

## CTCP Tập đoàn Đạt Phương

(HOSE: DPG)

## Tăng trưởng ổn định và định giá hấp dẫn

**Mua**  
(Báo cáo lần đầu)Giá mục tiêu:  
35.322 VND  
(Upside: +27,3%)

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

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

## Hoạt động kinh doanh chính

**Công ty Cổ phần Tập đoàn Đạt Phương (DPG)** hoạt động trên ba lĩnh vực chính: Xây dựng Hạ tầng, Phát triển Bất động sản và Năng lượng.**Xây dựng:** DPG có 20 năm kinh nghiệm trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng, bao gồm các dự án về thủy lợi, giao thông và hạ tầng dân dụng. Phân khúc lâu đời này đóng vai trò quan trọng đối với công ty, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 5 năm vừa qua. Mặc dù là mảng đóng góp lợi nhuận gộp nhỏ nhất, phân khúc này đã tạo tiền đề cho việc mở rộng sang hai phân khúc còn lại.**Bất động sản:** Đây là lĩnh vực tương đối mới đối với DPG, khi công ty gia nhập ngành từ năm 2017-2018 và chỉ phát sinh doanh thu kể từ năm 2019. Do đó, công ty đã áp dụng cách tiếp cận cẩn trọng và chậm rãi đối với mảng này.**Năng lượng:** Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong 2-3 năm gần đây, doanh thu từ thủy điện tăng trưởng nhanh và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp.

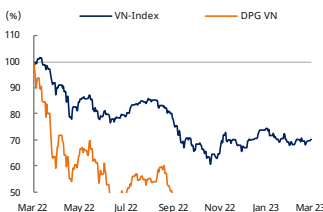
## Tình trạng tài chính

**Bảng cân đối kế toán ổn định:** Là một công ty xây dựng, các khoản phải thu là khoản mục quan trọng nhất trên bảng cân đối kế toán. DPG có chỉ số vòng quay các khoản phải thu thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành cho thấy sự hiệu quả trong công tác quản lý điều hành.**Nợ vay được kiểm soát ở mức phù hợp:** DPG tiếp cận theo cách thận trọng và cân bằng khi mở rộng sang lĩnh vực bất động sản, với nguồn vốn tài trợ cho các dự án chủ yếu từ vốn chủ sở hữu, nợ vay chiếm tỷ lệ nhỏ.

## Định giá

**Định giá:** Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho DPG với khuyến nghị Mua vào và giá mục tiêu là 35.322 đồng/cổ phiếu. Cho năm 2023, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 3.417 tỷ đồng (2,9% YoY) và 296 tỷ đồng (-22,7% YoY), với EPS là 4.704 đồng (-22,2%).

## Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (31/3/2023, đồng)	27.750	Vốn hóa (tỷ đồng)	1.742
LNST (2023E, tỷ đồng)	296	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	63
Kỳ vọng thị trường (2023E, tỷ đồng)	NA	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	50,8
Tăng trưởng EPS (2023E, %)	-9%	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	1,7
P/E (2023E, x)	7,5x	Beta (12M)	1,8
P/E thị trường (2023, x)	12,4	Cao nhất 52 tuần (đồng)	17.250
Vn-Index	1.059	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	84.200

## Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-5,6	-24,2	-66,8
Tương đối	-7,0	-17,9	-37,8

## 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	3.417	3.806	4.208
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	594	875	921	749	775	874
Biên lợi nhuận gộp (%)	28,1%	34,4%	27,7%	21,9%	20,4%	20,8%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	195	342	383	296	302	333
EPS (VND/CP)	4.392	5.438	6.047	4.704	4.798	5.280
ROE (%)	17,9%	28,2%	26,0%	16,9%	15,1%	14,6%
P/E (x)	7,4	13,8	6,4x	7,5x	7,4x	6,7x
P/B (x)	1,4	3,5	1,5x	1,2x	1,0x	0,9x

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.

## Hoạt động kinh doanh chính

Công ty Cổ phần Tập đoàn Đạt Phương (DPG) hoạt động trên ba lĩnh vực chính: Xây dựng Hạ tầng, Phát triển Bất động sản và Năng lượng.

