Cập nhật dự phóng: DPG

Q3 lãi 110,9 tỷ, gần gấp đôi dự phóng nhờ biên xây lắp 10,6%; backlog ước 8,8 nghìn tỷ sau 5,9 nghìn tỷ ký mới. LNST công ty mẹ Q4/2026 ước 201 tỷ đồng, cả năm 488 tỷ đồng

CTCP Tập đoàn Đạt Phương (HOSE: DPG) · Cập nhật sau BCTC hợp nhất Q3/2026 (lập 29/10/2026), bổ sung backlog và cấu trúc chi phí xây lắp · giá tham chiếu 30,90 nghìn đồng (03/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST CTY MẸ Q3/2026 (THỰC TẾ)	BIÊN GỘP XÂY LẮP Q3/2026	LNST CTY MẸ Q4/2026F	LNST CTY MẸ 2026F	BĐS DỞ DANG CỒN TIẾN 30/09	BACKLOG XÂY LẮP 30/09 (ƯỚC)
110,9 tỷ đồng · **+54%** so cùng kỳ	**10,6%** bản 02/10 giả định 6,1%; 9T/2026 8,2%	**201** tỷ đồng · **+71%** so cùng kỳ	**488** tỷ đồng · **+49%** so 2025	**1.859** tỷ đồng · chưa kết chuyển giá vốn	**8.808** tỷ đồng · ký mới 2026 ~5.912 tỷ

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	EPS 2026F	P/B HIỆN TẠI	P/E TRƯỢT 4 QUÝ
NẮM GIỮ	**30,9** nghìn đ ngày 03/11/2026	**31,4** nghìn đ **+2%** so giá	**4.115** đ/cp lõi chuẩn hóa 2.958 đ/cp	**1,19** lần phân vị 11% từ 2018	**9,1** lần trung vị từ 2023: 13,9 lần

Q3 vượt xa dự phóng nhờ xây lắp (biên 10,6%), nhưng phần vượt khó lặp lại và Casamia Balanca vẫn chưa bàn giao căn nào. Backlog ước khoảng 8,8 nghìn tỷ đồng cuối Q3 (≈ 1,7 năm doanh thu xây lắp) giữ nền doanh thu 2027. Giá 30,90 nghìn đồng đã tăng 16% từ bản 02/10 và chỉ thấp hơn giá trị hợp lý 31,4 nghìn đồng khoảng 2%. Giữ phần đã tích lũy; mua thêm khi giá ≤ 26 nghìn đồng (P/B ~1,0 lần); chốt lời một nửa ở 35–36 nghìn đồng (P/B 1,35–1,4 lần). Nâng lên MUA khi DPG công bố bàn giao đợt đầu Balanca; hạ về THEO DÕI nếu Balanca lùi sang 2027 và biên xây lắp Q4 dưới 5%.

1 Q3/2026: LNST công ty mẹ 110,9 tỷ đồng (+54%), cao hơn dự phóng 54 tỷ; xây lắp vượt cả doanh thu lẫn biên, thủy điện và thuế kéo lại

BCTC hợp nhất Q3/2026 cho doanh thu 1.854 tỷ đồng (+58%), trong đó xây lắp 1.681 tỷ (+58%). LNST công ty mẹ 110,9 tỷ đồng, so với 56,8 tỷ của phương trình động lực và 61,7 tỷ sau khi trộn thống kê ở bản 02/10. Lũy kế 9 tháng: doanh thu 4.210 tỷ (+48%), LNST công ty mẹ 286,6 tỷ (+37%). Số 6 tháng sau soát xét là 175,7 tỷ, thấp hơn 4,9 tỷ so với bản tự lập mà báo cáo 02/10 đã dùng.

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 02/10, động lực)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Doanh thu thuần	1.176	1.245	1.854	+609
trong đó: xây lắp	1.063	1.140	1.681	+541
thủy điện + dịch vụ + BĐS	113	105	173	+68
LN gộp xây lắp	66,5	69,5	177,6	+108,1
Biên gộp xây lắp (%)	6,3	6,1	10,6	+4,5
LN gộp thủy điện + dịch vụ + BĐS	68,7	66,8	3,6	−63,1

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026F (bản 02/10, động lực)	Q3/2026 thực tế	Thực tế – dự phóng
Lợi nhuận gộp	**135,2**	**136,3**	**181,2**	**+44,9**
Khấu hao (chi phí theo yếu tố)	−35,2	–	−47,9	–
EBITDA lõi (gộp – bán hàng – QLDN + khấu hao)	155,8	–	203,4	–
Chi phí lãi vay	−29,5	−40,0	−48,2	−8,2
DTTC, liên kết, QLDN, khác (gồm kính)	−7,0	−18,0	6,2	+24,2
LNTT	98,7	78,3	139,3	+61,0
Thuế TNDN	−15,4	−8,6	−34,0	−25,3
LNST	83,3	69,7	105,4	+35,7
Thiểu số	−11,2	−12,9	5,5	+18,4
LNST cty mẹ	**72,1**	**56,8**	**110,9**	**+54,1**

Nguồn: BCTC hợp nhất Q3/2026 và BCTC soát xét 6T/2026 của DPG (thuyết minh doanh thu, giá vốn theo hoạt động; chi phí theo yếu tố); bản dự phóng AAS 02/10/2026 (kịch bản cơ sở, chưa trộn thống kê). Biên XL bản trước 6,1% theo bảng mảng. AAS tính.

