

Báo cáo cổ phiếu: DPG

Backlog, dự án BĐS và dự phóng 2026: lãi xây lắp – thủy điện giữ ~355 tỷ, phần còn lại chờ Casamia Balanca bàn giao

CTCP Tập đoàn Đạt Phương (HOSE: DPG) · Kết quả 6T/2026: backlog xây lắp, khoản mục hạch toán từng dự án BĐS, vốn hóa lãi vay, thủy điện và lợi ích thiểu số, dự báo Q3–Q4/2026 theo kịch bản thời điểm ghi nhận · giá tham chiếu 26,6 nghìn đồng (01/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CỐ MẸ
6T/2026

180,6

tỷ đồng · **+31%**

DOANH THU
6T/2026

2.355

tỷ đồng · **+41%**

BĐS DỞ DANG
(HTK)

2.122

tỷ · Cồn Tiên 1.850

XDCB DỞ DANG

2.299

tỷ · kính 1.182

NỢ VAY
30/06/2026

4.808

tỷ · lãi ngấm định
3,2%

BACKLOG XÂY
LẮP 30/06/2026

>8.000

tỷ · ≈ 2,1x DT XL
2025

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

**TÍCH LŨY
TỪNG PHẦN**

GIÁ HIỆN TẠI
26,6

GIÁ TRỊ HỢP LÝ (CƠ SỞ, P/E
LỖI – P/B 50/50)

32,6 nghìn đ (+22%)

VÙNG KỊCH BẢN

20,7 – 47,8

P/E TRƯỢT · P/B

8,5x · 1,07x

Được tích lũy tối đa 1/2 tỷ trọng ở vùng 24–28 nghìn. P/B 1,07x ở phân vị 3% kể từ 2018; lịch sử nhóm z P/B < -0,5 cho lợi suất 12 tháng trung bình +70% đến +108%, nhưng mẫu chủ yếu đến từ một giai đoạn. **Nâng lên đủ tỷ trọng** khi có một trong hai tín hiệu: BCTC Q3 cho thấy tiền khách hàng ứng trước cho Balanca, hoặc DPG công bố bàn giao đợt đầu. **Mua thêm** ≤ 24 nghìn (P/B 0,95x). **Chuyển sang THEO DÕI** nếu lãi vay Q3 > 50 tỷ trong khi biên xây lắp < 5%, hoặc Balanca lùi sang 2027.

KẾT LUẬN

Lãi xây lắp + thủy điện cho khoảng 355 tỷ LNST cổ đông mẹ năm 2026 (+9%), kể cả khi không bàn giao căn nào. Kịch bản cơ sở 485 tỷ (+48%) cần 50 căn Casamia Balanca được bàn giao trong Q4. **Việc bàn giao này chưa được kiểm chứng:** đến Q2/2026, BCTC chưa ghi nhận đồng doanh thu BĐS nào và không tách được tiền khách hàng cọc mua.

Chất lượng lợi nhuận đang được hỗ trợ: dư nợ tăng gấp đôi lên 4.808 tỷ nhưng lãi suất ngấm định chỉ 3,2%/năm, vì lãi đang được vốn hóa vào nhà máy kính và khách sạn. Giá hiện tại gần như chỉ phản ánh phần lỗ. Dư địa +22% ở kịch bản cơ sở là hấp dẫn nhưng phụ thuộc một sự kiện chưa chắc chắn, nên chỉ nên mua từng phần.

XÂY LẮP

2.023 tỷ DT 6T/26 · **+51%**

- Backlog >8.000 tỷ ≈ 1,7 năm kế hoạch
- Biên gộp 6,5% (6T/25: 7,5%), đang bị ép
- ~79% DT, ~35% LNG 2026F

THỦY ĐIỆN

98 MW · DPG hưởng 61–68%

- DT 2025: 592 tỷ, LNST ~341 tỷ
- 59% LNG 6T/26 với 12% DT
- ~1/3 LN thuộc cổ đông thiểu số

BĐS – CASAMIA BALANCA

2.122 tỷ BĐS dở dang (HTK)

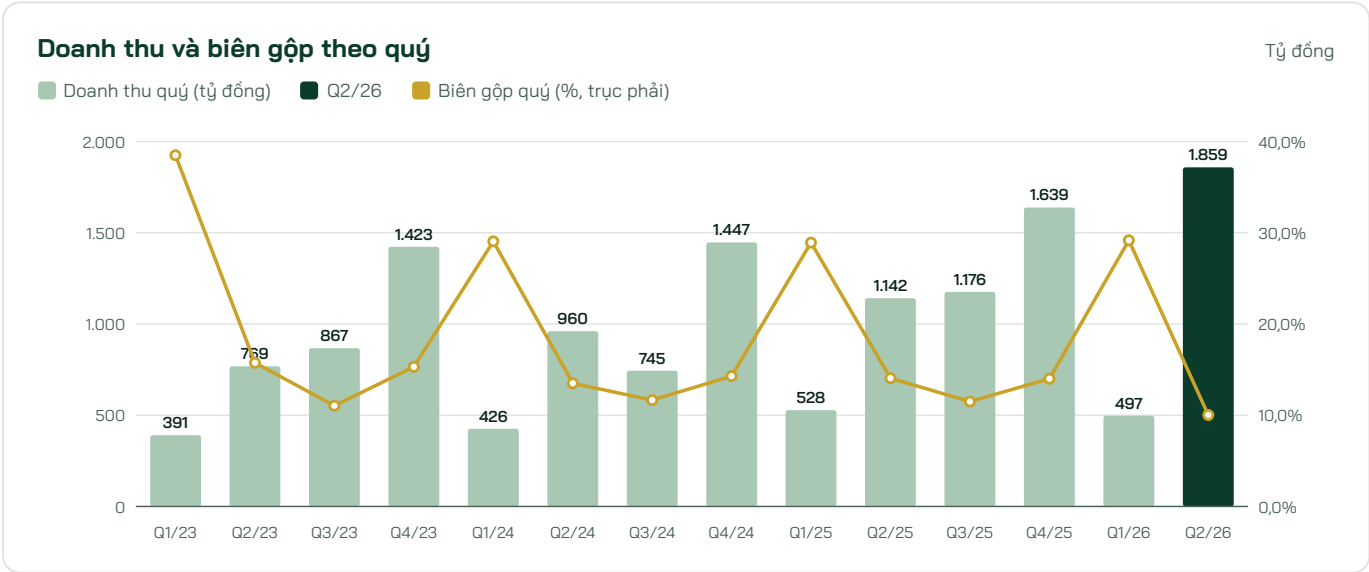
- Bàn giao Q4/26: 0 / 50 / 100 căn
- LNST BĐS 2026: 0 / 130 / 403 tỷ
- Chưa kiểm chứng** trên BCTC

1

Kết quả 6T/2026: doanh thu tăng 41%, nhưng biên gộp giảm vì xây lắp chiếm 86%

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T YoY
Doanh thu thuần	2.545	3.319	3.450	3.578	4.484	1.669	2.355	+41%
trong đó xây lắp	1.101	2.036	2.875	3.035	3.763	1.339	2.023	+51%
ngoài xây lắp (điện, BĐS, DV)	1.445	1.283	575	543	721	330	332	+1%
Lợi nhuận gộp	875	921	585	547	678	313	331	+6%
Biên gộp (%)	34,4%	27,7%	17,0%	15,3%	15,1%	18,8%	14,1%	-4,7 đ%
Chi phí lãi vay	-166	-181	-181	-113	-116	-56	-67	n/m
LNTT	519	584	317	344	486	216	256	+19%
LNST	449	519	283	304	445	205	232	+13%
Lợi ích CĐKKs	107	136	80	80	118	67	52	-23%
LNST cổ đông mẹ	342	383	203	224	327	137	181	+31%

Nguồn: BCTC hợp nhất DPG (FiinPro, kho AAS); KQKD Q2/2026 từ fa_quarterly; DT xây lắp Q2/2026 = 1.709 tỷ; quý 4 các năm = năm kiểm toán - 9 tháng, AAS tính.



