, điện lại là mảng mang lại lợi nhuận gộp chủ yếu cho DPG trong năm 2022 với lợi nhuận gộp mảng điện của DPG là 504 tỷ đồng. Nguyên nhân là do các nhà máy thủy điện vận hành hiệu quả kết hợp với tình hình thủy văn tốt đến từ hiệu ứng Lanina trong năm 2022.

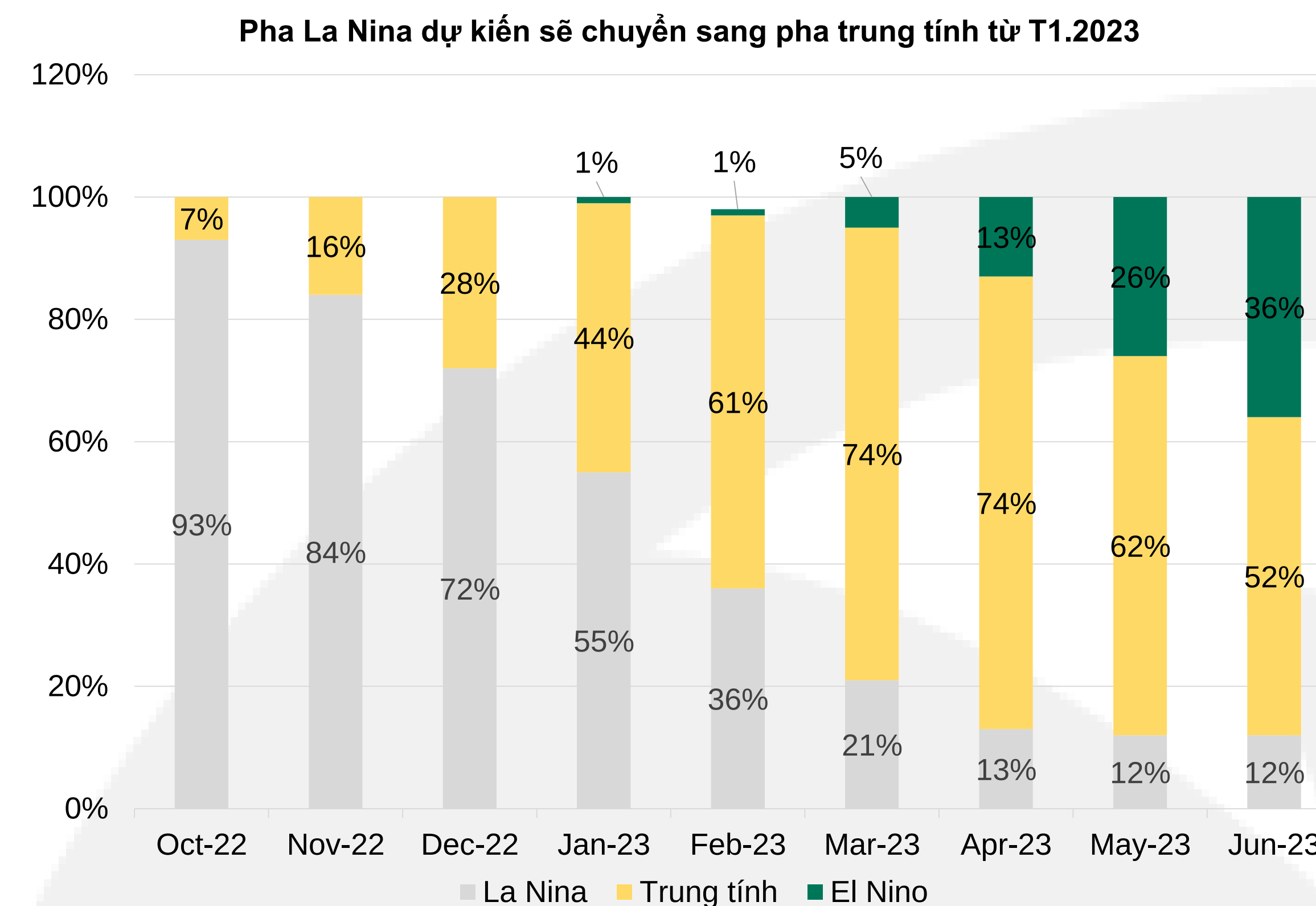
| Dự án thủy điện        | Sông Bung 6 | Sơn Trà 1A, 1B | Sơn Trà 1C |
|------------------------|-------------|----------------|------------|
| Vận hành               | 2013        | 2018           | 2021       |
| Vốn đầu tư             | 674 Tỷ      | 2,145 Tỷ       | 349 Tỷ     |
| Công suất ( Triệu kWh) | 120,52      | 220            | 32,46      |
| Tỷ lệ lợi ích của DPG  | 61,32%      | 68,30%         | 68,30%     |