- **Xây lắp là toàn bộ phần vượt:** doanh thu cao hơn dự phóng 541 tỷ (+33 tỷ LN gộp với biên cũ) và biên 10,6% thay vì 6,1% (+75 tỷ). Biên Q3 cao nhất các kỳ có số liệu (H1/2026 6,3%, Q3/2025 6,3%, Q4/2025 3,7%, cả năm 2025 5,8%) dù chi phí dở dang xây lắp giảm từ 136,5 xuống 60,4 tỷ trong quý, tức không phải do giữ chi phí lại.
- **Thủy điện rất yếu:** doanh thu điện Q3 chỉ 49,6 tỷ (cùng kỳ 93,1 tỷ), LN gộp điện 7,4 tỷ. Mảng dịch vụ lỗ gộp 9,3 tỷ khi khách sạn Casamia Hội An chuyển sang tài sản cố định (817 tỷ kết chuyển từ XDCB Võng Nhi). Hai công ty thủy điện lỗ nên thiểu số âm 5,5 tỷ, thay vì dương 12,9 tỷ.
- **Thuế hiệu dụng 24,4%** (cùng kỳ 15,6%; bản trước giả định 11%): lợi nhuận tập trung ở công ty mẹ (LNST riêng Q3 127,7 tỷ, +151%) chịu thuế 20%, trong khi lỗ ở các công ty con không được bù trừ. Lãi tiền gửi 21,6 tỷ (từ tiền chào bán và 457 tỷ tiền gửi có kỳ hạn) và lãi liên kết 12,6 tỷ bù phần lớn lãi vay tăng.

2 Casamia Balanca: đã có 136 tỷ tiền khách trả trước và 86 tỷ lãi hỗ trợ phải trả, nhưng chưa bàn giao căn nào; dự án nằm ở công ty con DPG sở hữu 88,89%

Tỷ đồng	01/01/2026	30/09/2026	Đọc thế nào
BĐS dở dang Cồn Tiến (Casamia Balanca), HTK	1.849,5	1.859,4	Chưa kết chuyển giá vốn: chưa bàn giao căn nào
Khách hàng mua BĐS trả trước	52,5	136,2	Lần đầu tách được tiền khách mua BĐS
Chi phí lãi vay hỗ trợ khách mua BĐS (phải trả)	1,0	86,4	Cam kết trả lãi thay khách: giảm biên khi ghi nhận
Chi phí bán hàng BĐS chờ phân bổ	55,8	68,3	Sẽ vào chi phí khi bàn giao
XDCB nhà máy kính	372,0	1.666,0	Chưa chuyển TSCĐ: chưa khấu hao, lãi vẫn vốn hóa

Tỷ đồng	01/01/2026	30/09/2026	Đọc thế nào
XDCB Võng Nhi (khách sạn Casamia Hội An)	487,9	1,1	817,1 tỷ đã chuyển sang TSCĐ
Nợ vay (ngắn + dài hạn)	3.866,3	5.665,8	30/06: 4.808 tỷ
Tiền + tiền gửi có kỳ hạn	809,5	1.061,1	Gồm phần tiền chào bán chưa giải ngân
Vốn chủ sở hữu công ty mẹ	2.226,5	3.067,0	BVPS 25.863 đ/cp

Nguồn: thuyết minh BCTC hợp nhất Q3/2026 (HTK, XDCB, người mua trả trước, chi phí phải trả, chi phí trả trước dài hạn, vay, cấu trúc tập đoàn). Số đầu năm của vay, tiền, VCSH mẹ theo BCĐKT đầu năm. AAS tổng hợp.

- **Chủ đầu tư Cồn Tiến là CTCP Đạt Phương Hội An** (công ty con, DPG sở hữu 88,89%), không phải công ty mẹ như bản 02/10 giả định. 11,1% lợi nhuận BĐS thuộc cổ đông thiểu số.
- **Tín hiệu bán hàng có nhưng còn nhỏ:** tiền khách trả trước tăng 83,7 tỷ trong 9 tháng, chỉ khoảng 11% doanh thu của 100 căn (~1.200 tỷ, kế hoạch DN). Khoản lãi hỗ trợ 86,4 tỷ cộng chi phí bán hàng chờ phân bổ 68,3 tỷ ≈ 155 tỷ sẽ vào chi phí khi bàn giao: mô hình hạ biên ròng BĐS cơ sở từ 30% (gộp) – 3% xuống 20%.
- **Doanh thu BĐS Q3 78,4 tỷ không phải Balanca:** giá vốn 73,0 tỷ khớp phần "giảm khác" 74,4 tỷ của XDCB Cồn Tiến (AAS suy ra), biên gộp 6,9%; hàng tồn kho Balanca không đổi.
- **Nợ vay tăng 858 tỷ trong Q3** lên 5.666 tỷ (nợ ròng ~4.605 tỷ) để trả tiền nhà máy kính (+1.294 tỷ XDCB trong 9 tháng). Dòng tiền kinh doanh Q3 dương 318,4 tỷ, 9 tháng +194,1 tỷ. DPG mua thêm cổ phần Kính Đạt Phương (73% → 80,75%); chênh lệch 4,8 tỷ ghi thẳng LNST chưa phân phối.

3 Theo mảng: xây lắp tạo 98% LN gộp Q3; thủy điện chỉ còn 7,4 tỷ, khách sạn lỗ gộp 9,3 tỷ

Tỷ đồng	DT Q3/2025	DT Q3/2026	LNG Q3/2025	LNG Q3/2026	Biên Q3/2026 (%)
Xây lắp	1.063	1.681	66,5	177,6	10,6
Bán điện	93,1	49,6	52,2	7,4	15,0
Dịch vụ (khách sạn, cho thuê)	20,3	45,0	16,5	−9,3	−20,7
BĐS (Cồn Tiến, từ XDCB)	0,0	78,4	0,0	5,5	7,0
Cộng	**1.176**	**1.854**	**135,2**	**181,2**	**9,8**

Nguồn: thuyết minh VI.1–VI.2 BCTC hợp nhất Q3/2026 (doanh thu, giá vốn theo hoạt động). AAS tính.