Nguồn: BCTC quý DPG (kho AAS).

- ◆ **6 tháng:** doanh thu 2.355 tỷ (+41%), LNST cổ đông mẹ 180,6 tỷ (+31%), hoàn thành khoảng 30% kế hoạch doanh thu 8.513 tỷ. Lợi nhuận gộp chỉ tăng 5,7% (331 tỷ), biên gộp giảm từ 18,8% xuống 14,1%.
- ◆ **Quý 2 (Q2/2026):** doanh thu 1.859 tỷ (+63%), cao nhất lịch sử, trong đó xây lắp 1.709 tỷ (+73%). Biên gộp xây lắp còn 6,1% (cùng kỳ 7,9%) do giá vật liệu. LNST cổ đông mẹ 110,9 tỷ (+54%).
- ◆ **Vì sao biên gộp giảm mà lợi nhuận vẫn tăng:** đây là hiệu ứng cơ cấu. Thủy điện có biên ~60–75% nhưng chỉ chiếm 12% doanh thu; xây lắp biên ~5–7% chiếm 86%. Q2/2026 có CĐKKs thấp (19,9 tỷ so với 32,1 tỷ) do thủy văn kém, nên phần thuộc công ty mẹ tăng nhanh hơn LNST.

- ◆ **Không có khoản bất thường lớn:** thu nhập khác rỗng gần 0, không hoàn nhập dự phòng. Lợi nhuận 6T/2026 là lợi nhuận lõi.

2

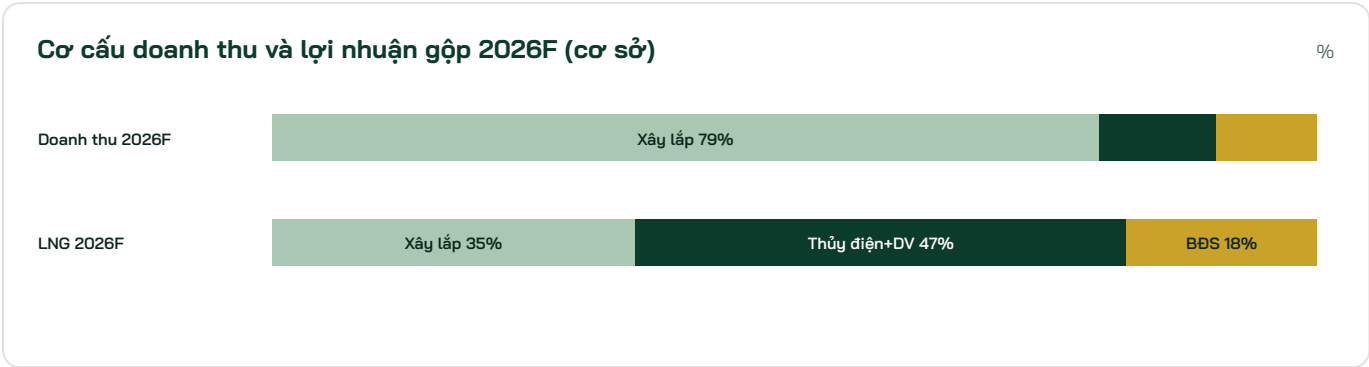
Bức tranh theo mảng: xây lắp tạo doanh thu, thủy điện tạo lợi nhuận, BĐS quyết định năm 2026

DPG có ba mảng đang tạo doanh thu và một nhóm tài sản mới chưa vận hành. Mỗi mảng ghi nhận theo nguyên tắc riêng, nên được mô hình hóa tách rời rồi cộng lại:

- ◆ **Xây lắp** (hạ tầng giao thông, cầu; khách hàng chủ yếu là chủ đầu tư công): ghi nhận theo khối lượng nghiệm thu (VAS 15), đi theo tiến độ backlog. Biên mỏng, quý 4 cao nhất.
- ◆ **Thủy điện** (4 nhà máy, 98 MW, DPG hưởng 61–68%): doanh thu = sản lượng × giá. Chi phí chủ yếu là khấu hao, nên biên 60–75% và lợi nhuận đi theo thủy văn. Khoảng 1/3 lợi nhuận thuộc cổ đông thiểu số.
- ◆ **BĐS để bán** (Casamia, Hội An): chi phí nằm trong hàng tồn kho, chỉ thành doanh thu khi bàn giao. Lợi nhuận đến một lần và thuộc trọn công ty mẹ.
- ◆ **Tài sản mới** (nhà máy kính, khách sạn): nằm ở XDCB dở dang. Chưa có doanh thu; khi vận hành sẽ thêm khấu hao và lãi vay.

Tỷ đồng	6T/2025	6T/2026	Q3/2026F	Q4/2026F	2026F (cơ sở)
XÂY LẮP – doanh thu	1.339	2.023	1.140	1.760	4.923
Lợi nhuận gộp	100	131	70	107	308
Biên gộp	7,5%	6,5%	6,1%	6,1%	6,3%
THỦY ĐIỆN + DỊCH VỤ – doanh thu	330	332	105	260	697
Lợi nhuận gộp	213	199	67	151	418
Biên gộp	64,4%	60,0%	63,6%	58,2%	59,9%
Lợi ích CĐKKs (thiểu số thủy điện)	-67	-52	-13	-46	-110
BĐS (Casamia Balanca) – doanh thu	0	0	0	600	600
Lợi nhuận gộp – CPBH BĐS	0	0	0	162	162
KÍNH SIÊU TRẮNG – LNTT	0	0	-5	-20	-25
CHI PHÍ CHUNG, không phân bổ: lãi vay	-56	-67	-40	-48	-155
QLDN + CPBH khác	-46	-34	-20	-31	-85
DT tài chính + LDLK + khác	6	16	7	7	30
Thuế TNDN	-12	-24	-9	-51	-84
LNST cổ đông mẹ (động lực)	137,4	180,6	56,8	232,3	469,7

Nguồn: kho AAS (FiinPro); biên xây lắp 6T/2025 7,5% và 6T/2026 6,5%; Q3–Q4/2026F theo mô hình AAS, kịch bản cơ sở. Phân bổ: LNG xây lắp = biên báo cáo × DT (dự báo dùng 6,1% của Q2/2026); LNG thủy điện + DV = LNG hợp nhất – LNG xây lắp – LNG BĐS, nên tổng các mảng khớp số hợp nhất. Lãi vay, QLDN, thuế không phân bổ vì không có dữ liệu theo mảng. LNST mẹ là số động lực, chưa trộn thống kê. AAS tính.