### Xây dựng

DPG có 20 năm kinh nghiệm trong việc xây dựng cơ sở hạ tầng, bao gồm các dự án về thủy lợi, giao thông và hạ tầng dân dụng.

**Bảng 1: Một số dự án hạ tầng chính**

Số	Dự án-gói thầu	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ đồng)	Thời gian
1	XL01: Vĩnh Hảo-Phan Thiết	Chính phủ	1.687	2020-2023
2	Xây dựng cầu Nhật Lệ 3 và đường 2 đầu cầu	Chính phủ	1.145	2022-2025
3	Gói thầu phụ - Xây dựng cầu Nhơn Trạch và đường dẫn	Chính phủ	548	2022-2025
4	Toàn bộ phần xây lắp Dự án tuyến đường bộ ven biển tỉnh Thừa Thiên Huế và cầu qua cửa Thuận An	Chính phủ	825	2022-2025
5	Các gói thầu nhỏ khác	Chính phủ	100-300	
6	Phần thi công xây dựng và bảo đảm ATGT - Dự án Đê chắn sóng cảng Chân Mây-GĐ2	Chính phủ	371	2022-2026

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

Phân khúc lâu đời này đóng vai trò quan trọng đối với công ty, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 5 năm vừa qua. Mặc dù là mảng đóng góp lợi nhuận gộp nhỏ nhất, phân khúc này đã tạo tiền đề cho việc mở rộng sang hai phân khúc còn lại.

### Bất động sản

Đây là lĩnh vực tương đối mới đối với DPG, khi công ty gia nhập ngành từ năm 2017-2018 và chỉ phát sinh doanh thu kể từ năm 2019. Do đó, công ty đã áp dụng cách tiếp cận cẩn trọng và chậm rãi đối với mảng này. Khác với 2 phân khúc còn lại, công ty huy động vốn phát triển bất động sản chủ yếu bằng nguồn vốn tự có, trong khi nợ vay chiếm tỷ lệ nhỏ. Các dự án đã và đang phát triển của DPG đều nằm ở tỉnh Quảng Nam. Tính đến thời điểm hiện tại, DPG đã hoàn thành 2 dự án, Casamia Hội An và Casamia Calm Hội An, đồng thời gần như hoàn thành việc bàn giao cho người mua. Chỉ có một dự án Cồn Tiên (Casamia Balanca) hiện đang được triển khai, tuy nhiên thông tin bán hàng từ dự án này khá hạn chế và không được công ty công bố rộng rãi. Tuy nhiên, tương tự như các dự án khác đang gặp khó khăn trong lĩnh vực bất động sản, chúng tôi cho rằng tình hình phát triển dự án và công tác bán hàng của dự án Cồn Tiên cũng chưa thật sự khả quan. Bất chấp thị trường trì trệ, mảng bất động sản vẫn được DPG tiếp tục phát triển khi công ty đầu tư thêm xấp xỉ 580 tỷ đồng hàng tồn kho trong năm 2022.

**Bảng 2: Các dự án bất động sản**

Tên dự án	Số lượng	Sản phẩm	Quy mô (ha)	Giá trị HTK (Tỷ đồng)	Thời gian
Casamia Balanca	336	Nhà phố, Biệt thự, shophouses	31,1	902	2022-2024
Casamia Calm	112	Nhà phố, Biệt thự, shophouses	6,4		2020-2022

Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Năng lượng**

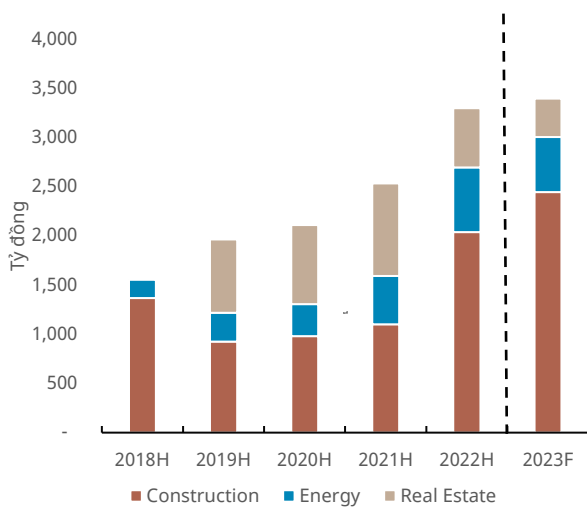
Phân khúc thứ ba gồm 4 nhà máy thủy điện: Sông Bung 6, Sơn Trà 1 (A, B, C). Nhà máy thủy điện Sông Bung 6 đi vào vận hành đầu tiên (2013), sau đó đến các nhà máy Sơn Trà 1A, 1B (2019) và Sông Trà 1C (2021). Với đặc thù là loại hình thủy điện quy mô nhỏ (dưới 30MW), nhìn chung các nhà máy này mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao và có khả năng cạnh tranh với các công ty sản xuất năng lượng khác. Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong 2-3 năm gần đây, doanh thu từ thủy điện tăng trưởng ấn tượng với tốc độ nhanh và đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp.

**Bảng 3: Các nhà máy thủy điện**

	Công ty	Nhà máy	Công suất	Tỷ lệ sở hữu
1	CTCP Thủy điện Đạt Phương Sông Bung	Sông Bung 6	29MW	61,3%
2	CTCP Thủy điện Đạt Phương Sơn Trà	Sơn Trà 1A, 1B, 1C	69MW	68,3%

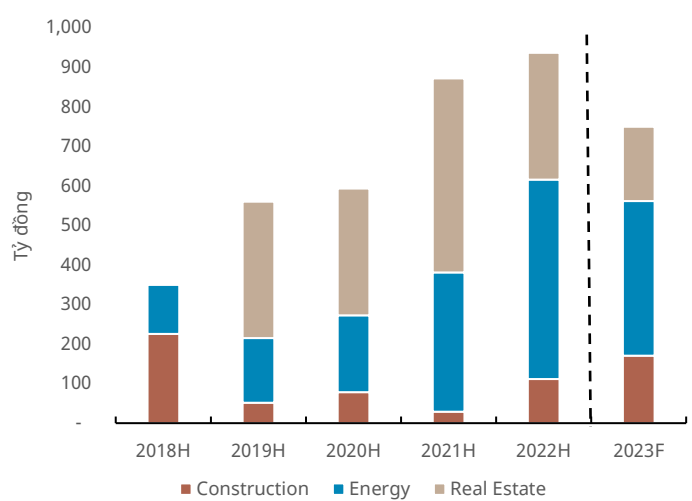
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 1: Doanh thu theo phân khúc hoạt động**



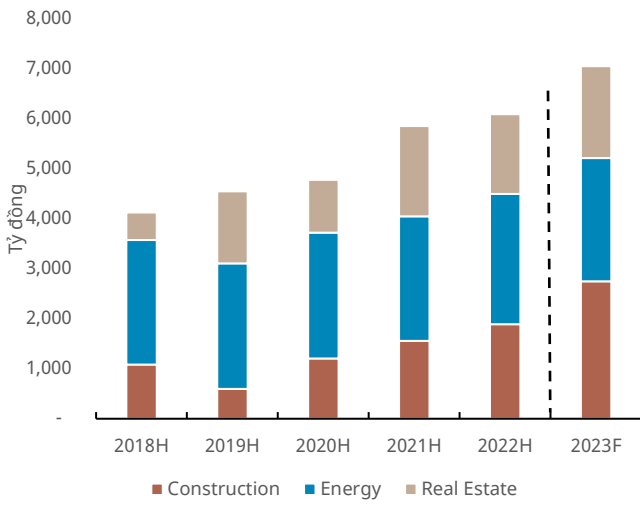
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 2: Lợi nhuận gộp theo phân khúc hoạt động**