Biên gộp xây lắp theo kỳ

Kỳ	Q3/2025	9T/2025	Q4/2025	H1/2026	Q3/2026	9T/2026
Biên gộp xây lắp (%)	6,3	6,9	3,7	6,3	10,6	8,2

Q4/2025 = năm 2025 theo thuyết minh bộ phận BCTC hợp nhất kiểm toán 2025 (DT xây lắp 3.762,6 tỷ, kết quả bộ phận 216,9 tỷ, biên 5,8%) trừ 9T/2025. AAS tính.

- **Biên 10,6% của Q3 là ngoại lệ** so với chuỗi 3,7–6,9% của các kỳ trước. Không có quy luật quý 4 cao hơn: Q4/2025 chỉ 3,7%, thấp hơn 9T/2025 (6,9%). Biên 4 quý gần nhất (Q4/2025–Q3/2026) là 7,0%: mô hình dùng mức này cho Q4/2026 cơ sở (thấp 4,5%, cao 9,0%) và khi định giá chuẩn hóa biên Q3 về 7% (trừ 47,9 tỷ LNST khỏi EPS lõi).

- **Thủy điện 9 tháng** doanh thu 327,7 tỷ (–20%), LN gộp 203,0 tỷ; Q4 là mùa lũ miền Trung nên vẫn là quý lớn nhất của mảng (Q4/2025: 183 tỷ doanh thu điện).

4 Backlog xây lắp ước 8,8 nghìn tỷ đồng cuối Q3 (≈ 1,7 năm doanh thu) sau 5,9 nghìn tỷ ký mới; biên Q3 cao đi cùng chi phí vật liệu chỉ còn 23% doanh thu

DPG không công bố backlog theo quý. AAS dựng lại từ các hợp đồng đã công bố trong năm 2026 và đối chiếu với tiền tạm ứng của từng chủ đầu tư trong thuyết minh người mua trả tiền trước của BCTC Q3/2026.

Gói thầu	Chủ đầu tư	Công bố	Giá trị phần DPG	Tạm ứng 30/09
Cầu Trần Hưng Đạo, dự án thành phần 3 (xây lắp)	Hà Nội	Q1/2026	2.896	–
Cầu vượt Km13+618, ĐSTĐC Hà Nội – Quảng Ninh	VinSpeed	03/2026	175	–
Kết cấu hầm Km17, đường sắt đô thị Phú Quốc tuyến 1	Sun Group	04/2026	216	–
Gói 5 cầu Sông Chanh, ĐT.338 Quảng Ninh	Ban QLDA khu vực II Quảng Ninh	04/2026	302	72,1
Kết cấu cầu Km14, đường sắt đô thị Phú Quốc tuyến 1	Sun Group	06/2026	85,5	–
XL.03 cao tốc Quy Nhơn – Pleiku (42 tháng)	Ban QLDA GT-DD Gia Lai	08/2026	1.320	328,9
Đúc, lao dầm Km0–Km13+499, ĐSTĐC Hà Nội – Quảng Ninh (40% liên danh)	VinSpeed	09/2026	917,6	63,0
Cộng ký mới đã công bố 2026			**5.912**	**464,1**

Nguồn: công bố của DPG và tin đấu thầu (giá trị phần DPG; Trần Hưng Đạo ghi theo giá trị DPG thực hiện); tạm ứng theo thuyết minh 14 BCTC hợp nhất Q3/2026. Tạm ứng Ban QLDA Gia Lai gắn với XL.03 và Ban QLDA khu vực II Quảng Ninh gắn với cầu Sông Chanh là AAS đối chiếu theo địa bàn.

Tỷ đồng	Giá trị
Backlog cuối 2025 (công bố)	6.600
+ Ký mới 9T/2026 (bảng trên)	5.912
– Doanh thu xây lắp 9T/2026 (BCTC)	–3.704
Backlog ước 30/09/2026	**8.808**
Số năm doanh thu xây lắp 4 quý gần nhất (5.065 tỷ)	1,74
Phần còn lại sau Q4/2026F cơ sở (DT XL 1.760 tỷ)	7.048

Backlog cuối 2025 khoảng 6.600 tỷ theo thông tin công khai (DPG không trình bày backlog trong BCTC). Backlog 30/09 là số AAS suy ra, chưa trừ phần thầu phụ ~635 tỷ của XL.03 và chưa gồm phát sinh, điều chỉnh giá.

- **Ký mới 9 tháng đã vượt mục tiêu cả năm 5.000 tỷ** và cao hơn các hợp đồng DPG công bố trong năm 2025 (cầu vượt đê Hữu Hồng 1.221 tỷ, đường nối cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu 761 tỷ, cầu vượt ĐT.495B 709 tỷ là ba gói lớn nhất). Cơ cấu dịch chuyển sang chủ đầu tư tư nhân và đường sắt: VinSpeed và Sun Group chiếm 24% ký mới (không tính Trần Hưng Đạo là 46%).

- **Tạm ứng xác nhận hợp đồng đã chạy:** tạm ứng xây lắp tăng từ 615,4 tỷ (30/06) lên 691,9 tỷ (30/09); riêng Ban QLDA Gia Lai 328,9 tỷ (~25% giá trị XL.03) và VinSpeed 63,0 tỷ. Phải thu Công ty TNHH ĐTPT hạ tầng và đô thị Sông Hồng lên 518,5 tỷ (30/06 là khách trả trước 87,9 tỷ): khối lượng lớn đã nghiệm thu nhưng chưa thu tiền, chưa xác định được thuộc gói nào.
- **Đủ cho Q4 và năm 2027:** sau Q4/2026F cơ sở còn khoảng 7.048 tỷ, gần 1,4 lần doanh thu xây lắp 4 quý gần nhất. Mốc "ký mới năm dưới 3.000 tỷ" ở bản 30/10 đã qua; rủi ro chuyển sang tiến độ giải ngân và biên.