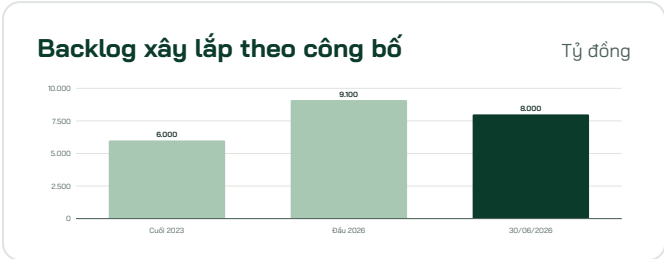


- ◆ **Xây lắp** chiếm ~79% doanh thu 2026F nhưng chỉ ~35% LNG.
- ◆ **Thủy điện + dịch vụ** chỉ ~11% doanh thu nhưng ~47% LNG.
- ◆ **BDS**, nếu bàn giao 50 căn, đóng góp ~18% LNG 2026F, toàn bộ trong Q4.
- ◆ **Lợi nhuận 6T/2026 tăng nhờ xây lắp**: LNG xây lắp +31% (131,5 so với 100,4 tỷ), trong khi LNG thủy điện + DV -6% và CĐKKS giảm 16 tỷ do thủy văn kém.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu xây lắp	1.366	925	980	1.100	2.036	2.875	3.035	3.763
LNG xây lắp	225	53	79	29	112	—	—	—
Biên gộp xây lắp	16,5%	5,7%	8,1%	2,6%	5,5%	—	—	~7,5%*
Doanh thu bán điện	186	291	326	490	657	—	483	592
LNG bán điện	124	163	206	352	504	—	—	—
Doanh thu BDS	—	745	804	943	602	—	—	—
DT ngoài xây lắp (kho)	—	—	—	—	—	575	543	721
LNST cổ đông mẹ	138	194	195	342	383	203	224	327

Nguồn: 2018–2022 theo mảng từ báo cáo AAS Research 2023; DT xây lắp, DT ngoài XL, LNST 2023–2025 từ kho AAS (FiinPro); DT điện 2024–2025 từ BCTC DPG; *biên XL 2025, AAS tính.

3 Xây lắp: backlog cho 1,7 năm, nhưng biên đang bị ép



Nguồn: số liệu công bố, AAS tổng hợp.

- ◆ **Backlog trên 8.000 tỷ** cuối Q2/2026, bằng 2,1 lần DT xây lắp 2025 (3.762 tỷ) và 1,7 lần kế hoạch 2026 (4.653 tỷ).
- ◆ **Ký mới chậm:** đầu năm backlog khoảng 9.100 tỷ, nên ký mới 6T chỉ khoảng 900 tỷ (= 8.000 – 9.100 + 2.023), so với mục tiêu 5.000 tỷ cả năm.
- ◆ **Q2/2026 kỷ lục:** DT xây lắp 1.709 tỷ (+73%), nhưng biên gộp còn 6,1% (cùng kỳ 7,9%) do giá vật liệu.

Xây lắp	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
DT xây lắp H2/2026	2.400	2.900	3.500
DT xây lắp 2026 (6T thực + H2)	4.423	4.923	5.523
% kế hoạch 4.653 tỷ	95%	106%	119%
Biên gộp H2 (phân bổ theo biên báo cáo)	5,1%	6,1%	6,9%
LNG xây lắp H2	122	177	242
Backlog cuối 2026 nếu ký mới 5.000 tỷ cả năm (đã ký ~900 tỷ 6T)	9.700	9.200	8.600

Nguồn: kế hoạch ĐHCĐ 2026, mô hình AAS. Biên thận trọng/tích cực = 6,1% -1,0/+0,8 điểm %, cùng mức điều chỉnh Δa trong mô hình hợp nhất, AAS tính.

- ◆ **Biên là biến quan trọng nhất của mảng:** ước lượng lại phương trình theo từng quý, hệ số biên xây lắp giảm từ 7,6% (dữ liệu đến 2023) xuống 4,7% (đến Q1/2026). Mỗi 1 điểm % biên H2/2026 ≈ 19,4 tỷ LNST.
- ◆ **Tiền:** người mua trả trước (chủ yếu tạm ứng của chủ đầu tư công) giảm từ 1.221 xuống 708 tỷ trong Q2, khi khối lượng nghiệm thu tăng. Chỉ tiêu này không dự báo được DT xây lắp quý sau (H7 bác bỏ).
- ◆ **Rủi ro:** ký mới không đạt 5.000 tỷ sẽ làm backlog 2027 mỏng đi; giá vật liệu; giải ngân đầu tư công.

4 Thủy điện: cỗ máy tạo tiền, nhưng 1/3 lợi nhuận thuộc cổ đông thiểu số

Nhà máy	Công suất	Sản lượng thiết kế	Vận hành	Vốn đầu tư	DPG hưởng
Sông Bung 6 (Quảng Nam)	29 MW	120,5 triệu kWh	2013	674 tỷ	61,32%
Sơn Trà 1A + 1B (Quảng Ngãi)	60 MW	220,0 triệu kWh	2018	2.145 tỷ	68,30%
Sơn Trà 1C	9 MW	32,5 triệu kWh	2021	349 tỷ	68,30%
Cộng	98 MW	373 triệu kWh		3.168 tỷ	~66%

Nguồn: báo cáo AAS Research 2023 (vốn đầu tư, sản lượng thiết kế, tỷ lệ lợi ích); công suất theo thông tin công bố của DPG. Sơn Trà 1A/1B ghi chung trong nguồn gốc.

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu bán điện	186	291	326	490	657	—	483	592
LNG bán điện	124	163	206	352	504	—	—	—
Biên gộp	66,7%	56,0%	63,2%	71,8%	76,7%	—	—	~70–75%*
Lợi ích CĐKKS (toàn DN)	19	29	41	107	136	80	80	118

Nguồn: 2018–2022 AAS Research 2023; 2024–2025 từ BCTC DPG (592 tỷ năm 2025, +22,6%); *biên 2025 ước từ LNST ~341 tỷ; CĐKKS từ kho AAS. 2023 không có số theo mảng (sản lượng giảm ~19% do El Niño).

Quý	DT ngoài XL	CĐKKS thực	CĐKKS theo H2
24Q1	152	25,4	22,9
24Q2	123	18,5	16,7
24Q3	72	2,5	6,1
24Q4	196	33,9	32,1
25Q1	176	35,0	28,0
25Q2	154	32,1	23,2
25Q3	113	11,2	14,7
25Q4	278	39,6	49,5
26Q1	183	31,6	29,3
26Q2	150	19,9	22,4

CĐKKS theo H2 = 0,211 × DT ngoài XL – 9,3. Nguồn: kho AAS, AAS tính.

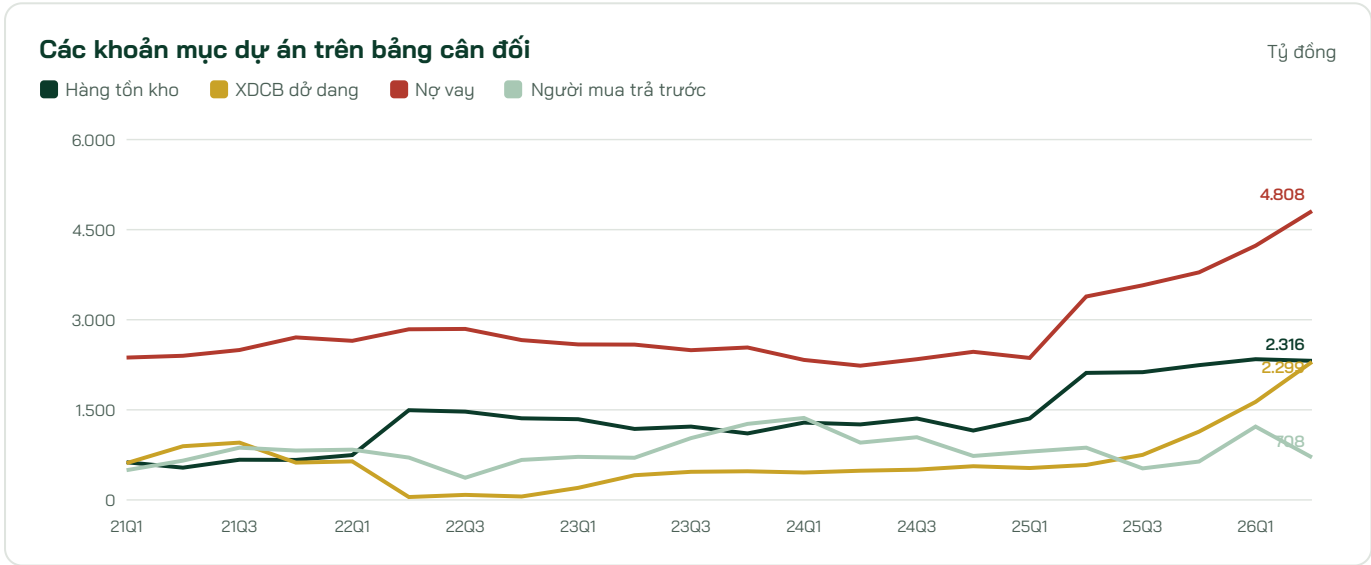
- ◆ **2025:** doanh thu 592 tỷ, LNST ~341 tỷ. Mảng chiếm 12% doanh thu nhưng 59% LNG của 6T/2026.
- ◆ **Lợi ích thiếu số khớp sổ sách:** CĐKKS 2025 trên kho 118,0 tỷ = $341 \times (1 - 0,655)$. Mô hình CĐKKS theo DT ngoài xây lắp sai 4,9 tỷ/quý, so với 6,6 tỷ khi dùng tỷ lệ cố định trên LNST (H2).
- ◆ **Mùa vụ:** Q3 thấp nhất (13% DT năm), Q4 cao nhất (35%) theo mùa lũ miền Trung. Dự báo H2/2026 cơ sở 365 tỷ (thận trọng 295, tích cực 425), so với H2/2025 391 tỷ.
- ◆ **Chưa tách được sản lượng và giá:** sản lượng thiết kế 373 triệu kWh. Doanh thu 592 tỷ năm 2025 tương đương ~1.600 đ/kWh nếu chạy đúng thiết kế, nhưng kho không có sản lượng thực tế.

