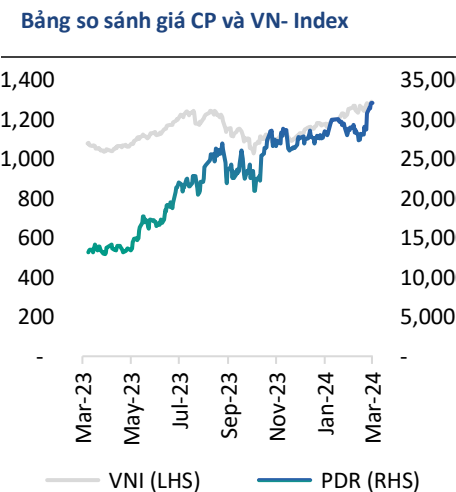


Ngành: Bất động sản | BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ		THEO DÕI	CTCP PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN PHÁT ĐẠT (HSX: PDR)		
			2024 ĐÁNH DẤU THỜI ĐIỂM ĐẢO CHIỀU		
Giá hiện tại:	32,850	Ngày viết báo cáo:	02/04/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	2,272	Nguyễn Văn Đạt	42.9%
Giá mục tiêu mới:	35,100	Vốn hóa (tỷ VND)	24,270	Phát Đạt Holdings	10.1%
Tỷ suất cổ tức		Thanh khoản bình quân:	12,319,100		
Tiềm năng tăng giá	+6.8%	Sở hữu nước ngoài	7.25%		

Bộ phận Research:
Lâm Việt
(Bất động sản, KCN)
vietl@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ
BSC khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PDR ở thời điểm hiện tại với giá mục tiêu **35,100 VNĐ/CP (upside +6.8%)** theo phương pháp định giá RNAV cho các dự án có khả năng triển khai rõ ràng trong 5 năm tới và phương pháp P/B cho các dự khác với P/B mục tiêu = 1.8x tương đương với trung bình ngành BĐS hiện tại. PDR đang giao dịch tại P/B 2024F=2.0x – phù hợp với giai đoạn phục hồi của ngành BĐS.

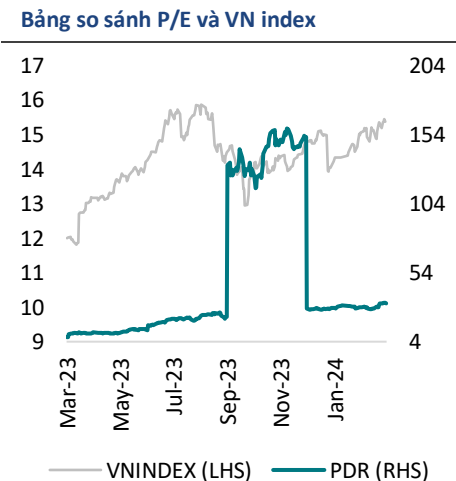


DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự báo KQKD năm 2024 hoàn toàn được dẫn dắt bởi mảng kinh doanh cốt lõi. Theo đó, doanh thu thuần đạt 2,656 tỷ VND (+330% YoY) đến từ bàn giao các sản phẩm đất nền tại Bắc Hà Thanh. LNST-CĐTS năm 2024 từ mảng kinh doanh cốt lõi của PDR sẽ ghi nhận điểm đảo chiều đạt 665 tỷ VND (-3% YoY) so với lỗ ròng -262 tỷ VND nếu loại trừ các thu nhập bất thường từ thoái vốn trong năm 2023.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Chúng tôi kỳ vọng 2024 sẽ là thời điểm đảo chiều của PDR** nhờ thành quả của giai đoạn tái cấu trúc toàn diện về (1) tài chính: không còn dư nợ trái phiếu, Nợ/VCSH=33% so với mức 57% trung bình ngành và nợ vay đáo hạn 2 năm tới không đáng kể, (2) hoạt động kinh doanh cốt lõi: dịch chuyển sang mô hình bán lẻ, pháp lý dự án hoàn thiện cho phép DN tiếp cận vốn vay ngân hàng, tập trung các sản phẩm đáp ứng nhu cầu ở thực trong 3 năm tới tạo nguồn lực cho các dự án du lịch.
- Triển vọng lợi nhuận và dòng tiền từ triển khai dự án dẫn dắt câu chuyện chuyển mình mạnh mẽ.** Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST-CĐTS lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng 137.4% CAGR và 38.7% CAGR trong giai đoạn 2023-2026 với điểm rơi bàn giao Bắc Hà Thanh vào 2024, Bình Dương Tower, Cadia Quy Nhơn vào 2025-2026 và Hàn Riverside, Serenity Phước Hải bắt đầu từ năm 2026. Dựa trên danh mục hiện tại, các dự án du lịch sẽ là yếu tố dẫn dắt chính cho tăng trưởng của doanh nghiệp cho giai đoạn sau 2026 nhờ (1) nguồn vốn đã tích lũy, (2) ngành BĐS nói chung bước vào pha mở rộng của chu kỳ và (3) ngành du lịch được chú trọng phát triển.