Cấu trúc chi phí xây lắp: vật liệu giảm còn 23% doanh thu, dịch vụ thuê ngoài giữ khoảng 62%

Tỷ đồng	Q3/2025	H1/2026	Q3/2026
Nguyên liệu, vật liệu	484,6	723,9	383,5
Dịch vụ mua ngoài (gồm thầu phụ)	213,6	1.265,9	1.048,5
Nhân công	20,0	61,0	32,1
Khấu hao	35,2	76,6	47,9
Khác	2,2	4,0	4,0
Chênh lệch dở dang, thành phẩm	302,1	−73,4	77,0
Cộng chi phí theo yếu tố	**1.057,7**	**2.058,0**	**1.592,9**
Doanh thu xây lắp	1.062,6	2.022,8	1.681,1
Nguyên vật liệu / DT xây lắp (%)	**45,6**	**35,8**	**22,8**
Dịch vụ mua ngoài / DT xây lắp (%)	20,1	62,6	62,4
Biên gộp xây lắp (%)	**6,3**	**6,3**	**10,6**

Nguồn: thuyết minh chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố BCTC hợp nhất Q3/2026 và BCTC soát xét 6T/2026 (toàn tập đoàn, gồm cả điện, khách sạn); doanh thu và biên xây lắp theo thuyết minh doanh thu, giá vốn. 9T/2025 DPG xếp phần lớn thầu phụ vào "chi phí khác" (1.076 tỷ) và chỉ phân loại lại vào dịch vụ mua ngoài ở BCTC năm, nên tỷ lệ dịch vụ mua ngoài Q3/2025 không so thẳng được. AAS tính.

- **Xu hướng cấu trúc: DPG chuyển dần sang giao thầu phụ.** Nguyên vật liệu DPG tự mua giảm từ 45,6% doanh thu xây lắp (Q3/2025) xuống 35,8% (H1/2026) và 22,8% (Q3/2026); dịch vụ mua ngoài ổn định ~62–63% trong 2026. Riêng H1/2026, DPG trả 1.293 tỷ dịch vụ xây lắp cho hai công ty liên kết Đạt Phương số 1 và số 2 (64% doanh thu xây lắp), phần vật liệu do thầu phụ mua nằm trong giá giao thầu. Biên của DPG vì vậy đi theo chênh lệch giữa giá hợp đồng với chủ đầu tư và giá giao lại cho thầu phụ.
- **Q3: chi phí trực tiếp giảm ở vật liệu, không ở thầu phụ.** Với cùng tỷ lệ của H1, vật liệu Q3 lẽ ra khoảng 602 tỷ, cao hơn thực tế 218 tỷ; LN gộp xây lắp Q3 cao hơn mức biên H1 73 tỷ (4,3 điểm %). Chi phí dở dang xây lắp giảm từ 136,5 xuống 60,4 tỷ trong quý, nên phần biên tăng không đến từ việc giữ chi phí lại trong dở dang.
- **Nguyên nhân 1, giá đầu vào thấp hơn thị trường** (thép, bê tông, xi măng đặt mua hoặc chốt giá từ trước): phù hợp về chiều, vì giá thép xây dựng trong nước năm 2026 cao hơn 2025 (giữa 2025 ~13,4–13,6 nghìn đồng/kg, tháng 5/2026 ~14,9–15,4 nghìn đồng/kg) và các hợp đồng đầu tư công có điều khoản điều chỉnh giá theo chỉ số. Nhưng DPG gần như không giữ tồn kho vật liệu (0,5 tỷ cuối Q3, 0,85 tỷ đầu năm) và trả trước người bán (589,7 tỷ) không có nhà cung cấp vật liệu lớn được nêu tên. Về độ lớn, nếu toàn bộ vật liệu Q3 rẻ hơn thị trường 10% thì lợi thế ~43 tỷ (2,5 điểm %); nếu chỉ thép và bê tông (~60% vật liệu) thì ~26 tỷ (1,5 điểm %). Yếu tố này giải thích được một phần, không phải toàn bộ, mức tăng 4,3 điểm %.

- **Nguyên nhân 2, cơ cấu hạng mục:** nhiều công trình lớn mới khởi công trong 2026 (XL.03 Quy Nhơn – Pleiku, đúc lao dầm VinSpeed, Trần Hưng Đạo) đang ở giai đoạn đầu, có thể có hạng mục ít vật liệu hoặc vật liệu do chủ đầu tư cấp; tỷ trọng chủ đầu tư tư nhân (VinSpeed, Sun Group) tăng. **Nguyên nhân 3, quyết toán, phát sinh, điều chỉnh giá:** ghi tăng doanh thu mà không kèm chi phí tương ứng. BCTC không công bố doanh thu, giá vốn theo công trình nên chưa tách được hai nguyên nhân này.
- **Kết luận:** chưa xác định được nguyên nhân chính. Xu hướng rõ là biên xây lắp biến động mạnh theo quý (3,7% ở Q4/2025, 10,6% ở Q3/2026) khi tỷ trọng thầu phụ cao. Mô hình dùng biên 4 quý gần nhất 7,0% cho Q4/2026 cơ sở và chuẩn hóa Q3 về 7% khi định giá, tức đã loại 3,6 điểm %, lớn hơn mức lợi thế giá đầu vào ước tính ở trên.