5 BĐS: 2,1 nghìn tỷ trong hàng tồn kho, chưa ghi nhận đồng nào

Dự án / tài sản	Bản chất	Khoản mục trên BCĐKT	Số dư 30/6/26	Ghi nhận DT/LN	Thời điểm
Casamia Balanca (KĐT Cồn Tiến), Hội An – 31,1 ha	BĐS để bán	Hàng tồn kho – chi phí SXKD dở dang	1.849,5	Khi bàn giao (chuyển rủi ro) → DT BĐS; giá vốn kết chuyển từ HTK	Kế hoạch ~100 căn T11–12/2026 (chưa kiểm chứng)
KĐT Cồn Tiến – phần XD CB (khách sạn Casamia/hạ tầng giữ lại)	Tài sản tự khai thác	XDCB dở dang	276,3	Không có DT bán; chuyển TSCĐ → khấu hao + DT lưu trú	KS Casamia Hội An dự kiến bàn giao khai thác T8/2026
Khu phức hợp dịch vụ Bình Dương	BĐS để bán	Hàng tồn kho – chi phí SXKD dở dang	253,8	Khi bàn giao	Chưa có lịch
KĐT Vồng Nhi (Casamia Vồng Nhi)	Đầu tư dở dang	XDCB dở dang	694,5	Chưa xác định: chưa nằm trong HTK nên chưa phải hàng để bán	Chưa có lịch
Khách sạn Đồng Nà (Hilton Garden Inn)	Tài sản tự khai thác	XDCB dở dang	83,0	Chuyển TSCĐ khi vận hành	Vận hành 2026 (kế hoạch)

Dự án / tài sản	Bản chất	Khoản mục trên BCĐKT	Số dư 30/6/26	Ghi nhận DT/LN	Thời điểm
KĐT dịch vụ Đồng Nai	Đầu tư dở dang	XDCB dở dang	21,2	—	—
Nhà máy kính siêu trắng (Huế), TMĐT ~2.000 tỷ	Sản xuất	XDCB dở dang	1.181,6	DT bán kính; khấu hao + lãi vay bắt đầu hạch toán khi vận hành	Đốt lò T8/2026; DN dự kiến lỗ ~39 tỷ năm 2026
4 nhà máy thủy điện (Sông Bung 6, Sơn Trà 1A/1B/1C), ~98 MW	Bán điện	TSCĐ hữu hình (GTCL 2.006 tỷ toàn DN)	—	DT bán điện theo sản lượng; chi phí chủ yếu khấu hao	Đang vận hành; DPG sở hữu 61–68%
Công trình xây lắp đang thi công	Hợp đồng xây dựng	HTK – dở dang xây lắp; phải thu; người mua trả trước	136,5	Theo khối lượng nghiệm thu (VAS 15)	Backlog >8.000 tỷ

Nguồn: số dư theo dự án từ thuyết minh BCTC Q2/2026; tổng hàng tồn kho 2.316,4 tỷ khớp kho AAS (2.316,0); thông tin dự án: tài liệu ĐHĐCĐ 2026, AAS tổng hợp.



Nguồn: kho AAS (FiinPro), AAS tính.

- ◆ **Hàng tồn kho 2.316 tỷ:** BĐS dở dang 2.122 tỷ (Casamia Balanca/KĐT Cổn Tiến 1.849,5 tỷ; phức hợp Bình Dương 253,8 tỷ) và dở dang xây lắp 136,5 tỷ. Hàng tồn kho tăng 760 tỷ trong Q2/2025 cùng lúc vay dài hạn tăng 1.141 tỷ: đó là đợt chi tiền đất và thi công Balanca.
- ◆ **Không có BĐS đầu tư** (bằng 0 ở mọi kỳ). Vững Nhi và Đồng Nai đang nằm ở XDCB, chưa chuyển sang hàng để bán. Lỗi dữ liệu: Q3/2025 kho ghi 2.030 tỷ vào "thành phẩm"; tổng hàng tồn kho vẫn đúng.

KIỂM CHỨNG BÀN GIAO

Bàn giao Balanca chưa được kiểm chứng. Đến Q2/2026, DPG chưa ghi nhận doanh thu nào từ dự án: DT ngoài xây lắp 2025 chỉ cao hơn DT điện khoảng 129 tỷ, kể cả dịch vụ. Khoản người mua trả trước (708 tỷ) gộp với tạm ứng xây lắp, nên không đọc được doanh số BĐS. "~100 căn bàn giao T11–12/2026, 1.200–1.361 tỷ DT" là **kế hoạch doanh nghiệp**. Tổng 363 căn lấy từ trang môi giới, độ tin cậy thấp; tổng vốn đầu tư 650 tỷ (AAS 2023) hay 1.994 tỷ (môi giới) đang mâu thuẫn. Số căn được giữ làm tham số kịch bản thời điểm: 0 / 50 / 100 căn.