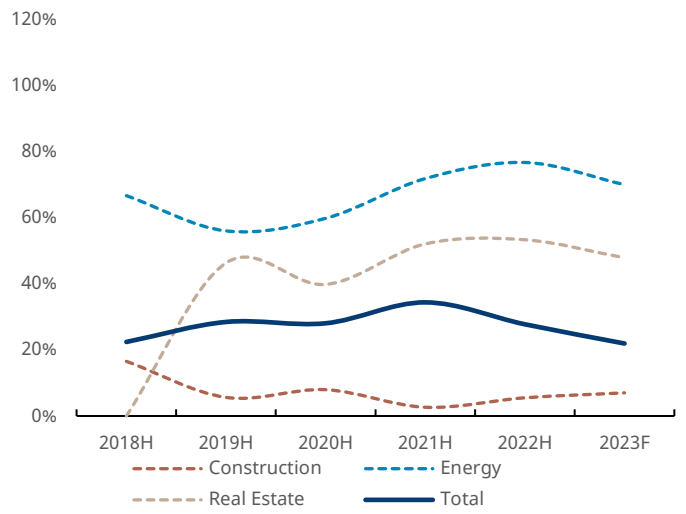
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 3: Tổng tài sản theo phân khúc hoạt động**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 4: Biên lợi nhuận gộp theo phân khúc hoạt động**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

## Tình trạng tài chính

### Bảng cân đối kế toán ổn định

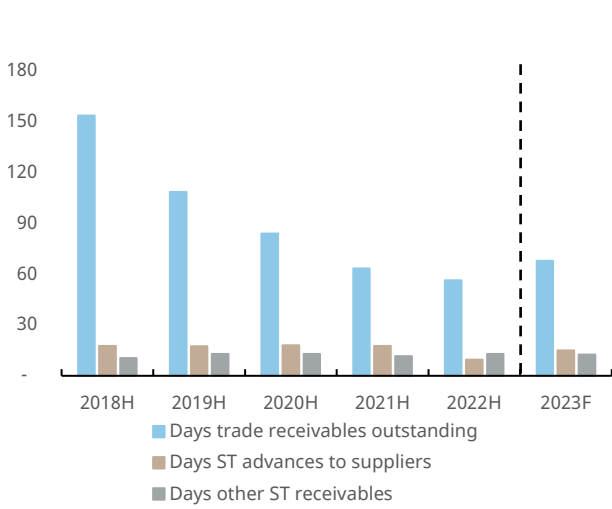
Là một công ty xây dựng, các khoản phải thu là khoản mục quan trọng nhất trên bảng cân đối kế toán. DPG có chỉ số vòng quay các khoản phải thu thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành, cho thấy sự hiệu quả trong công tác quản lý điều hành. Ngoài ra, các dự án xây dựng chính của DPG là đường sá, cầu và nhà máy thủy lợi, là những công trình được tài trợ từ ngân sách nhà nước. Do đó, các khoản phải thu này có chất lượng tốt và rủi ro thấp.

**Bảng 4: các khoản phải thu (Tỷ đồng)**

	2020	2021	2022
BQL các KKT và KCN tỉnh Quảng Nam	31	34	34
BQL DAĐT các công trình giao thông tỉnh Quảng Nam	-	-	80
Tổng Công ty Điện lực Miền Trung	84	99	102

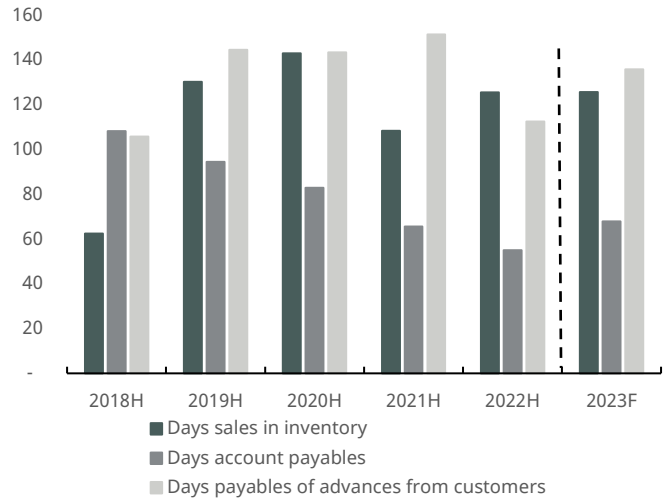
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 5: Các chỉ số khoản phải thu**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 6: Chỉ số hàng tồn kho & khoản phải trả**