5 Q4/2026F: LNST công ty mẹ cơ sở 201 tỷ đồng (+71%), trong đó 85 tỷ từ 50 căn Balanca; không bàn giao căn nào thì còn khoảng 116 tỷ

Tỷ đồng	Q3/2025	Q3/2026	Q4/2025	Q4/2026F (cơ sở)
DT xây lắp	1.063	1.681	1.361	1.760
Biên gộp xây lắp (%)	6,3	10,6	3,7	7,0
LN gộp xây lắp	66,5	177,6	50,2	123,2
DT bán điện	93,1	49,6	183,3	170,0
LN gộp điện	52,2	7,4	–	128,0
LN gộp dịch vụ (khách sạn)	16,5	−9,3	–	−10,0
DT BĐS Balanca (50 căn × 12 tỷ)	0	0	0	600
LNTT BĐS (Q4F: Balanca, biên ròng 20%)	0,0	5,5	0,0	120,0
Doanh thu thuần	**1.176**	**1.854**	**1.639**	**2.575**
Chi phí lãi vay	−29,5	−48,2	−30,3	−58,0
DTTC + liên kết	10,8	38,5	13,0	25,0
QLDN + bán hàng + khác	−17,7	−30,9	−39,5	−33,7
LNTT nhà máy kính (vận hành thử)	0,0	0,0	0,0	0,0
LNTT	**98,7**	**139,3**	**171,1**	**294,5**
Thuế TNDN	−15,4	−34,0	−13,8	−48,7
Thiểu số	−11,2	5,5	−39,6	−44,4
LNST cty mẹ	**72,1**	**110,9**	**117,7**	**201,4**

Q4/2025: BCTC (kho AAS); DT XL Q4/2025 = năm − 9T; biên XL Q4/2025 3,7% (năm theo BCTC kiểm toán 2025 trừ 9T); DT điện Q4/2025 = 592 tỷ cả năm − 408,8 tỷ 9T. Q4/2026F: mô hình AAS, kịch bản cơ sở.

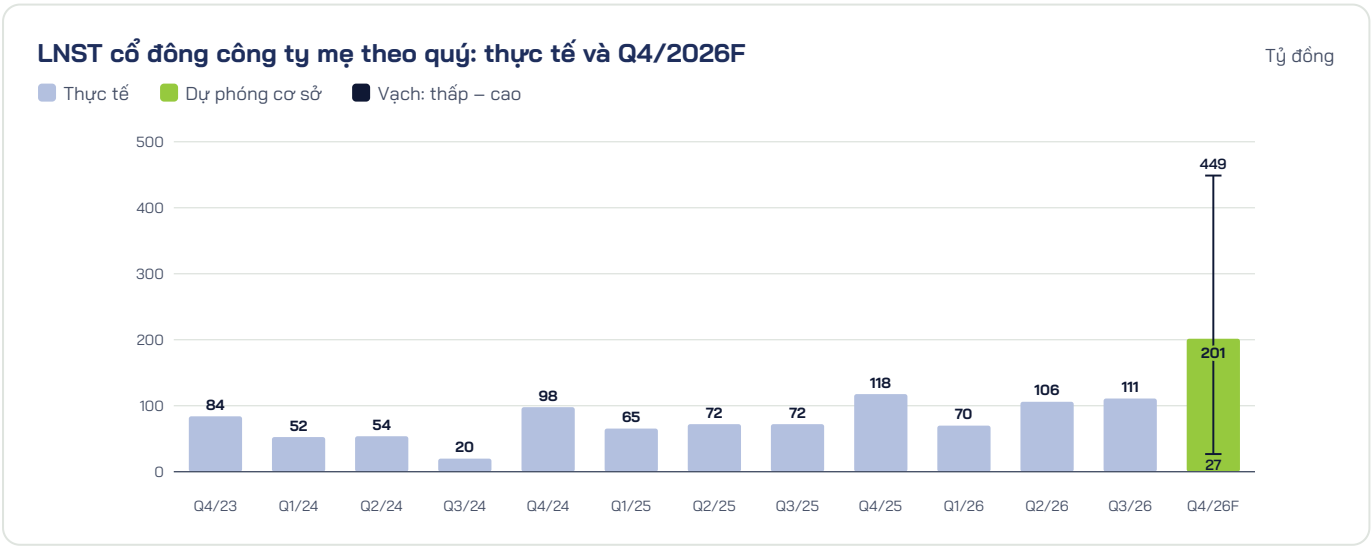
- **Giả định chính (cơ sở):** DT xây lắp 1.760 tỷ (Q4/2025: 1.361 tỷ; backlog ước 8,8 nghìn tỷ cuối Q3), biên XL 7,0% (bằng biên 4 quý gần nhất); DT điện 170 tỷ mùa lũ, chi phí cố định nhà máy ~42 tỷ/quý; lãi vay 58 tỷ (dư nợ 5.666 tỷ, khách sạn đã thôi vốn hóa); không có lỗ kính (vận hành Q2/2027, lãi vẫn vốn hóa); thuế 15%.

- **Balanca:** 50 căn × 12 tỷ, biên ròng 20% sau lãi hỗ trợ và chi phí bán hàng, thuế 20%, DPG hưởng 88,89% → 85,3 tỷ. Mỗi căn ≈ 1,71 tỷ LNST công ty mẹ (bản 02/10: 2,59 tỷ).
- **Năm 2026:** cơ sở 488 tỷ (+49%), gần như không đổi so với bản 02/10 (485 tỷ) nhưng cơ cấu khác: lõi xây lắp – thủy điện lên ~399 tỷ, BĐS xuống 89 tỷ. Kịch bản thấp 313 tỷ ≈ năm 2025.