Casamia Balanca	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
Căn bản giao Q4/2026	0	50	100
Giá bán bình quân (tỷ/căn)	12	12	12
Doanh thu BĐS 2026	0	600	1.200
Biên gộp	20%	30%	45%
LNST BĐS 2026 (100% thuộc công ty mẹ)	0,0	129,6	403,2
LNST/căn (tỷ)	1,63	2,59	4,03
Căn còn lại sau 2026 (trên 363)	363	313	263
PV phần còn lại (tỷ; chiết khấu 14%, xác suất 50/70/85%)	213	452	765
Giá vốn tồn kho Cổn Tiến / căn (tỷ, nếu 363 căn)	5,1	5,1	5,1

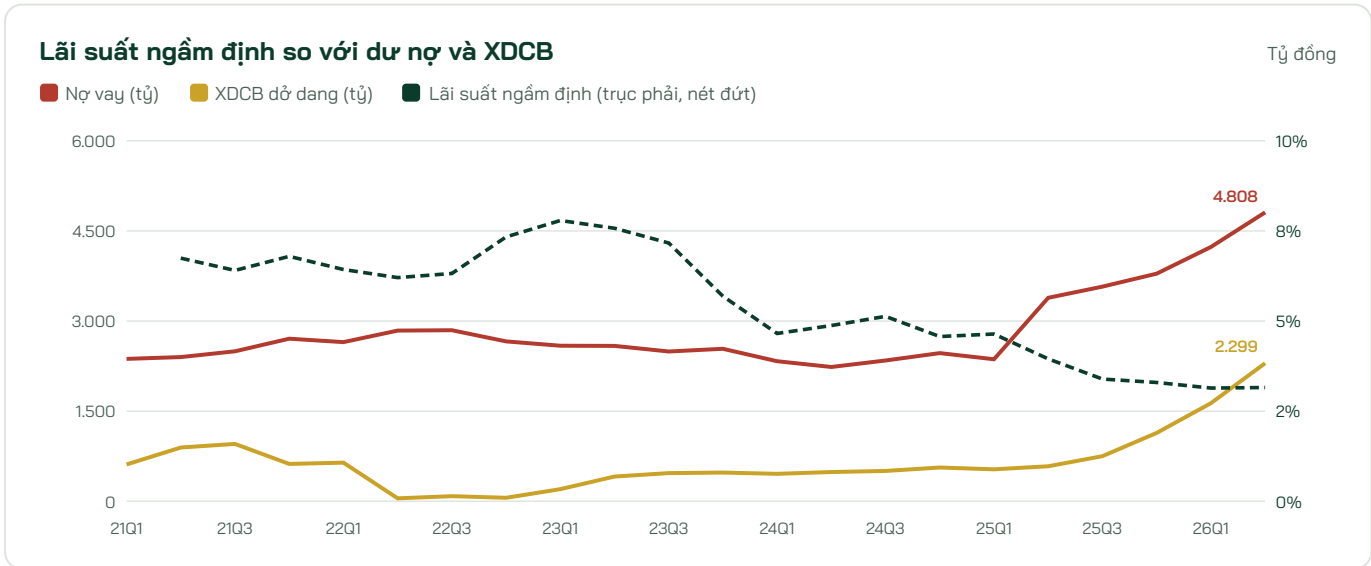
Nguồn: kế hoạch ĐHĐCĐ 2026; giá vốn tồn kho từ thuyết minh Q2/2026; mô hình AAS. Biên 20–45%: cận dưới thận trọng, cận trên từ giá vốn ~5,1 tỷ/căn so với giá ~12 tỷ. Toàn bộ là giả định có nhãn.

6

Mảng mới: nhà máy kính và khách sạn, và khoản lãi vay đang được vốn hóa

Tài sản mới	Số dư XDCB 30/6/26	Vận hành	Tác động lên KQKD
Nhà máy kính siêu trắng (Huế), TMĐT ~2.000 tỷ, 5,2 triệu m²/năm	1.181,6	Đốt lò T8/2026	DN dự kiến lỗ ~39 tỷ năm 2026, có lãi từ 2027; DT kỳ vọng 1.200–1.500 tỷ/năm
Khách sạn Casamia Hội An (Tapestry Collection by Hilton), trong KĐT Cổn Tiến	276,3 (cả hạ tầng)	Bàn giao khai thác T8/2026	DT lưu trú; khấu hao + lãi vay vào chi phí
Khách sạn Đồng Nà (Hilton Garden Inn)	83,0	2026 (kế hoạch)	Như trên
KĐT Võng Nhi; KĐT dịch vụ Đồng Nai	694,5; 21,2	Chưa có lịch	Chưa vào HTK nên chưa phải hàng để bán

Nguồn: thuyết minh XDCB BCTC Q2/2026; tài liệu ĐHĐCĐ 2025–2026, AAS tổng hợp.



Nguồn: kho AAS (FiinPro). Lãi suất ngầm định = chi phí lãi vay × 4 / dư nợ bình quân, AAS tính.

- ◆ **Vốn hóa lãi vay:** từ Q1/2025 đến Q2/2026, dư nợ tăng từ 2.364 lên 4.808 tỷ, nhưng chi phí lãi vay chỉ từ 28,0 lên 35,7 tỷ/quý. Lãi suất ngầm định giảm từ 7,8% (Q1/2023) xuống 3,2%/năm. Phần chênh nằm trong XDCB và BĐS dở dang (H3, đối chiếu sổ sách).
- ◆ **Khi tài sản vận hành,** lãi vay và khấu hao vào chi phí. Mô hình cơ sở đưa lãi vay lên 40 tỷ ở Q3 và 48 tỷ ở Q4, cộng lỗ kính 25 tỷ trong H2. Nếu toàn bộ dư nợ chịu lãi 7%, chi phí lãi khoảng 84 tỷ/quý. Đây là rủi ro chính của LN 2027.
- ◆ **Kính:** đốt lò T8/2026; DN kỳ vọng doanh thu 1.200–1.500 tỷ/năm và hoàn vốn 5–6 năm (ĐHĐCĐ 2025). AAS chưa đưa doanh thu kính vào dự báo 2026 vì chưa có dữ liệu vận hành.

7

Sức khỏe tài chính: dòng tiền âm hai năm, tài trợ bằng nợ

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025
LNST	449	519	283	304	445
CFO báo cáo	733	333	608	-287	-781
Chi đầu tư TSCĐ (capex)	-308	-242	-134	-77	-769
FCF (CFO + capex)	426	91	474	-364	-1.550
Δ Hàng tồn kho	112	692	-254	49	1.088
Δ XDCB dở dang	-34	-563	420	85	576
Nợ vay cuối kỳ	2.707	2.661	2.538	2.467	3.788
Tiền cuối kỳ	1.046	1.171	1.272	1.017	796

Nguồn: BCTC hợp nhất DPG (kho AAS: fa_quarterly, financial_statement_lines), AAS tính. Kho chưa có LCTT Q2/2026.

- ◆ **Dòng tiền âm hai năm liền:** CFO 2024 -287 tỷ, 2025 -781 tỷ (hàng tồn kho tăng 1.088 tỷ); capex 2025 769 tỷ, Q1/2026 thêm 505 tỷ. Tài trợ bằng vay thêm ~2.400 tỷ và đợt chào bán T2/2026 (634 tỷ ròng; 307 tỷ cho dự án nghỉ dưỡng chưa giải ngân vì vướng pháp lý sau sáp nhập).
- ◆ **Thanh khoản:** nợ vay ngắn hạn theo BCTC 2.807 tỷ, so với tiền và đầu tư ngắn hạn ~1.205 tỷ. Nợ ròng/EBITDA ~4,5 lần. Kho Q2/2026 (FiinX) chia nợ ngắn/dài hạn khác BCTC; tổng dư nợ khớp.
- ◆ **Ai trả nợ:** thủy điện tạo khoảng 400 tỷ LNG/năm; Balanca là nguồn tiền lớn tiếp theo (giá vốn tồn kho 1,85 nghìn tỷ). Nếu Balanca chậm, DPG phụ thuộc vào đảo nợ ngân hàng.