## Dự báo điều kiện thủy văn thuận lợi đến nửa đầu năm 2023

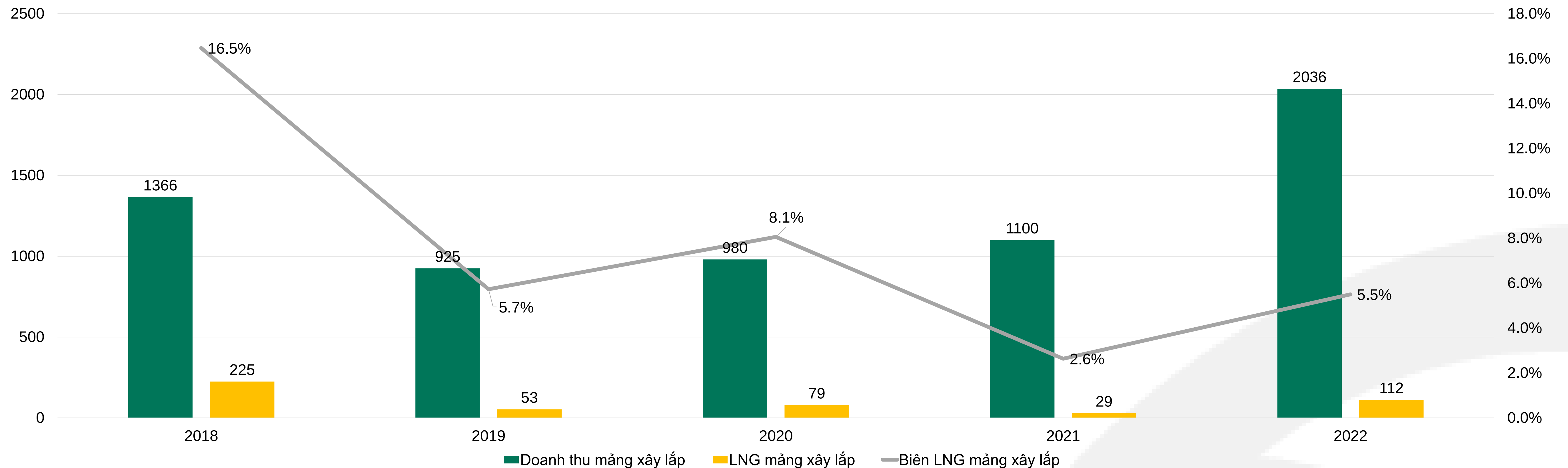
- ❖ Đến nay, các nhà máy thủy điện đã khấu hao trung bình được khoảng 20%, với giá trị còn lại vào khoảng 2.400 tỷ. Thời gian khấu hao các nhà máy thủy điện đầu đó vào khoảng 20 năm. Phần lớn vốn đầu tư các nhà máy thủy điện được hình thành từ nợ vay. **Đến hết 2022, số dư nợ vay dài hạn liên quan đến các thủy điện của DPG vào khoảng 1.100 tỷ.**
- ❖ Theo dự báo mới nhất của Viện Nghiên cứu Quốc tế Khí hậu và Xã hội (IRI), **hiện tượng La Nina sẽ dần suy yếu cho tới đầu năm 2023, kéo theo sản lượng thủy điện của DPG năm 2023-24 suy giảm**, dự địa tăng trưởng mảng thủy điện dự kiến đến hết Q1/2023. Tuy nhiên, giá bán bình quân trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) sẽ cao hơn svck do tỷ trọng huy động từ nhiệt điện cao hơn, phần nào bù đắp sự sụt giảm sản lượng.

| Tổng lượng mưa và dung tích trữ các hồ thủy điện ở Việt Nam 2022 |                   | Tổng lượng mưa (mm) | So sánh với TBNN (%) | Dung tích trữ các hồ thủy điện (%) | So với 2019-2021 (%) |
|------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------------|----------------------|------------------------------------|----------------------|
|                                                                  | Miền núi phía Bắc | 200-250             | 5-15                 | 61-100                             | 19-27                |
|                                                                  | Trung du và ĐBBS  | 280-340             | 15-20                | 53-94                              | 13-21                |
|                                                                  | Bắc Trung Bộ      | 320-520             | 29                   | 49-98                              | 21                   |
|                                                                  | Nam Trung Bộ      | 230-390             | 40                   | 22-69                              | 29                   |
|                                                                  | Tây Nguyên        | 260-380             | 28                   | 75-97                              | 22                   |
|                                                                  | Đông Nam Bộ       | 220-340             | 8,2                  | 81-93                              | 15-20                |
|                                                                  | ĐBSCL             | 206-262             | 1                    | N/A                                | N/A                  |



## B. Mạng Xây dựng

Doanh thu tăng trưởng 2022 của mạng xây dựng DPG



❖ Phần lớn doanh thu của Đạt Phương đến từ doanh thu hợp đồng xây dựng (chiếm 61% doanh thu năm 2022) đạt 2.036 tỷ đồng, tăng 185% svck. Tuy nhiên, do giá vốn tăng cao nên lợi nhuận gộp chỉ đạt 112 tỷ đồng với mức biên LNG đối với mạng xây lắp chỉ đặt 5,5%.

=> **Mạng xây dựng đặc biệt rủi ro với biên LNG thấp** qua các năm giai đoạn 2019-2022, trong khi đây lại là mảng có thể bị **chiếm dụng vốn lớn nhất** trong cơ cấu kinh doanh của DPG

## B. Mạng Xây dựng: Đầu tư công sẽ là điểm sáng trong năm 2023

- ❖ Theo ước tính, **giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2023 sẽ tăng trưởng 20-25% svck**. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng phát triển cơ sở hạ tầng trong năm tới khi các vấn đề về thiếu hụt nguồn cung đá, cát và giá vật liệu xây dựng cao hầu như đã được giải quyết. Một số doanh nghiệp trong mảng hạ tầng được kỳ vọng hưởng lợi từ làn sóng đầu tư công có thể kể đến như C4G, **DPG**, FCN, HHV, LCG, VCG. **DPG là 1 trong các công ty đang triển khai cao tốc trong Giai đoạn 1: Cao tốc Vĩnh Hảo – Phan Thiết.**