Ba kịch bản Q4 và năm 2026

Kịch bản	Thấp	Cơ sở	Cao
Căn Balanca bàn giao Q4	0	50	100
DT xây lắp Q4 (tỷ đồng)	1.450	1.760	2.100
Biên gộp xây lắp Q4 (%)	4,5	7,0	9,0
DT bán điện Q4 (tỷ đồng)	130	170	200
Lãi vay Q4 (tỷ đồng)	62	58	52
LNTT kính Q4 (tỷ đồng)	−5	0	0
LNST cty mẹ Q4 lõi	26,7	116,0	209,8
LNST cty mẹ Q4 từ BĐS	0,0	85,3	238,9
LNST cty mẹ Q4/2026F	**26,7**	**201,4**	**448,8**
So cùng kỳ	−77%	+71%	+281%
LNST cty mẹ 2026F (9T thực tế + Q4F)	**313,3**	**488,0**	**735,3**
So 2025 (327,1 tỷ)	−4%	+49%	+125%
EPS 2026F (đ/cp)	2.642	4.115	6.201

9T/2026 thực tế: LNST công ty mẹ 286,6 tỷ đồng (6T theo BCTC soát xét). AAS tính.



Q2/2026 theo BCTC soát xét. Nguồn: BCTC DPG (kho AAS), mô hình AAS.

Thay đổi so với bản 02/10

Chỉ tiêu	Bản 02/10	Bản 04/11	Chênh lệch	Lý do
LNST cty mẹ Q3/2026	61,7	110,9	+49,2	Thay bằng BCTC
LNST cty mẹ Q4/2026 lõi	113,0	116,0	+3,1	Biên XL Q4 7% thay vì 6,1%; lãi vay 58 thay vì 48; bỏ lỗ kính (vận hành Q2/2027)
LNST cty mẹ Q4/2026 từ BĐS	129,6	85,3	−44,3	Biên ròng 20% (trừ lãi hỗ trợ); 88,89% thuộc DPG
LNST cty mẹ Q4/2026	**242,6**	**201,4**	**−41,2**	
LNST cty mẹ 2026 (cơ sở)	**484,8**	**488,0**	**+3,1**	**Q3 cao hơn, Q4 thấp hơn**
LNST cty mẹ 2026 thấp / cao	281 / 830	313 / 735		Dải hẹp lại sau 9 tháng thực tế
Giá trị hợp lý (nghìn đồng)	32,6	31,4	−1,2	EPS lõi cao hơn, BĐS/CP thấp hơn

Bản 02/10: báo cáo DPG AAS Research 02/10/2026, kịch bản cơ sở. AAS tính.

6 Nhà máy kính: đã giải ngân 76% vốn, doanh thu từ Q2/2027; lợi thế cạnh tranh nằm ở thị trường Mỹ, bán trong nước biên thấp; hòa vốn cần biên gộp ~13%

Thời điểm	XDCB dự án kính (tỷ đồng)	Giải ngân trong kỳ	% TMĐT 2.200 tỷ
01/01/2026	372,0	–	17
30/06/2026	1.181,7	+809,7 (6 tháng, ~405/quý)	54
30/09/2026	1.666,0	+484,4 (Q3)	**76**
Còn lại	534,0	~1–1,5 quý theo tốc độ Q3	

Nguồn: thuyết minh XDCB dở dang BCTC hợp nhất Q3/2026 và BCTC soát xét 6T/2026; tổng mức đầu tư và tiến độ theo thuyết minh BCTC soát xét 6T/2026. AAS tính.

- **Mốc vận hành: Q2/2027, không phải 10/2026.** ĐHĐCĐ 04/2026 nêu đốt lò tháng 8, vận hành tháng 10/2026, doanh thu kính 2026 ~266 tỷ, lỗ ~39 tỷ. BCTC soát xét lập 25/08/2026 ghi "tiến độ xây dựng từ Quý II/2025 đến Quý I/2027, đưa vào hoạt động dự kiến Quý II/2027". Đến 30/09 dự án vẫn ở XDCB, chưa khấu hao, lãi vay vẫn vốn hóa. Mô hình bỏ lỗ kính Q4/2026 (bản 30/10 trừ 15 tỷ) và đưa vào năm 2027.
- **Lùi mốc nhiều khả năng một phần do giá kính:** giữa hai lần công bố (04/2026 và 08/2026), giá kính 2 mm tại Trung Quốc chạm đáy lịch sử 8,25 NDT/m² (05–06/2026), Xinyi cảnh báo lỗ (07/2026), Flat lỗ H1/2026. Nhưng giải ngân Q3 vẫn nhanh hơn (484 tỷ so với ~405 tỷ/quý ở H1), nên DPG không cắt vốn mà hoãn đốt lò. Lò kính đã đốt phải chạy liên tục nhiều năm, chạy khi chưa có khách xuất khẩu là chịu lỗ; chờ khách Mỹ thử nghiệm xong (2027) là hợp lý. DN chưa công bố lý do lùi mốc: đây là AAS suy luận.
- **Công nghệ Trung Quốc:** dây chuyền 45 triệu USD của Tập đoàn Khải Thịnh (thuộc hệ CNBM, Trung Quốc); BCTC ghi nhà cung cấp "Công ty TNHH Công trình Quốc tế VLXD Trung Quốc": trả trước 187,4 tỷ đầu năm đã về 0, phải trả 181,9 tỷ cuối Q3, tức thiết bị đã giao. DPG sở hữu 80,75%; chủ sở hữu 19,25% còn lại chưa được công bố.