8

Mô hình hợp nhất: dự báo Q3–Q4/2026 theo kịch bản thời điểm ghi nhận

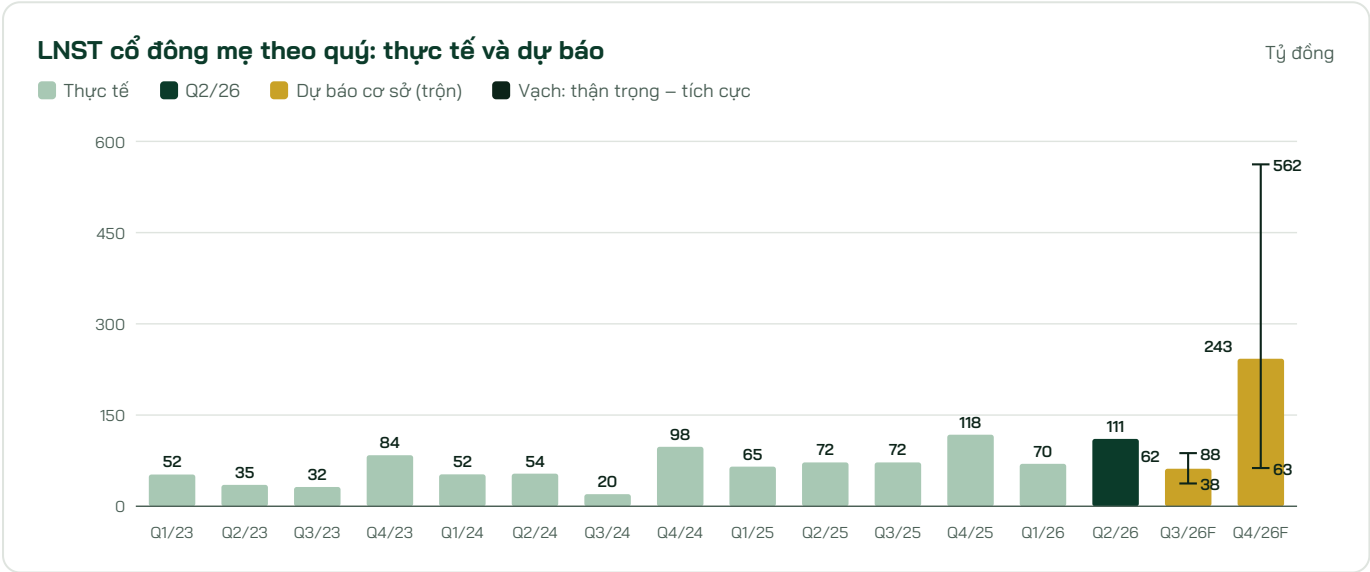
Giả định H2/2026	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực	Căn cứ
DT xây lắp H2 (tỷ)	2.400	2.900	3.500	Backlog >8.000 tỷ; kế hoạch ngụ ý 2.630; H2/H1 2024–25 ≈ 1,75. Chia Q3:Q4 = 39:61
Δ biên xây lắp so hệ số a = 4,56%	−1,0 đ%	+0,0 đ%	+0,8 đ%	Biên XL Q2/26 6,1% (Q2/25 7,9%) do giá vật liệu
DT thủy điện + DV H2 (tỷ)	295	365	425	H2/2024: 267; H2/2025: 391; Q3 mùa khô, Q4 mùa lũ
Cần Balanca bàn giao Q4	0	50	100	Kế hoạch ĐHĐCĐ ~100 căn; chưa kiểm chứng
Biên góp BDS	20%	30%	45%	cận dưới thận trọng ~20%; giá vốn tồn kho ~5,1 tỷ/căn so với giá 12 tỷ ngụ ý ~50%
Lãi vay H2 (tỷ)	105	88	77	Q2/26 35,7; dừng vốn hóa khi kính, khách sạn vận hành
LNTT mảng kính H2 (tỷ)	−45	−25	−10	DN: lỗ ~39 tỷ cả năm 2026, dứt lỗ T8/2026
Thuế suất lãi	12%	11%	10%	2024 11,6%; 2025 8,4% (ưu đãi thủy điện); BDS 20%

Nguồn: kho AAS (FiinPro); ĐHĐCĐ 2026; file DPG_MoHinh_LN_2026.xlsx (sheet DauVao, ghi nguồn, độ trễ và mức chắc chắn từng biến), AAS tính.

Tỷ đồng	Thấp Q3	Thấp Q4	Cơ sở Q3	Cơ sở Q4	Cao Q3	Cao Q4
Doanh thu thuần	1.030,0	1.665,0	1.245,0	2.620,0	1.504,0	3.621,0
DT BDS	0,0	0,0	0,0	600,0	0,0	1.200,0
Lợi nhuận gộp	105,8	199,9	136,3	438,7	170,4	856,5
Chi phí lãi vay	−45,0	−60,0	−40,0	−48,0	−37,0	−40,0
Mảng kính (LNTT)	−10,0	−35,0	−5,0	−20,0	0,0	−10,0
LNTT	37,8	80,9	78,3	328,7	120,4	746,5
Lợi ích CBKKs	8,7	35,1	12,9	45,7	17,2	54,1
LNST CĐ mẹ lãi (động lực)	24,6	36,1	56,8	102,7	91,2	164,1
LNST CĐ mẹ từ BDS	0,0	0,0	0,0	129,6	0,0	403,2
LNST CĐ mẹ (trộn)	37,6	63,0	61,7	242,6	87,5	562,2
So cùng kỳ	−48%	−46%	−14%	+106%	+21%	+378%

Năm 2026, tỷ đồng	Thận trọng	Cơ sở	Tích cực
LNST CĐ mẹ (trộn)	281,1	484,8	830,3
trong đó BĐS một lần	0,0	129,6	403,2
Dải 80% sai số phương trình	263–293	453–505	785–859
EPS (đồng)	2.370	4.088	7.001
EPS lõi, không gồm BĐS	2.370	2.995	3.601
So với 2025 (327,1)	–14%	+48%	+154%

Mô hình tính bằng công thức trong Excel (0 lỗi). Dải 80% chỉ phản ánh sai số phương trình khi đã biết doanh thu (walk-forward q10 –10%, q90 +23%); rủi ro thời điểm bàn giao nằm ở khoảng cách giữa các kịch bản.

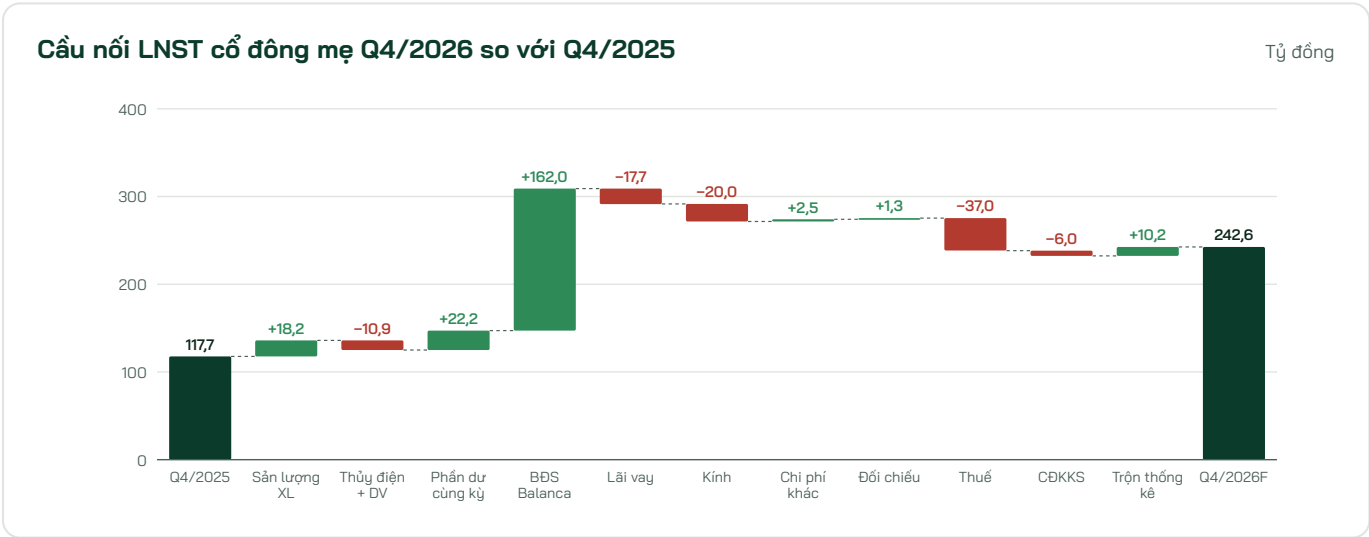


Nguồn: BCTC DPG (kho AAS), mô hình AAS.