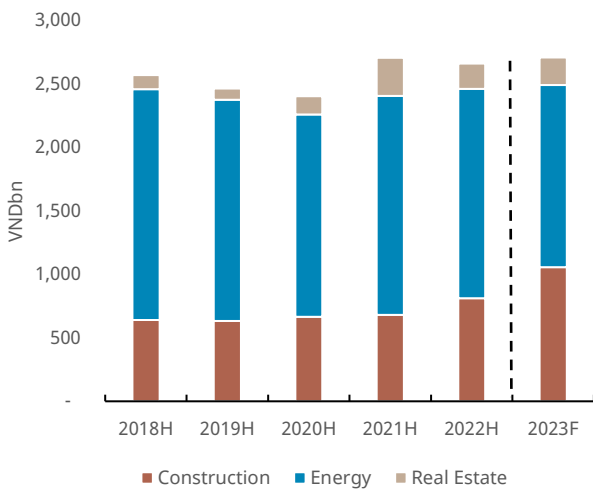


Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Nợ vay được kiểm soát ở mức phù hợp**

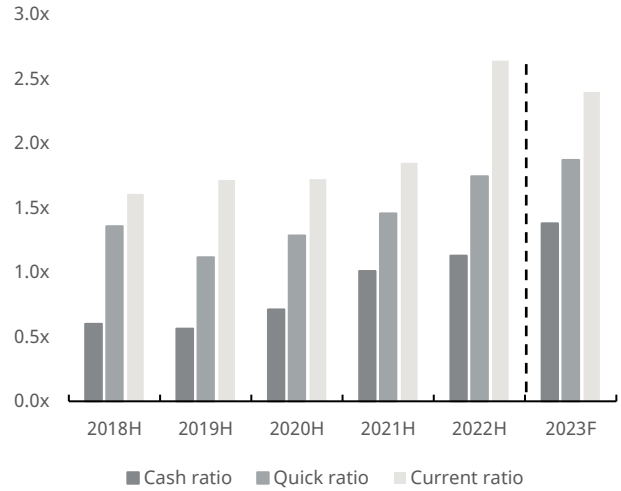
DPG tiếp cận theo cách thận trọng và cân bằng khi mở rộng sang lĩnh vực bất động sản, với nguồn vốn tài trợ cho các dự án chủ yếu từ vốn chủ sở hữu, nợ vay chiếm tỷ lệ nhỏ. Về nợ dài hạn, phần lớn dư nợ là cho dự án thủy điện Sơn Trà. Nợ ngắn hạn chủ yếu dành cho mục đích vốn lưu động, đặc biệt là trong hoạt động xây dựng. Nhìn chung, với các chỉ số thanh khoản hiện tại và chất lượng nợ vay, chúng tôi đánh giá rủi ro thanh khoản của DPG ở mức vừa trung bình. Đến cuối năm 2022, tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu là 1,21x, giảm từ 1,52x vào năm 2021.

**Biểu đồ 7: Tổng nợ vay theo phân khúc hoạt động**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

**Biểu đồ 8: Các chỉ số thanh khoản**



Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research

## 2023: Triển vọng, Rủi ro & Định giá

### Triển vọng

Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu khiêm tốn là 2,9% vào năm 2023 cho DPG, với tốc độ tăng trưởng khác nhau cho từng phân khúc:

- Xây dựng (Tăng trưởng ~20%): Chính phủ Việt Nam sẽ ưu tiên đầu tư vốn cho cơ sở hạ tầng trong hai đến ba năm tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng triển vọng cho phân khúc này sẽ tiếp tục tích cực nhờ vào đầu tư công của Chính phủ.
- Năng lượng (Giảm: -15%): Nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi trong 2-3 năm gần đây, doanh thu từ thủy điện tăng trưởng nhanh, đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, theo dự báo theo mùa của Trung tâm Dự báo Khí tượng Thủy văn Quốc gia (NCHMF), bắt đầu từ quý 2 năm 2023, nhiệt độ các vùng nước ở vùng biển nhiệt đới trung và đông Thái Bình Dương sẽ ấm dần lên, khả năng ENSO chuyển sang giai đoạn trung tính là 80%-90%, sau đó chuyển sang pha El Nino vào mùa thu năm 2023. Do đó, điều kiện thủy văn có thể không thuận lợi cho thủy điện như trước. Ví thế, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu phân khúc năng lượng năm nay sẽ giảm 15%, với sản lượng huy động từ nhà máy thủy điện Sông Bung 6 vào khoảng 80 triệu kWh, với mức giá huy động bình quân là 1.348 đồng/kWh.
- Bất động sản (Giảm: từ -30% đến -35%): Dựa trên các điều kiện hiện tại của thị trường bất động sản, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu sẽ giảm 30%-35% trong năm nay, phần lớn doanh thu đến từ Casamia Balanca và một phần nhỏ từ Camsamia Calm.