Ứng dụng và nơi tiêu thụ

Ứng dụng	Thị trường	Đánh giá với DPG
Kính mặt trước tấm pin (2,0–3,2 mm, phủ chống phản xạ, cường lực)	Nhà máy module trong nước (đa số vốn Trung Quốc) và xuất khẩu	Sản lượng chính; giá theo Trung Quốc nếu bán trong nước
Kính mặt sau tấm pin hai mặt kính (2,0 mm)	Như trên; xu hướng chính của module hai mặt	Cần dây chuyền mỏng, tỷ lệ thành phẩm thấp lúc đầu
Kính xây dựng, trang trí hoa văn (vách, cửa, nội thất)	Nội địa (kế hoạch ~3 triệu m²)	Thị trường nhỏ, cạnh tranh hàng nhập; giúp lấp công suất
Tích hợp mái/mặt dựng (BIPV), collector nhiệt mặt trời, nhà kính nông nghiệp	Ngách, tiêu chuẩn cao	Giá tốt nhưng sản lượng nhỏ, cần chứng nhận riêng

Nguồn: công bố của DPG (cơ cấu sản phẩm 3 triệu m² kính xây dựng + 2,2 triệu m² kính quang năng, ĐHĐCĐ 2026); AAS tổng hợp.

- **Thị trường trong nước: biên phụ thuộc giá Trung Quốc.** Khách hàng là các nhà máy module ở Việt Nam, đa số vốn Trung Quốc, mua theo giá Trung Quốc. Đối thủ trực tiếp là Flat Việt Nam (Hải Phòng, công ty con Flat Group, thiết kế 2 lò × 1.000 tấn/ngày, gấp khoảng 5 lần lò 400 tấn/ngày của DPG). Đơn hàng module Việt Nam sang Mỹ đã giảm mạnh sau thuế chống trợ cấp tới 542,6% (2025).
- **Thị trường Mỹ: lợi thế cạnh tranh rõ nhất, chưa thành hợp đồng.** Mỹ có ~65 GW công suất module nhưng kính cán hoa siêu trắng sản xuất trong nước gần như chưa có (nhà máy đầu tiên, Stewart Glass, 150 tấn/ngày từ mùa xuân 2026). Quy định FEOC áp từ 01/01/2026 khiến nhà sản xuất module Mỹ cần kính không do doanh nghiệp liên quan Trung Quốc làm ra. DPG (Việt Nam sở hữu 80,75%) có lợi thế so với Flat Việt Nam, Xinyi Malaysia (vốn Trung Quốc). Rào cản: mới có biên bản ghi nhớ, thử nghiệm sản phẩm đến 2027, thuế đối ứng của Mỹ với hàng Việt Nam, và hướng dẫn FEOC về kiểm soát qua hợp đồng công nghệ chưa ban hành.
- **Ấn Độ và châu Âu:** Ấn Độ áp thuế chống bán phá giá lên kính quang năng Trung Quốc và Việt Nam (12/2024, đến 12/2029); châu Âu sản xuất module ít, mua theo giá Trung Quốc.

Biên lợi nhuận theo thông lệ quốc tế

Doanh nghiệp	Chỉ tiêu	2024	2025	Gần nhất
Xinyi Solar (Trung Quốc, lớn nhất thế giới)	Biên gộp kính quang năng	9,7%	14,1%	10,9% (H1/2026, toàn tập đoàn)
Flat Glass (Trung Quốc, thứ hai)	Biên gộp kính quang năng	15,6%	16,1%	6,7% (H1/2026); lỗ ròng 363 triệu NDT
Borosil Renewables (Ấn Độ, được bảo hộ)	Biên EBITDA	16,3% (FY2025)	32% (FY2026)	30,4% (quý gần nhất)

Nguồn: kết quả kinh doanh công bố của Xinyi Solar, Flat Glass Group, Borosil Renewables (Borosil theo năm tài chính kết thúc tháng 3). Giá kính 2 mm tại Trung Quốc H1/2026 bình quân 9,54 NDT/m² (–25,5%). Borosil: giá bán tăng từ 113,4 lên 146,7 rupee/mm sau thuế chống bán phá giá. AAS tổng hợp.

- **Hàm ý:** doanh nghiệp đầu ngành, quy mô lớn nhất, có cát và năng lượng rẻ chỉ lãi gộp 7–14% khi bán theo giá Trung Quốc ở đáy chu kỳ. Chỉ trong thị trường có hàng rào thuế với kính Trung Quốc (Ấn Độ), nhà sản xuất ngoài Trung Quốc mới đạt EBITDA 30%+. Với DPG, giá xuất Mỹ là biến quyết định, không phải sản lượng: 2,2 triệu m² kính quang năng chỉ đủ cho khoảng 0,25–0,5 GW module, rất nhỏ so với nhu cầu Mỹ.

Hòa vốn mảng kính

Kịch bản kính (năm, tỷ đồng)	Doanh thu	Biên gộp (%)	LNTT kính	LNST thuộc DPG	Đ/cp
2027: nâng công suất, bán nội địa	700	8,0	−76	−61	−514
Đủ công suất, giá theo Trung Quốc	1.200	10,0	−34	−27	−232
Hòa vốn	**1.200**	**12,8**	**0**	**0**	**0**
Đủ công suất, xuất Mỹ có giá cao hơn	1.200	20,0	86	56	468
Như Borosil (thị trường được bảo hộ)	1.200	25,0	146	94	795

Giả định AAS: chi phí bán hàng, quản lý 4,5% doanh thu; lãi vay ~100 tỷ/năm (hạn mức vay dự án 1.540 tỷ, ~7%/năm); khấu hao ~80 tỷ/năm nằm trong giá vốn; lỗ không có lá chắn thuế; DPG hưởng 80,75%. Doanh thu đủ công suất 1.200 tỷ theo kỳ vọng DN.