Cầu nối lợi nhuận so với cùng kỳ (kịch bản cơ sở)

Cầu nối Q3	Tỷ đồng
LNST CĐ mẹ Q3/2025	72,1
Sản lượng xây lắp ($\Delta DT \times XL \times a$)	+3,5
Thủy điện + dịch vụ ($b \times \Delta DT$)	-5,1
Phần dư mô hình cùng kỳ (không giải thích)	+2,7
Chi phí lãi vay	-10,5
Mảng kính	-5,0
DT TC, LDLK, QLDN, CPBH, khác	-6,1
Đối chiếu (làm tròn, LDLK cũ)	+0,1
Thuế TNDN	+6,8
Lợi ích CĐKKKS	-1,7
Trộn với mô hình thống kê (25% lỗi)	+5,0
LNST CĐ mẹ Q3/2026F (cơ sở)	61,7

Cầu nối Q4	Tỷ đồng
LNST CĐ mẹ Q4/2025	117,7
Sản lượng xây lắp ($\Delta DT \times XL \times a$)	+18,2
Thủy điện + dịch vụ ($b \times \Delta DT$)	-10,9
Phần dư mô hình cùng kỳ (không giải thích)	+22,2
BĐS: LNG – CPBH (Casamia Balanca)	+162,0
Chi phí lãi vay	-17,7
Mảng kính	-20,0
DT TC, LDLK, QLDN, CPBH, khác	+2,5
Đối chiếu (làm tròn, LDLK cũ)	+1,3
Thuế TNDN	-37,0
Lợi ích CĐKKKS	-6,0
Trộn với mô hình thống kê (25% lỗi)	+10,2
LNST CĐ mẹ Q4/2026F (cơ sở)	242,6



Hiệu ứng sản lượng tính bằng biên cũ ($a \times \Delta DT$); hiệu ứng biên tính trên DT mới ($\Delta a \times DT$ mới), nên phần tương tác được gán cho biên (bằng 0 ở cơ sở vì $\Delta a = 0$).
"Phần dư cùng kỳ" = LNG thực tế cùng kỳ – LNG phương trình: phần không giải thích được, giả định không lặp lại. AAS tính.

- ◆ **Q3/2026 cơ sở 61,7 tỷ (-14%):** DT xây lắp tăng nhẹ nhưng không bù được lãi vay (+10,5 tỷ), lỗ kính và thủy điện yếu hơn. Đây là quý thấp theo mùa vụ.
- ◆ **Q4/2026 cơ sở 242,6 tỷ:** hơn một nửa đến từ BĐS (129,6 tỷ). Bỏ BĐS, LN lãi Q4 khoảng 113 tỷ, gần như đi ngang so với cùng kỳ (117,7 tỷ).
- ◆ **Năm 2026:** cơ sở 485 tỷ; LNST hợp nhất ~580 tỷ, $\approx 103\%$ kế hoạch 560,6 tỷ (mô hình không được chỉnh để khớp kế hoạch).

Độ nhạy LNST cổ đông mẹ 2026 theo số căn bàn giao và biên xây lắp (tỷ đồng)

Δ biên XL H2 ↓ · Số căn →	0	25	50	75	100
-1,5%	326	391	456	521	585
-1,0%	336	401	465	530	595
-0,5%	346	410	475	540	605
+0,0%	355	420	485	550	614
+0,5%	365	430	495	559	624
+1,0%	375	439	504	569	634

Các giả định khác giữ như cơ sở, AAS tính.

- ◆ **Số căn x biên BĐS** là biến lớn nhất: chiếm ~3/4 khoảng cách thận trọng – tích cực. Mỗi căn ≈ 2,59 tỷ LNST.
- ◆ **Biên xây lắp H2**: mỗi 1 điểm % ≈ 19 tỷ. Khoảng hợp lý 3,6–5,4% theo hệ số phương trình.
- ◆ **Lãi vay**: mỗi +1 điểm % lãi suất trên toàn bộ dư nợ ≈ -10,7 tỷ LNST/quý. Không bàn giao căn nào, LNST cổ đông mẹ 2026 vẫn đạt ~355 tỷ.

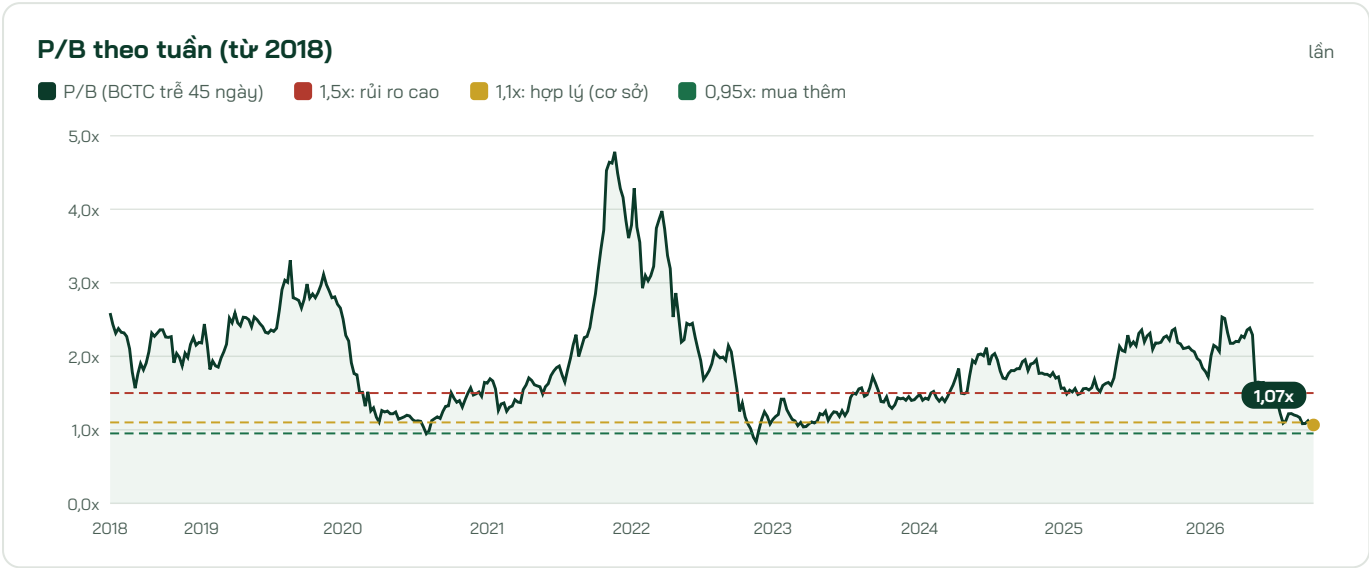
9 Định giá và Góc nhìn AAS Research

Kịch bản	LNST mẹ 2026	EPS lõi	P/E	BĐS/CP*	V1 (nghìn đ)	BVPS 26F	P/B	V2 (nghìn đ)	50/50	So với giá
Thấp	281	2.370	8x	1.800	20,8	25.814	0,8x	20,7	20,7	-22%
Cơ sở	485	2.995	10x	4.900	34,9	27.531	1,1x	30,3	32,6	+22%
Cao	830	3.601	12x	9.851	53,1	30.444	1,4x	42,6	47,8	+80%

*BĐS/CP = LN BĐS 2026 (một lần, không nhân P/E) + PV phần Balanca còn lại (chiết khấu 14%, xác suất bán được 50/70/85%). V2: P/B hợp lý = (ROE – g)/(r – g), với ROE 15%, g 5%, r 14% → 1,1x ở cơ sở. Số cổ phiếu 118,6 triệu, AAS tính.