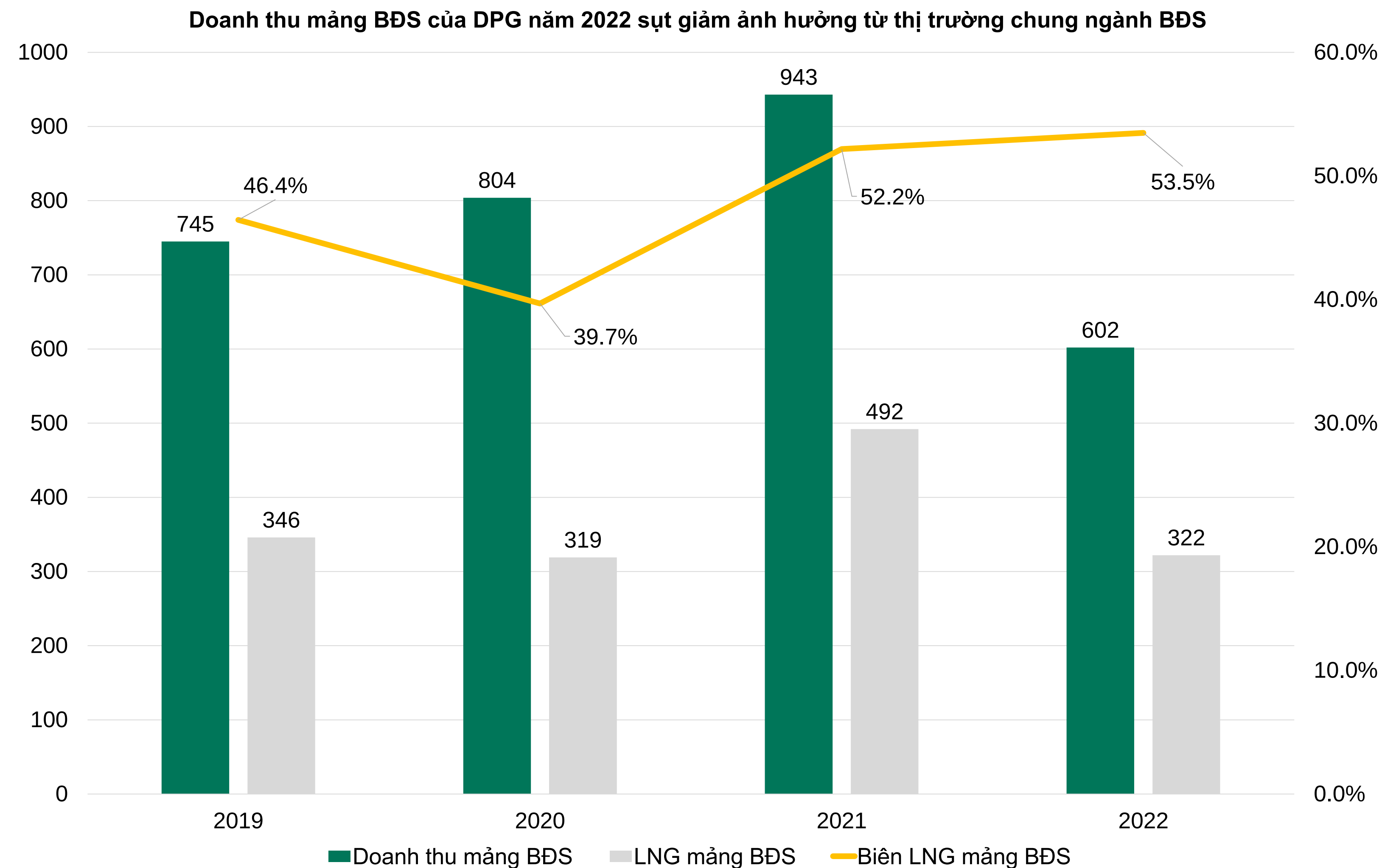
**Bảng 1: Tiến độ Cao tốc Bắc-Nam Giai đoạn 1**

| Dự án thành phần    | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------------|------|------|------|
| Cao Bồ–Mai Sơn      |      |      |      |
| Cam Lộ–La Sơn       |      |      |      |
| Cầu Mỹ Thuận 2      |      |      |      |
| Diễn Châu–Bãi Vọt   |      |      |      |
| Nha Trang–Cam Lâm   |      |      |      |
| Cam Lâm–Vĩnh Hảo    |      |      |      |
| Mai Sơn–QL 45       |      |      |      |
| Vĩnh Hảo–Phan Thiết |      |      |      |
| Phan Thiết–Dầu Giây |      |      |      |
| QL 45–Nghị Sơn      |      |      |      |
| Nghị Sơn–Diễn Châu  |      |      |      |
| Mỹ Thuận–Cần Thơ    |      |      |      |

- ❖ Quá trình mở hồ sơ dự thầu, gói thầu này duy nhất Công ty Cổ phần Tập đoàn Đạt Phương (Đạt Phương Group), là đơn vị tham gia nộp hồ sơ dự thầu và trở thành nhà thầu trúng thầu thi công với giá trúng thầu 1.145.658.768.000 đồng (giảm hơn 2,3 tỷ đồng). **Dự kiến sẽ ghi nhận KQKD tích cực cho mảng xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông của DPG trong năm 2023**