### Rủi ro

- Với khả năng cao ENSO chuyển sang giai đoạn El Nino bắt đầu từ mùa thu năm 2023, điều kiện thủy văn có thể không thuận lợi cho các nhà máy thủy điện. Do đó, sản lượng huy động từ các nhà máy thủy điện có thể giảm, trong khi sản lượng từ các nguồn khác (nhiệt điện, LNG, điện gió, điện mặt trời) có thể tăng.
- Cũng như các doanh nghiệp khác trong ngành, thị trường bất động sản vẫn còn nhiều thách thức, khó khăn phía trước. Tuy nhiên, đối với DPG chúng tôi đánh mức độ rủi ro của ngành chỉ ở mức trung bình, nhờ vào cách tiếp cận thận trọng của công ty, cũng như mức độ đòn bẩy tài chính thấp.
- Do hoạt động trong các lĩnh vực mang tính chu kỳ với hệ số beta cao, giá cổ phiếu sẽ bị ảnh hưởng nặng bởi những biến động bất ổn của thị trường.

### Định giá

- Cho năm 2023, chúng tôi thận trọng dự báo doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt là 3.417 tỷ đồng (2,9% YoY) và 296 tỷ đồng (-22,7% YoY), với EPS là 4.704 đồng (-22,2%).
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF để xác định mức giá mục tiêu là 35.322 đồng/cổ phiếu.

**Bảng 5: Dòng tiền tự do công ty (Tỷ đồng)**

	2023F	2024F	2025F
NOPAT	515	511	548
+ Khấu hao	135	134	135
+ Đầu tư TSCĐ	(193)	(242)	(224)
Tài sản ngắn hạn	1,826	1,937	2,151
Khoản phải trả ngắn hạn	1,739	1,912	2,025
Vốn lưu động	87	25	126
Thay đổi trong VLĐ	611	63	(101)
Dòng tiền tự do công ty	1,068	466	357
Hệ số chiết khấu	0.8	0.7	0.6
Hiện giá dòng tiền	892	326	209

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 6: Chi phí sử dụng vốn**

Lãi suất phi rủi ro	7.00%
Lợi nhuận kỳ vọng	21.6%
Phần bù rủi ro	14.6%
Beta (b)	1.80
Chi phí sử dụng VCSH	33.3%
Chi phí sử dụng vốn vay	8.0%
Thuế TNDH	14.8%
Tỷ trọng Nợ vay	52%
Tỷ trọng VCSH	48%
WACC	19.7%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Bảng 7: Định giá theo Phương pháp DCF (Tỷ đồng)**

EBITDA năm cuối (2025F)	784	Giá trị doanh nghiệp	3,258
EV/EBITDA	4.0x	Trừ: total debt	2,709
Giá trị năm cuối (2025F)	3,138	Trừ: preferred stock	0
Hiện giá	1,832	Trừ: Non-controlling interest	639
%/giá trị doanh nghiệp	56%	Cộng: Cash & ST investment	2,315
Hiện giá dòng tiền	1,427	Giá trị hợp lý VCSH	2,225

%/giá trị doanh nghiệp	44%	Số lượng cổ phiếu hiện hành	62,999,554
Giá trị doanh nghiệp	3,258	Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (VND/cp)	35,322