- ◆ **Giá 26,6 nghìn tương ứng P/E trượt 8,5x và P/B 1,07x.** P/B ở phân vị 3% kể từ 2018, nhưng P/E chỉ ở phân vị 33%, tức "rẻ theo P/B" chứ chưa rẻ theo lợi nhuận.
- ◆ **Không nhân P/E cho lợi nhuận BĐS một lần.** P/E 10x (trung vị lịch sử 10,9x; p25 từ 2023 là 9,9x) chỉ áp cho EPS lõi. Không dùng P/B trung vị 1,8x, vì mức đó hình thành khi ROE 2021–22 ở 18–20%.
- ◆ **Thận trọng ở hai điểm:** Vũng Nhi, Bình Dương và nhà máy kính được tính theo giá trị sổ sách trong V2 và bằng 0 trong V1. Kịch bản thấp giá định Balanca chỉ bán được 50% phần còn lại sau 2,5 năm.
- ◆ **Chất xúc tác:** (1) bàn giao Balanca T11–12/2026; (2) BCTC Q3 xác nhận lãi vay và biên xây lắp; (3) lò kính đi vào sản xuất thương mại; (4) hợp đồng xây lắp ký mới trong H2.
- ◆ **Rủi ro:** Balanca trượt hoặc phải chiết khấu sâu (tín dụng BĐS khó, theo Chủ tịch DPG); lãi vay thô vốn hóa; biên xây lắp tiếp tục giảm; đảo nợ ngắn hạn ~2,8 nghìn tỷ; ngày 29/06/2026 UBCKNN phạt một cá nhân thao túng giá DPG giai đoạn T5–T7/2024.

10 Backtest P/E, P/B và hướng dẫn giao dịch



Nguồn: kho AAS. Giá gốc dựng ngược qua các đợt chia thưởng và cổ tức tiền (ex-date thật 11/06/2025, 11/06/2026), khớp giá kho; VCSH công ty mẹ, BCTC dùng sau 45 ngày, AAS tính.

Hiện tại (01/10/2026)	Giá trị	Phân vị từ 2018	Phân vị từ 2023	z-score 3 năm	Trung vị từ 2023
P/B	1,07x	3%	2%	-2,00	1,62x
P/E trượt	8,5x	33%	17%	-2,10	13,9x

Lợi suất tương lai theo vùng định giá (z-score 750 phiên, 2018–2026)

z P/B 3 năm	Số phiên	LS 250 phiên TB	Trung vị	Tỷ lệ thắng	z P/E 3 năm	Số phiên	LS 250 phiên TB	Trung vị	Tỷ lệ thắng
(-∞, -1.5]	153	+70%	+60%	69%	(-∞, -1.5]	0	—	—	—
(-1.5, -0.5]	506	+108%	+64%	94%	(-1.5, -0.5]	431	+117%	+70%	93%
(-0.5, 0.5]	518	+25%	+29%	74%	(-0.5, 0.5]	475	+18%	+1%	40%
(0.5, 1.5]	163	-31%	-36%	9%	(0.5, 1.5]	400	+21%	+30%	73%
(1.5, +∞)	252	-45%	-43%	0%	(1.5, +∞)	286	-19%	-31%	25%

Lợi suất 250 phiên tính bằng giá điều chỉnh (gồm cổ tức). Các phiên chồng lấp; nhóm rẻ nhất chủ yếu đến từ một giai đoạn (cuối 2022–2023), nên độ tin cậy thấp hơn số phiên cho thấy. AAS tính.

Backtest quy tắc giao dịch (phí 0,4%/vòng, tín hiệu cuối phiên, khớp phiên sau)

Quy tắc (khớp phiên sau, phí 0,4%)	CAGR	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Mua & giữ CAGR	Mua & giữ sụt giảm	Hiện tại
z P/B <-1 mua, >+1 bán (định trước)	+21,0%	-33%	3	+7,7%	-80%	ĐANG GIỮ
z P/E <-1 mua, >+1 bán (định trước)	-2,1%	-18%	1	+7,7%	-80%	ĐANG GIỮ
z P/B & P/E <-1, bán z P/B >+0,5 (thêm sau khi xem kết quả)	-2,1%	-18%	1	+7,7%	-80%	ĐANG GIỮ

Quy tắc z P/B: vào	Ra	Giá vào	Giá ra	P/B vào	P/B ra	Tổng lợi suất
21/01/2020	22/09/2021	30.374	49.096	1,91x	2,61x	+141,6%
24/10/2022	22/05/2025	25.992	61.028	1,09x	1,90x	+146,3%
03/07/2026	đang giữ	35.600	26.600	1,44x	1,07x	-25,3%

Quy tắc thứ ba được thêm sau khi đã xem kết quả hai quy tắc đầu, nên có rủi ro khớp quá mức. Từ giữa 2018, mua và giữ có lúc sụt giảm -80%. Nguồn: AAS backtest.

P/B	Giá theo BVPS hiện tại (24.966)	Giá theo BVPS 2026F (27.531)	Hành động
0,80x	19.973	22.025	Đáy rủi ro: kịch bản thấp (20,7 nghìn)
0,95x	23.718	26.155	Mua thêm phần thứ hai (≤ 24 nghìn)
1,10x	27.463	30.285	P/B hợp lý cơ sở; tích lũy phần đầu ở 24–28 nghìn
1,30x	32.456	35.791	Chốt lời 1/2 (vùng hợp lý 32–36 nghìn)
1,50x	37.449	41.297	Chốt lời hết nếu chưa bàn giao; rủi ro cao > 42 nghìn

BVPS = VCSH công ty mẹ / 118,6 triệu CP; BVPS 2026F gồm LN H2 kịch bản cơ sở, AAS tính.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH DPG

- ◆ **Định giá rẻ nhưng chưa có xác nhận.** P/B 1,07x (phân vị 3%), z -2,0. Quy tắc z P/B đã cho tín hiệu mua 03/07/2026 ở 35,6 nghìn và đang lỗ 25%: tín hiệu rẻ có thể rẻ thêm khi lợi nhuận bị nghi ngờ.
- ◆ **Vùng tích lũy 24–28 nghìn (P/B 0,95–1,1x).** Chia vốn 3 phần: 1/3 quanh BCTC Q3 (cuối T10) nếu lãi vay ≤ 45 tỷ và biên xây lắp ≥ 5%; 1/3 khi có công bố bàn giao Balanca; 1/3 nếu giá ≤ 24 nghìn.
- ◆ **Điểm vào tệ nhất:** mua đuổi trên 34 nghìn trước khi bàn giao, vì giá đã phản ánh kịch bản cơ sở trong khi chưa có bằng chứng kế toán.
- ◆ **Chốt lời:** một nửa ở P/B 1,3x (32,5–35,8 nghìn), phần còn lại ở 1,5x. Trên 42 nghìn khi chưa có bàn giao là vùng rủi ro cao.
- ◆ **Quản trị rủi ro:** hạ về THEO DÕI nếu Balanca lùi sang 2027 hoặc lãi vay Q3 > 50 tỷ với biên xây lắp < 5%. Khi đó, giá trị kịch bản thấp là 20,7 nghìn.
- ◆ **Khung thời gian: 6–12 tháng.** Mốc theo dõi: BCTC Q3/2026 → bàn giao T11–12 → lò kính → hợp đồng ký mới H2 → pháp lý dự án nghỉ dưỡng 307 tỷ.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 02/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cần nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.