## C. Mảng Bất động sản



- ❖ Doanh thu mảng BĐS tính riêng **Q4.2022 đạt 135 tỷ đồng**, giảm 219 tỷ đồng, tương đương 62% so với cùng kỳ Q4.2021.
- ❖ Luỹ kế cả năm 2022 của mảng này đạt 602 tỷ đồng doanh thu với mức LNG và Biên LNG lần lượt là 322 tỷ đồng và 53,5% (Giảm 36% svck)
- ❖ Doanh thu chính của DPG đối với mảng BĐS trong năm 2022 chủ yếu đến từ việc ghi nhận KQKD bàn giao các căn hộ còn lại của 2 dự án là Casamia 1 (31 căn ) và Casamia Calm Hội An (64 căn)



Casamia Calm Hội An



Casamia 1

## C. Mảng Bất động sản: Kỳ vọng tích cực đến từ dự án Khu đô thị Cồn Tiến

- ❖ Tiềm năng mảng BĐS của DPG khá tích cực khi sở hữu khoảng hơn 200ha chủ yếu ở Quảng Nam, ngắn hạn gặp khó khăn bán hàng do BĐS cơ bản đóng băng, lâu dài hứa hẹn mang lại KQKD cao cho doanh nghiệp
- ❖ Hai dự án **Casamia** và **Casamia Calm** của DPG đã hoàn thiện bàn giao và gần như sẽ không còn doanh thu sau năm 2022. Từ năm 2023 trở đi, tiềm năng của cổ phiếu DPG phụ thuộc phần lớn vào dự án **Casamia Balanca** hay còn gọi là Khu đô thị Cồn Tiến.
- ❖ Tuy nhiên, liên quan đến khả năng hấp thụ bất động sản của thị trường đang sụt giảm do quá trình siết cung tín dụng và trái phiếu doanh nghiệp. Các sản phẩm của dự án **Casamia Balanca** của DPG dự kiến có giá bán từ 9,5 tỷ chắc chắn sẽ không phải là nhóm sản phẩm dễ bán trong điều kiện thị trường khó khăn. Điều này có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của DPG trong những năm tiếp theo.

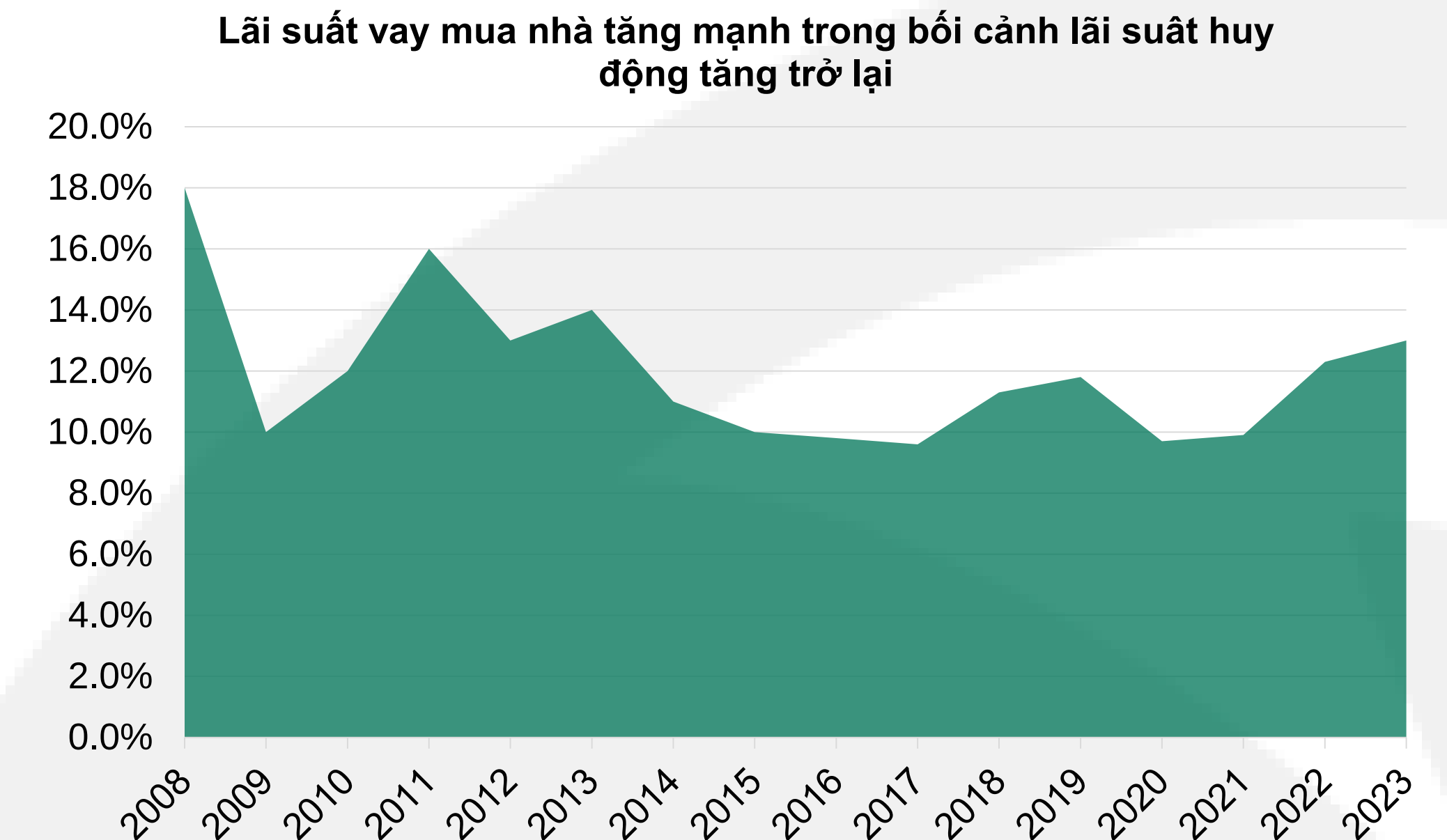
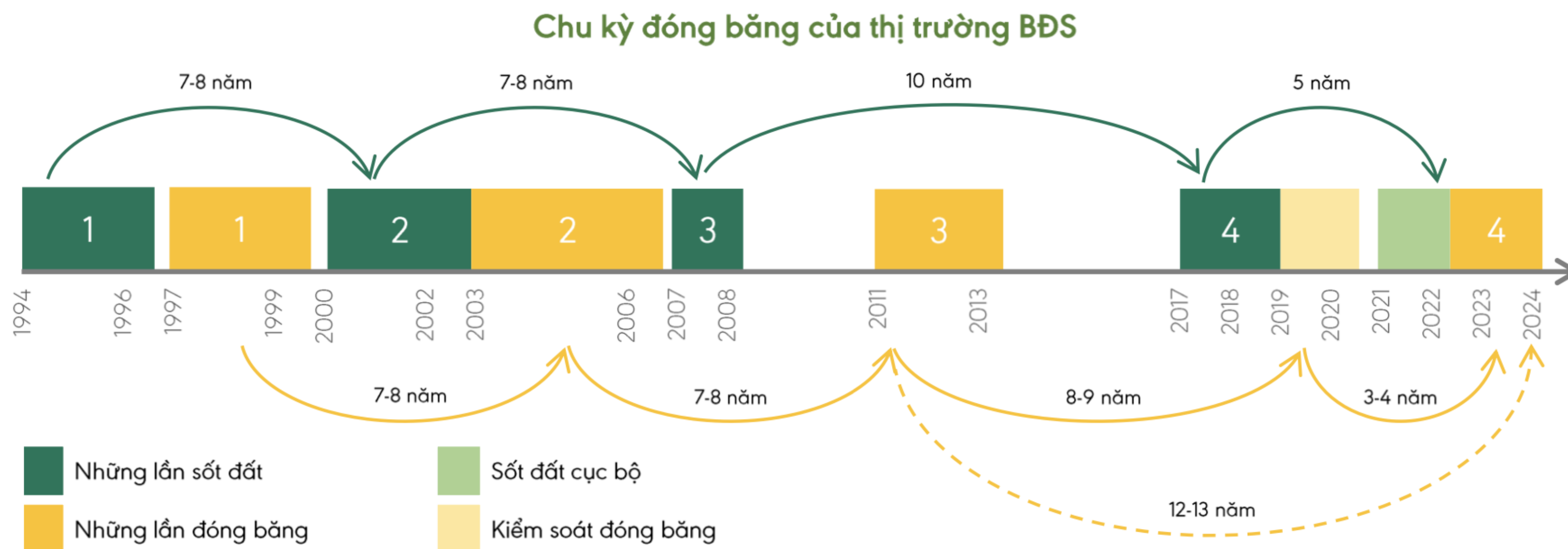
### Thông tin dự án Casamia Balanca (Khu đô thị Cồn Tiến)