- **Hòa vốn ở biên gộp ~12,8%**, cao hơn biên hiện tại của Xinyi và Flat. Năm 2027 (vận hành từ Q2, nâng công suất, bán chủ yếu trong nước) nhiều khả năng lỗ khoảng 61 tỷ phần DPG (~514 đ/cp, ~15% LNST lõi 2026). Mục tiêu có lãi từ 2027 của DN phụ thuộc vào hợp đồng xuất khẩu chưa ký.
- **Kể cả khi xuất Mỹ được giá tốt** (biên 20%), lãi phần DPG chỉ ~56 tỷ/năm, lợi nhuận trước lãi vay ~8,5%/năm trên 2.200 tỷ vốn: xấp xỉ chi phí vốn. Kính không phải động lực định giá; định giá giữ nhà máy kính bằng 0 trong P/E lõi và theo giá trị sổ sách trong P/B.

7 Định giá: giá trị hợp lý 31,4 nghìn đồng (+2%); P/B 1,19 lần, phân vị 11% từ 2018

Kịch bản	LNST mẹ 2026F	EPS lõi chuẩn hóa	P/E	BĐS/CP*	V1	BVPS 2026F	P/B	V2	50/50	So giá
Thấp	313	2.205	8x	1.197	18,8	26.088	0,8x	20,9	**19,9**	−36%
Cơ sở	**488**	**2.958**	**10x**	**2.978**	**32,6**	**27.561**	**1,1x**	**30,3**	**31,4**	**+2%**
Cao	735	4.153	12x	5.583	55,4	29.647	1,4x	41,5	**48,5**	+57%

*BĐS/CP = LN BĐS 2026 (một lần, không nhân P/E) + giá trị hiện tại phần Balanca còn lại (cách tính bản 02/10, điều chỉnh biên ròng mới và tỷ lệ 88,89%). EPS lõi chuẩn hóa: bỏ LN BĐS và đưa biên XL Q3 về 7%. V2: P/B hợp lý theo ROE như bản 02/10. Số cổ phiếu 118,59 triệu. AAS tính.

- **Phương pháp giữ như bản 02/10** (50% P/E lõi + BĐS/CP, 50% P/B). Giá trị hợp lý gần như không đổi (31,4 so với 32,6 nghìn đồng): EPS lõi chuẩn hóa tăng từ 2.995 lên 2.958 đ/cp, bù cho BĐS/CP giảm từ 4.900 xuống 2.978 đ/cp.
- **Định giá hiện tại:** P/E trượt 9,1 lần (phân vị 37% từ 2018), P/B 1,19 lần so với trung vị từ 2023 là 1,62 lần; z-score P/B 3 năm −1,64.
- **Điều kiện ở bản 02/10:** tín hiệu tiền khách mua Balanca đã xuất hiện (136 tỷ) nhưng còn nhỏ; lãi vay Q3 48,2 tỷ vượt ngưỡng 45 tỷ, biên XL 10,6% vượt xa ngưỡng 5%; điều kiện hạ về THEO DÕI (lãi vay > 50 tỷ và biên < 5%) không xảy ra.

Mốc kiểm chứng

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa với dự phóng
Công bố bàn giao Balanca đợt đầu	T11–12/2026	≥ 50 căn trong 2026	Xác nhận kịch bản cơ sở; < 25 căn đưa năm về ~450 tỷ

Mốc	Thời điểm	Ngưỡng	Ý nghĩa với dự phóng
Nhà máy kính chuyển vận hành	Q1–Q2/2027	Chuyển XDCB (~2.200 tỷ) sang TSCĐ	Khấu hao ~20 tỷ/quý, lãi vay thôi vốn hóa; 2027 lỗ
Hợp đồng bao tiêu kính với khách Mỹ	2027	Thay biên bản ghi nhớ bằng hợp đồng	Điều kiện duy nhất để kính có lãi
Sản lượng thủy điện mùa lũ	T10–12/2026	DT điện Q4 < 130 tỷ	Về kịch bản thấp; thiếu số giảm theo
Gói tiếp theo ĐSTĐC Hà Nội – Quảng Ninh	Đến 2027	Ký thêm ≥ 1.000 tỷ	Backlog giữ trên 9 nghìn tỷ sang 2027
Thu tiền phải thu Sông Hồng	Q4/2026	Còn > 518 tỷ cuối năm	Vốn lưu động căng, nợ vay tăng thêm
BCTC hợp nhất Q4/2026	Cuối T1/2027	Biên XL Q4 < 5%; NVL/DT XL > 30%	Biên Q3 là một lần; xem lại khuyến nghị

AAS tổng hợp.

KHUYẾN NGHỊ

NẮM GIỮ. Q3 vượt xa dự phóng nhờ xây lắp (biên 10,6%), nhưng phần vượt khó lặp lại và Casamia Balanca vẫn chưa bàn giao căn nào. Backlog ước khoảng 8,8 nghìn tỷ đồng cuối Q3 (≈ 1,7 năm doanh thu xây lắp) giữ nền doanh thu 2027. Giá 30,90 nghìn đồng đã tăng 16% từ bản 02/10 và chỉ thấp hơn giá trị hợp lý 31,4 nghìn đồng khoảng 2%. Giữ phần đã tích lũy; mua thêm khi giá ≤ 26 nghìn đồng (P/B ~1,0 lần); chốt lời một nửa ở 35–36 nghìn đồng (P/B 1,35–1,4 lần). Nâng lên MUA khi DPG công bố bàn giao đợt đầu Balanca; hạ về THEO DÕI nếu Balanca lùi sang 2027 và biên xây lắp Q4 dưới 5%.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 04/11/2026, 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 cân 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.