

## CTCP Tập đoàn Đất Phương

(HOSE: DPG)

## Phân khúc Xây dựng phục hồi

Tăng tỷ trọng

(Cập nhật)

Giá mục tiêu:

44.733 VND

(Upside: +15.0%)

Công ty cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)

Trần Duy Lam, lam.td@miraeasset.com.vn

## KQKD 9T23

CTCP Tập đoàn Đất Phương (DPG) báo cáo doanh thu quý 3 năm 2023 đạt 867 tỷ đồng (-1,5% YoY) và lợi nhuận gộp 95 tỷ đồng (-51,3% YoY). Tính đến 9T23, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 2.026 tỷ đồng và 367 tỷ đồng. Dù doanh thu giảm nhẹ và gần như đi ngang nhưng lợi nhuận gộp giảm mạnh do doanh thu từ phân khúc Năng lượng sụt giảm mạnh. Ngược lại, phân khúc Xây dựng lại có kết quả trái ngược.

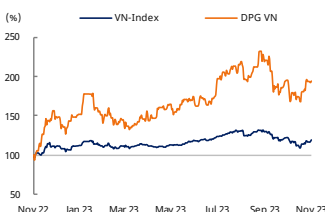
**Phân khúc Xây dựng:** Trong Quý 3 năm 2023, lĩnh vực này đã trở lại mạnh mẽ, đạt mức tăng lần lượt là 35% và 29% về doanh thu và lợi nhuận gộp nhờ khối lượng công việc trong các dự án cơ sở hạ tầng tăng lên. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng hơn 4% lên 10,5% từ mức 6,2% (YoY) do giá vật liệu xây dựng hạ nhiệt, đóng góp lớn vào lợi nhuận của DPG. Trong quý 3 năm 2023, DPG đã trúng thêm một số gói thầu thi công cơ sở hạ tầng, bao gồm cầu và đường cao tốc.

**Phân khúc Năng lượng:** Ngược lại với quý 1 và quý 2, sản lượng ngành Thủy điện giảm mạnh trong quý 3, với doanh thu giảm từ 105 tỷ đồng xuống 59 tỷ đồng (-43,8% YoY). Sự suy giảm như vậy là tương đối bất thường; tuy nhiên, công ty chưa thuyết minh thêm về vấn đề này.

## Triển vọng đầu tư 2023 và định giá

Chúng tôi hạ đánh giá xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua) và duy trì mức giá mục tiêu là 44.733 đồng cho DPG, dựa trên phương pháp định giá DCF như đã đề cập trong báo cáo trước. Do quý 4 sản lượng thủy điện thường đạt mức cao nhất nên chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ lĩnh vực này sẽ ổn định trở lại trong quý 4 năm 2023. Ngoài ra, khối lượng công việc trong mảng Xây dựng có sự gia tăng mạnh mẽ trong Quý 3 năm 2023, đây là một dấu hiệu tích cực cho các quý sắp tới. Những số liệu về doanh thu & lợi nhuận đến nay vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi, vì vậy chúng tôi kỳ vọng mức giá mục tiêu có thể đạt được trong thời gian tới

## Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (20/11/2023, đồng)	38,900	Vốn hóa (tỷ đồng)	2,451
LNST (2023E, tỷ đồng)	195	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	63
Kỳ vọng thị trường (2023E, tỷ đồng)	302	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	50,7
Tăng trưởng EPS (2023E, %)	-49	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	2,1
P/E (2023E, x)	14,5	Beta (12M)	1,6
P/E thị trường (2023, x)	13,0	Cao nhất 52 tuần (đồng)	17,250
Vn-Index	1,101	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	47,800

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-7,1	32,5	-5,3
Tương đối	-3,1	24,1	-4,2

## Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2020H	2021H	2022H	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	2.118	2.545	3.319	3.056	3.344	4.051
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	594	875	921	574	628	888
Biên lợi nhuận gộp (%)	28,1%	34,4%	27,7%	18,8%	18,8%	21,9%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	195	342	383	195	220	332
EPS (VND/CP)	4.392	5.438	6.047	3.090	3.493	5.267
ROE (%)	17,9%	28,2%	26,0%	11,4%	11,8%	15,9%
P/E (x)	7,4	13,8	6,4x	14,5x	12,8x	8,5x
P/B (x)	1,4	3,5	1,5x	1,6x	1,4x	1,3x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES &amp; DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

## Kết quả kinh doanh 9T23

CTCP Tập đoàn Đất Phương (DPG) báo cáo doanh thu quý 3 năm 2023 đạt 867 tỷ đồng (-1,5% YoY) và lợi nhuận gộp 95 tỷ đồng (-51,3% YoY). Tính đến 9T23, doanh thu và lợi nhuận gộp lần lượt đạt 2.026 tỷ đồng và 367 tỷ đồng. Dù doanh thu giảm nhẹ và gần như đi ngang nhưng lợi nhuận gộp giảm mạnh do doanh thu từ phân khúc Năng lượng sụt giảm mạnh. Ngược lại, phân khúc Xây dựng lại có kết quả trái ngược.