|              |                                                                          |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------|
| Diện tích    | 31,1 ha                                                                  |
| Vốn đầu tư   | 650 tỷ                                                                   |
| Sản phẩm     | Parkshop: 74 căn; Parkhome: 69 căn;<br>Parkvilla: 47 căn; Villa: 173 căn |
| Đã phê duyệt | 1/500                                                                    |
| Tiến độ      | Thi công 70% hạng mục kỹ thuật                                           |



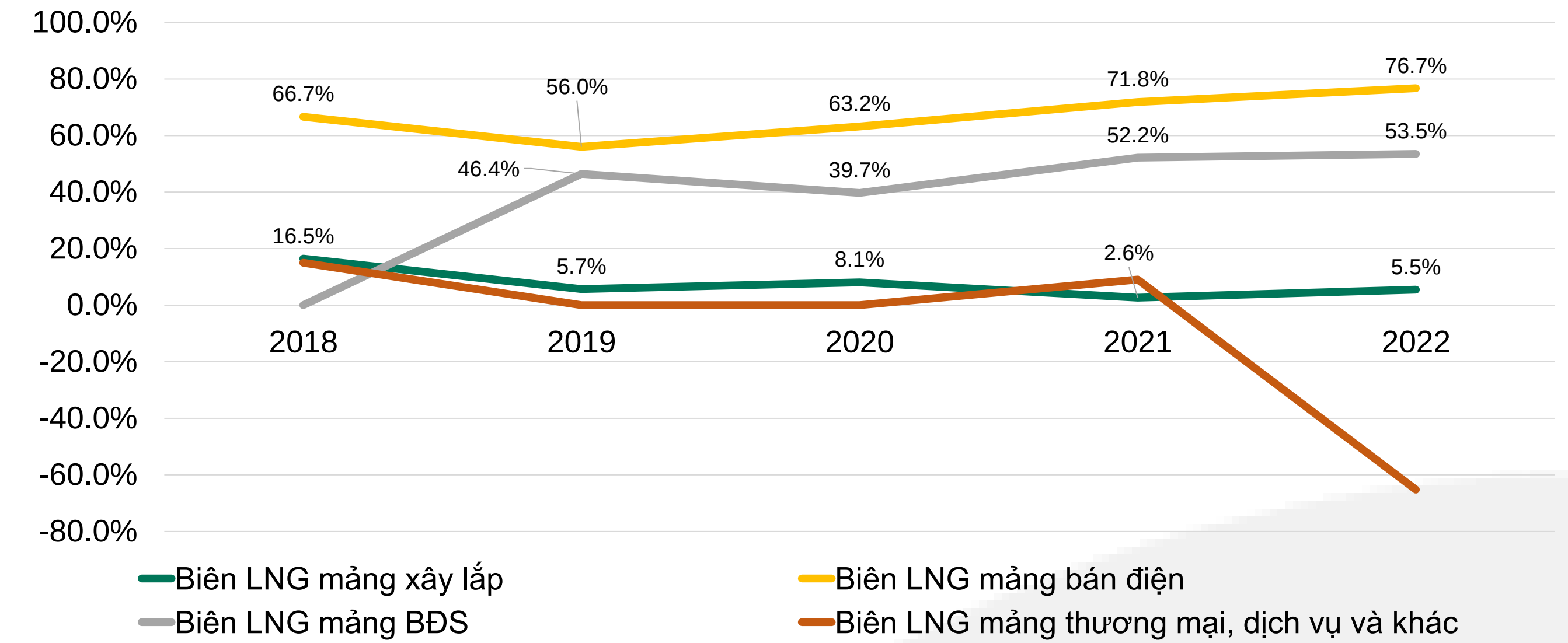
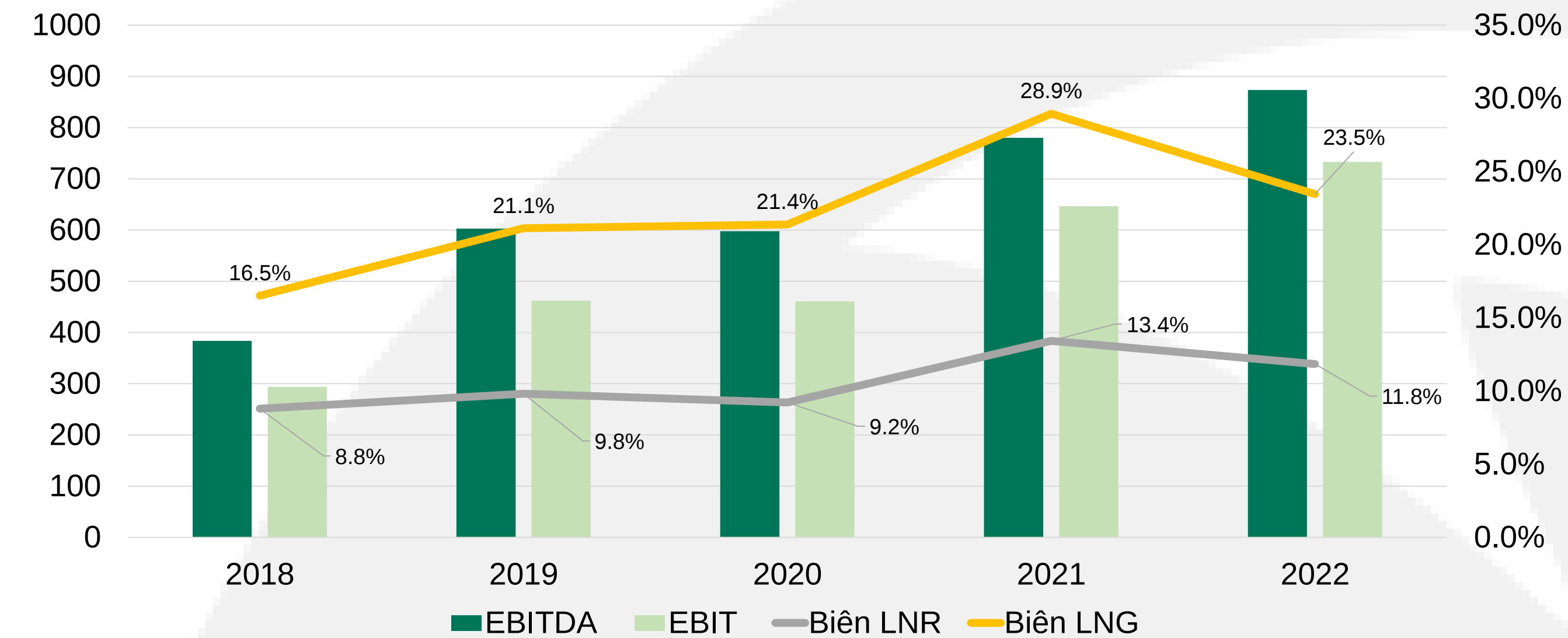
## C. Mảng Bất động sản: Rủi ro đến từ chu kỳ "Đóng băng" của ngành BĐS

- ❖ **Lãi suất tăng làm suy yếu nhu cầu mua nhà.** Tính đến giữa tháng 11/2022, chúng tôi quan sát lãi vay mua nhà của các ngân hàng vốn nhà nước và ngân hàng tư nhân tăng mạnh, lần lượt 190 điểm cơ bản lên 11,1% và 230 điểm cơ bản lên 11,7%, so với mức cuối năm 2021, sau khi lãi suất huy động tăng trở lại. Chúng tôi cho rằng lãi suất huy động có thể tăng hơn 50 điểm cơ bản trong 2023, từ đó dẫn đến lãi suất cho vay thế chấp của các ngân hàng tư nhân có thể tăng lên 12,5-13%/năm trong 2023.
- ❖ **Nguồn cung mới có thể sụt giảm trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi** Theo kế hoạch mở bán mới của một số chủ đầu tư, chúng tôi nhận thấy nhiều dự án mới có thể bị trì hoãn mở bán trong năm 2023, trong bối cảnh quá trình phê duyệt pháp lý chờ được khai thông với Luật đất đai sửa đổi và tâm lý người mua nhà suy yếu do hạn mức tín dụng hạn chế, lạm phát chi phí đẩy và lãi suất tăng mạnh.