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Phân tích độ nhạy**

**Số ngày bình quân khoản phải thu**

	75	72	69	66	63	60	57	54
17%	36.494	37.172	37.851	38.529	39.207	39.885	40.564	41.242
18%	35.409	36.087	36.764	37.441	38.118	38.796	39.473	40.150
19%	34.358	35.034	35.711	36.387	37.063	37.739	8.416	39.092
20%	33.339	34.014	34.689	35.365	36.040	36.715	37.391	38.066
21%	32.351	33.025	33.699	34.373	35.048	35.722	36.396	37.071
22%	31.392	32.065	32.739	33.412	34.085	34.759	35.432	36.105
23%	30.462	31.134	31.806	32.479	33.151	33.824	34.496	35.168
24%	29.559	30.230	30.902	31.573	32.245	32.916	33.587	34.259

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

**Số ngày bình quân khoản phải thu**

	75	72	69	66	63	60	57	54
2,0x	19.155	19.830	20.504	21.179	21.853	22.528	23.203	23.877
2,5x	22.789	23.464	24.138	24.813	25.487	26.162	26.836	27.510
3,0x	26.424	27.098	27.772	28.447	29.121	29.795	30.469	31.144
3,5x	30.058	30.732	31.406	32.080	32.755	33.429	34.103	34.777
4,0x	33.692	34.366	35.040	35.714	36.388	37.062	37.736	38.410
4,5x	37.327	38.000	38.674	39.348	40.022	40.696	41.370	42.044
5,0x	40.961	41.635	42.308	42.982	43.656	44.329	45.003	45.677
5,5x	44.595	45.269	45.942	46.616	47.289	47.963	48.637	49.310

Source: Mirae Asset Vietnam Research

**WACC**

	24%	23%	22%	21%	20%	19%	18%	17%
2,0x	18.122	18.706	19.307	19.925	20.562	21.217	21.892	22.587
2,5x	21.387	22.052	22.735	23.439	24.164	24.911	25.680	26.474
3,0x	24.652	25.397	26.164	26.953	27.767	28.605	29.469	30.360
3,5x	27.917	28.742	29.592	30.467	31.369	32.299	33.258	34.247
4,0x	31.183	32.088	33.020	33.981	34.972	35.993	37.047	38.134
4,5x	34.448	35.433	36.448	37.495	38.574	39.688	40.836	42.021



5,0x	37.713	38.778	39.877	41.009	42.177	43.382	44.625	45.908
5,5x	40.978	42.124	43.305	44.523	45.780	47.076	48.414	49.795

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

## 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	3.417	3.806	4.208
Giá vốn hàng bán	2.398	2.668	3.031	3.334
Lợi nhuận gộp	921	749	775	874
Lãi từ HĐTC	36	59	64	71
Chi phí tài chính	182	192	185	187
SG&A	190	145	170	224
Lợi nhuận hoạt động	585	471	484	534
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	585	471	484	534
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	584	471	484	534
Thuế TNDN	65	70	75	83
Lợi nhuận sau thuế	519	402	410	451
Cổ đông thiểu số	136	105	107	118
Cổ đông công ty mẹ	383	296	302	333
EBITDA	865	739	739	784
FCFF	(372)	1.068	466	357
EBITDA Margin (%)	26,0%	21,6%	19,4%	18,6%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	17,6%	13,8%	12,7%	12,7%
Biên lợi nhuận ròng (%)	15,6%	11,8%	10,8%	10,7%

## Bảng cân đối kế toán (Tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>3.293</b>	<b>4.141</b>	<b>4.566</b>	<b>4.967</b>
Tiền, TĐT&ĐTNH	1.376	2.315	2.629	2.816
Các khoản phải thu NH	603	744	767	834
Các khoản phải thu NH khác	149	91	102	115
Hàng tồn kho	1.092	918	995	1.129
TSNH khác	73	73	73	73
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>2.846</b>	<b>2.904</b>	<b>3.012</b>	<b>3.101</b>
Tài sản cố định	2.422	2.480	2.587	2.677
Tài sản dở dang dài hạn	425	425	425	425
<b>Nợ phải trả</b>	<b>3.932</b>	<b>4.499</b>	<b>4.685</b>	<b>4.788</b>
Các khoản phải trả ngắn hạn	358	496	522	566
KH trả tiền trước ngắn hạn	665	992	1.107	1.162
Thuế, phải trả NLĐ & PTNH	129	205	232	241
Các khoản phải trả khác	118	97	103	108
Nợ ngắn hạn + Nợ dài hạn	2.661	2.709	2.721	2.712
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.207</b>	<b>2.545</b>	<b>2.892</b>	<b>3.280</b>
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 dử lại	1.015	1.249	1.488	1.758
Lợi ích cổ đông thiểu số	534	639	746	864
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.139</b>	<b>7.044</b>	<b>7.577</b>	<b>8.068</b>