### Phân khúc Xây dựng

Trong Quý 3 năm 2023, lĩnh vực này đã trở lại mạnh mẽ, đạt mức tăng lần lượt là 35% và 29% về doanh thu và lợi nhuận gộp nhờ khối lượng công việc trong các dự án cơ sở hạ tầng tăng lên. Ngoài ra, tỷ suất lợi nhuận gộp tăng hơn 4% lên 10,5% từ mức 6,2% (YoY) do giá vật liệu xây dựng hạ nhiệt, đóng góp lớn vào lợi nhuận của DPG. Trong quý 3 năm 2023, DPG đã trúng thêm một số gói thầu thi công cơ sở hạ tầng, bao gồm cầu và đường cao tốc.

**Bảng 1: Một số gói thầu đáng chú ý (Tỷ đồng)**

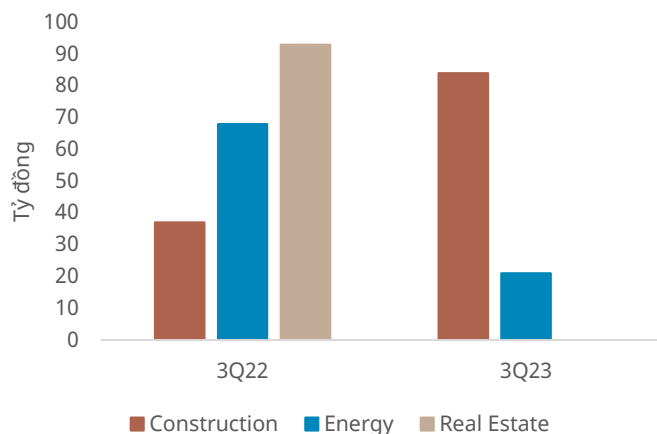
Gói thầu	Thời gian	Giá trị
11-XL: Cầu Đại Ngãi	2023	202
Số 13: Gói thầu XL03, Cao tốc Châu Đốc - Cần Thơ - Sóc Trăng	2023	299

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

### Năng lượng

Ngược lại với quý 1 và quý 2, sản lượng ngành Thủy điện giảm mạnh trong quý 3, với doanh thu giảm từ 105 tỷ đồng xuống 59 tỷ đồng (-43,8% YoY). Sự suy giảm như vậy là tương đối bất thường; tuy nhiên, công ty chưa thuyết minh thêm về vấn đề này.

**Bảng 1: Lợi nhuận gộp theo phân khúc**



Nguồn: Dữ liệu công ty, Mirae Asset Vietnam Research

---

## Triển vọng đầu tư 2023 và định giá

Chúng tôi hạ đánh giá xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua) và duy trì mức giá mục tiêu là 44.733 đồng cho DPG, dựa trên phương pháp định giá DCF như đã đề cập trong báo cáo trước. Do quý 4 sản lượng thủy điện thường đạt mức cao nhất nên chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ lĩnh vực này sẽ ổn định trở lại trong quý 4 năm 2023. Ngoài ra, khối lượng công việc trong mảng Xây dựng có sự gia tăng mạnh mẽ trong Quý 3 năm 2023, đây là một dấu hiệu tích cực cho các quý sắp tới. Những số liệu về doanh thu & lợi nhuận đến nay vẫn phù hợp với dự báo của chúng tôi, vì vậy chúng tôi kỳ vọng mức giá mục tiêu có thể đạt được trong thời gian tới.

## CTCP Tập đoàn Đạt Phương

## Báo cáo Kết quả hoạt động kinh doanh (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3.319	3,056	3,344	4,051
Giá vốn hàng bán	2.398	2,481	2,716	3,163
Lợi nhuận gộp	921	574	628	888
Lãi từ HĐTC	36	27	32	39
Chi phí tài chính	182	190	181	181
SG&A	190	109	132	215
Lợi nhuận hoạt động	585	302	347	531
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	585	302	347	531
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	584	302	347	531
Thuế TNDN	65	39	49	81
Lợi nhuận sau thuế	519	264	298	450
Cổ đông thiểu số	136	69	78	118
Cổ đông công ty mẹ	383	195	220	332
EBITDA	865	600	630	807
FCFF	(372)	607	305	393
EBITDA Margin (%)	26,0%	19,6%	18,8%	19,9%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	17,6%	9,9%	10,4%	13,1%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15,6%	8,6%	8,9%	11,1%

## Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	3,293	3,667	3,880	4,385
Tiền, TĐT&ĐTNH	1,376	1,800	1,901	2,077
Các khoản phải thu NH	603	670	676	801
Các khoản phải thu NH khác	149	85	92	109
Hàng tồn kho	1,092	1,040	1,138	1,326
TSNH khác	73	73	73	73
Tài sản dài hạn	2,846	2,904	3,012	3,101
Tài sản cố định	2,422	2,480	2,587	2,677
Tài sản dở dang dài hạn	425	425	425	425
Nợ phải trả	3,932	4,163	4,249	4,457
Các khoản phải trả ngắn hạn	358	461	468	536
KH trả tiền trước ngắn hạn	665	768	841	979
Thuế, phải trả NLD & PTNH	129	156	171	199
Các khoản phải trả khác	118	93	98	105
Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	2,661	2,684	2,671	2,637
Vốn chủ sở hữu	2,207	2,408	2,643	3,029
Vốn điều lệ	630	630	630	630
Thặng dư vốn cổ phần	(19)	(19)	(19)	(19)
Quỹ đầu tư phát triển	47	47	47	47
Thu nhập dũ lại	1,015	1,147	1,304	1,573
Lợi ích cổ đông thiểu số	534	603	681	799
Tổng tài sản	6,139	6,571	6,891	7,486

## Báo cáo Lưu chuyển tiền tệ (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận trước thuế	584	302	347	531
Khấu hao	135	135	134	135
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(37)	(27)	(32)	(39)
Chi phí lãi vay	181	190	181	181
LN từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	863	600	630	807
Tăng/giảm khoản phải thu	(138)	(2)	(14)	(142)
Tăng/giảm hàng tồn kho	(535)	52	(98)	(187)
Tăng/giảm khoản phải trả	373	209	98	242
Lãi vay đã trả	(181)	(190)	(181)	(181)
Thuế TNDH đã trả	(42)	(39)	(49)	(81)
Tiền chi khác cho HĐKD	(8)	-	-	-
Lưu chuyển thuần từ HĐKD	333	631	387	458
Đầu tư TSCĐ	(238)	(193)	(242)	(224)
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(4)	-	-	-
Lãi vay/cổ tức được nhận	33	27	32	39
Lưu chuyển thuần từ HĐĐT	(81)	(166)	(210)	(185)
Phát hành cổ phiếu	18	-	-	-
Nhận/Trả nợ vay	(60)	22	(13)	(34)
Cổ tức đã trả	(85)	(63)	(63)	(63)
Lưu chuyển thuần từ HĐTC	(127)	(41)	(76)	(97)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	125	424	101	175
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.046	1,171	1,595	1,696
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1.171	1,595	1,696	1,872

## Chỉ số định giá/Dự phóng (Tóm tắt)

	2022H	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6.4x	14.5x	12.8x	8.5x
P/B (x)	1.5x	1.6x	1.4x	1.3x
P/CF (x)	-	4.6x	9.2x	7.2x
EPS (VND/cổ phiếu)	6,047	3,090	3,493	5,267
BVPS (VND/ cổ phiếu)	26,555	28,645	31,138	35,405
CFPS (VND/ cổ phiếu)	-	9,630	4,839	6,239
DPS (VND/ cổ phiếu)	1,000	1,000	1,000	1,000
Tỷ suất cổ tức(%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Tăng trưởng doanh thu(%)	30.4%	-7.9%	9.4%	21.2%
Tăng trưởng EBITDA(%)	8.7%	-30.6%	5.0%	28.1%
Tăng trưởng biên LNG (%)	5.2%	-37.6%	9.3%	41.5%
Tăng trưởng EPS (%)	11.2%	-48.9%	13.0%	50.8%
DSO (ngày)	56	68	62	62
DIO (ngày)	126	153	153	153
DPO (ngày)	55	68	63	62
ROE (%)	26.0%	11.4%	11.8%	15.9%
ROA (%)	8.6%	4.2%	4.4%	6.3%
ROIC (%)	11.1%	2.9%	3.2%	4.6%
Nợ/Tổng tài sản(%)	43%	41%	39%	35%
Nợ/VCSHy (%)	121%	111%	101%	87%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4.0x	2.5x	2.7x	3.7x
Khả năng trả nợ (x)	0.6x	0.3x	0.3x	0.4x

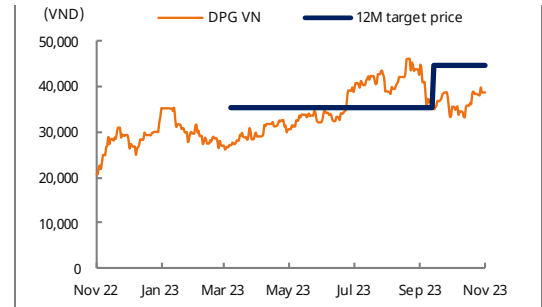
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research forecasts

# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	20/11/2023	Tăng tỷ trọng	VND44.733
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	2/10/2023	Mua	VND44.733
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	31/03/2023	Mua	VND35.322



### Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

### Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

\* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

\* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

\* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

\* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

### Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

### Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC(MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

## Mirae Asset Securities International Network

### Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

### Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

### PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

### Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

### Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

### Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

### Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

### Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

### Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

### Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

### Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

### Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

### Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

### Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

### Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST  
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336