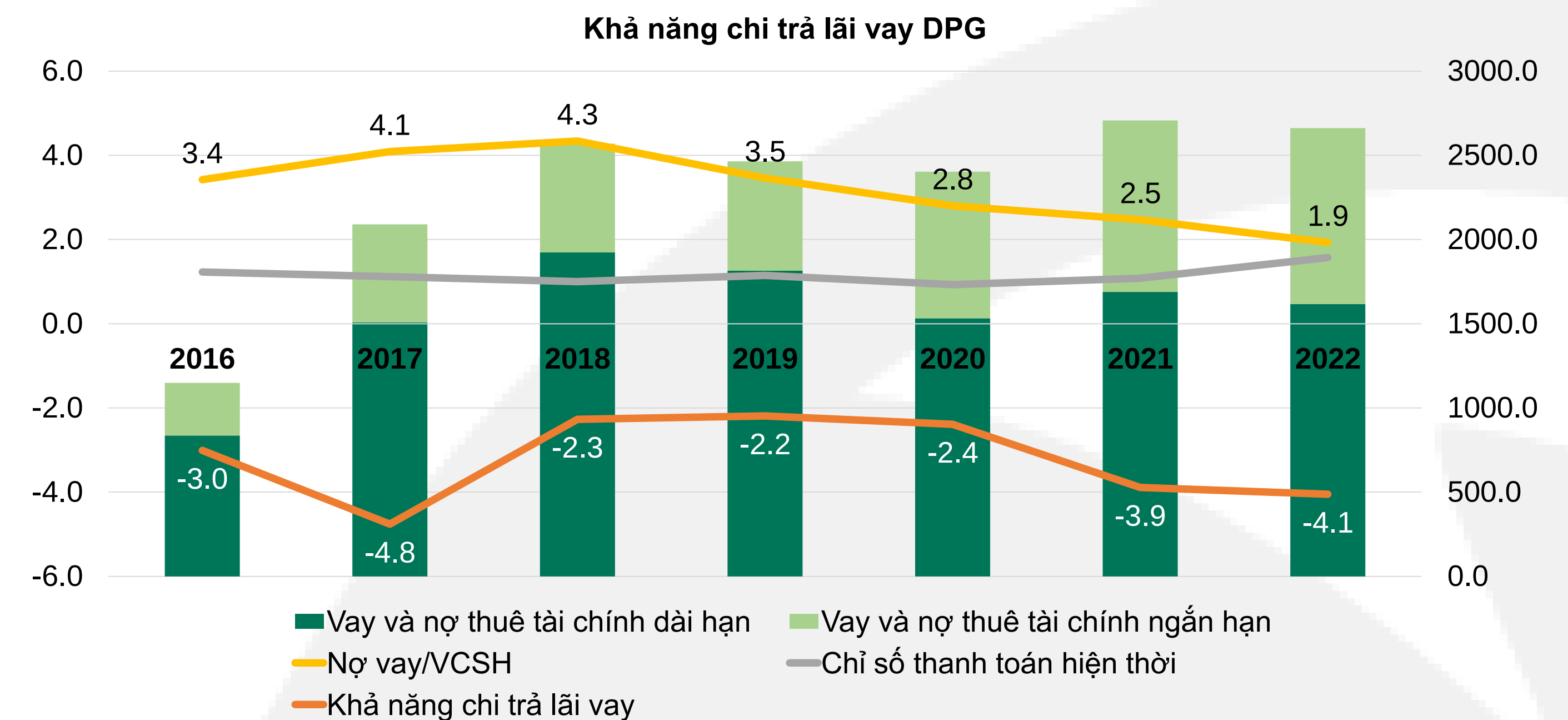
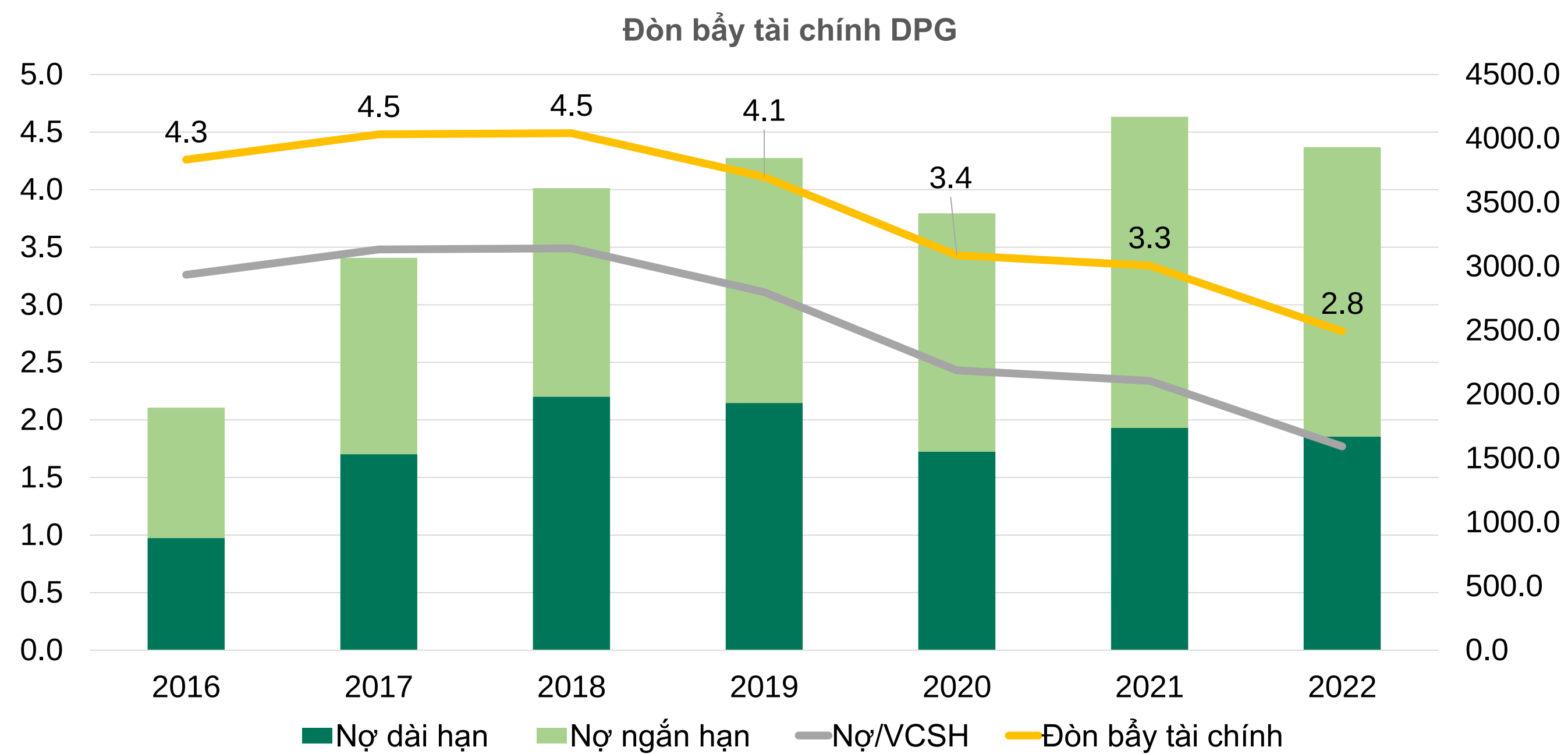
## Hiệu quả sinh lời