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

(Tỷ đồng)	2022H	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận trước thuế	584	471	484	534
Khấu hao	135	135	134	135
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	(37)	(59)	(64)	(71)
Chi phí lãi vay	181	192	185	187
LN từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	863	739	739	784
Tăng/giảm khoản phải thu	(138)	(83)	(34)	(79)
Tăng/giảm hàng tồn kho	(535)	174	(77)	(135)
Tăng/giảm khoản phải trả	373	520	174	112
Lãi vay đã trả	(181)	(192)	(185)	(187)
Thuế TNDH đã trả	(42)	(70)	(75)	(83)
Tiền chi khác cho HĐKD	(8)	-	-	-
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐKD</b>	<b>333</b>	<b>1.089</b>	<b>542</b>	<b>413</b>
Đầu tư TSCĐ	(238)	(193)	(242)	(224)
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	(4)	-	-	-
Lãi vay/cổ tức được nhận	33	59	64	71
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐĐT</b>	<b>(81)</b>	<b>(135)</b>	<b>(178)</b>	<b>(153)</b>
Phát hành cổ phiếu	18	-	-	-
Nhận/Trả nợ vay	(60)	47	12	(9)
Cổ tức đã trả	(85)	(63)	(63)	(63)
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐTC</b>	<b>(127)</b>	<b>(16)</b>	<b>(51)</b>	<b>(72)</b>
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	125	939	314	187
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1.046	1.171	2.110	2.424
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1.171	2.110	2.424	2.611

## Chỉ số định giá/Dự phóng (Tóm tắt)

	2022H	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	6,4x	7,5x	7,4x	6,7x
P/B (x)	1,5x	1,2x	1,0x	0,9x
P/CF (x)	-	2,1x	4,8x	6,2x
EPS (VND/cổ phiếu)	6.047	4.704	4.798	5.280
BVPS (VND/ cổ phiếu)	26.555	30.259	34.057	38.337
CFPS (VND/ cổ phiếu)	-	16.949	7.399	5.672
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%	2,9%	11,4%	10,6%
Tăng trưởng EBITDA(%)	8,7%	-14,5%	0,0%	6,1%
Tăng trưởng biên LNG (%)	5,2%	-18,6%	3,5%	12,7%
Tăng trưởng EPS (%)	11,2%	-22,2%	2,0%	10,1%
DSO (ngày)	56	15	14	13
DIO (ngày)	126	126	120	124
DPO (ngày)	55	68	63	62
ROE (%)	26,0%	16,9%	15,1%	14,6%
ROA (%)	8,6%	6,1%	5,6%	5,8%
ROIC (%)	11,1%	4,3%	4,1%	4,3%
Nợ/Tổng tài sản(%)	43%	38%	36%	34%
Nợ/VCSHy (%)	121%	106%	94%	83%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	4,0x	3,2x	3,3x	3,5x
Khả năng trả nợ (x)	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x

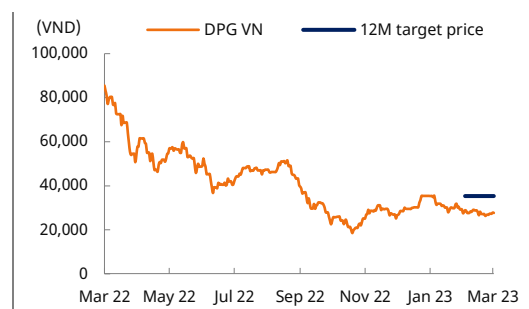
Nguồn: Dữ liệu Công ty, Mirae Asset Vietnam Research forecasts

# Appendix 1

## Important disclosures and disclaimers

### Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Tập đoàn Đạt Phương (DPG)	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