**ROA; ROE**

**Biên LNG từng mảng của DPG**

**Biên LNR; LNG suy giảm svck**


## Sức khỏe tài chính: Gánh nặng nợ vay của DPG

- ❖ **Gánh nặng nợ vay:** Ngoài vay tài trợ cho các dự án thủy điện, DPG còn có nợ vay tài trợ cho các dự án bất động sản. Năm 2023 khi lãi suất đang có xu hướng tiếp tục tăng lên thì chi phí lãi vay sẽ là một gánh nặng đáng kể đối với DPG. Với mỗi 1% lãi suất tăng lên, DPG sẽ phát sinh thêm khoảng gần 30 tỷ chi phí lãi vay. Nếu lãi vay tăng thêm khoảng 3-4% thì lợi nhuận từ mảng thủy điện nhiều khả năng chỉ đủ để trả nợ lãi vay.
- ❖ Tổng nợ phải trả của DPG ở mức 3.932 tỷ đồng, giảm 6% so với đầu năm và chiếm 64% cơ cấu nguồn vốn của công ty. Trong đó, nợ vay tài chính ở mức 2.661 tỷ đồng, giảm 1,6%, trong đó vay ngắn hạn 1.044 tỷ đồng, tăng 2,6%; vay dài hạn 1.617 tỷ đồng, giảm 4%.
- ❖ Về dòng tiền, dòng tiền kinh doanh năm 2022 của DPG khá đẹp, đạt 181 tỷ đồng. Dòng tiền vay/trả cũng có sự suy giảm nhẹ, đạt 1.502 tỷ đồng/1.548 tỷ đồng. Lưu chuyển tiền thuần cả năm đạt 125 tỷ đồng, giúp tiền và các khoản tương đương tiền đạt 1.171 tỷ đồng, tăng 12% so với đầu năm.



## Dự phóng và định giá

| Định giá                        | Phương pháp | Mục tiêu 2023F | Giá trị (tỷ đồng) |
|---------------------------------|-------------|----------------|-------------------|
| Xây dựng                        | P/E         | 13.x           | 1.147             |
| Bán Điện                        | P/E         | 12.x           | 629               |
| BDS                             | DCF         | 2023-2025      | 764               |
| Tổng giá trị DPG ước tính       |             |                | 2.540             |
| EPS                             |             |                | 6502,4 VNĐ        |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành |             |                | 62.999.554        |
| Giá mục tiêu cổ phiếu           |             |                | 40.300 VNĐ/CP     |

### Rủi ro:

- (1) Gánh nặng nợ vay lớn
- (2) Hiện tượng La nina dần kết thúc
- (3) Chu kỳ đóng băng của thị trường BĐS

AAS Research đưa ra khuyến nghị

**MUA VÀO** và **NẮM GIỮ**

đối với cổ phiếu DPG.

**GIÁ MỤC TIÊU: 40.300 VNĐ/CP**