RỦI RO

- Rủi ro về pháp lý đối với các sản phẩm condotel chưa được hoàn thiện sẽ ảnh hưởng khả năng hấp thụ dự án
- Mình chứng năng lực tự triển khai xây dựng trong các 5 năm gần nhất còn hạn chế

Chỉ số	2023	2024F	2025F	2026F	KQKD	2023	2024F	2025F	2026F
PE (x)	36.4	44.2	22.0	17.2	Doanh thu thuần	618	2,656	8,193	8,262
PB (x)	2.55	2.11	1.89	1.66	Lợi nhuận gộp	544	1,435	3,029	3,494
P/S (x)	39.3	9.1	3.0	2.9	Lợi nhuận sau thuế	684	665	1,339	1,704
ROE (%)	7.1%	5.7%	10.2%	11.3%	EPS	903	743	1,495	1,903
ROA (%)	3.2%	2.9%	5.2%	6.3%	Tăng trưởng EPS	-45%	-18%	101%	27%

I. CẬP NHẬT KQKD – Thu nhập bất thường từ 2 giao dịch thoái vốn tại Astral City và mảng KCN hỗ trợ lợi nhuận năm 2023.

Kết thúc năm 2023, doanh thu thuần đạt 618 tỷ VND (-59% YoY) chủ yếu đến từ ghi nhận chuyển nhượng đất nền tại Phân khu 4, Nhon Hội Newcity trong khi lãi thuần từ HĐKD (EBIT) đạt 330 tỷ VND (-66% YoY) không đủ bù đắp chi phí tài chính -402 tỷ VND. Tuy nhiên, **LNST-CĐTS cả năm 2023 đạt 684 tỷ VND (-40% YoY)** được hỗ trợ bởi 946 tỷ VND thu nhập bất thường từ 2 giao dịch thoái vốn hoàn toàn tại CTCP Đầu tư và Phát triển KCN Phát Đạt và CTCP Địa ốc Sài Gòn – KL (chủ đầu tư dự án Astral City). Nếu loại trừ các khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn trong năm 2022 và 2023, PDR lần lượt ghi nhận lỗ ròng -226 tỷ VND và -262 tỷ VND.

Trong năm 2023, bên cạnh chuyển nhượng dự án không trọng điểm Astral City, doanh nghiệp đã thoái vốn hoàn toàn 99.8% khỏi CTCP Đầu tư và Phát triển KCN Phát Đạt (đã thu 441/1,413 tỷ VND, lãi từ thoái vốn 415 tỷ VND) và mất quyền kiểm soát từ 51% còn 27% tại PhatDat Realty (mảng môi giới, bán lẻ BĐS) khi gần như không tham gia góp vốn phát hành thêm.

Tóm tắt KQKD 2023

Đơn vị: Tỷ VND	2020A	2021	2022	2023
Doanh thu	3,911	3,620	1,505	618
% YoY	15%	-7%	-58%	-59%
Giá vốn hàng bán	(2,089)	(857)	(227)	(74)
Lợi nhuận gộp	1,822	2,763	1,277	544
Chi phí bán hàng	(118)	(18)	(26)	(14)
Chi phí QLDN	(130)	(221)	(275)	(199)
EBIT	1,574	2,525	977	330
Doanh thu tài chính	6	7	1,372	954
Chi phí tài chính	(31)	(163)	(760)	(402)
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	-	(0)	(0)	(23)
LN trước thuế	1,540	2,344	1,482	889
Thuế TNDN	(320)	(484)	(322)	(207)
Lợi nhuận sau thuế	1,220	1,861	1,161	682
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(4)	23	(2)
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,220	1,865	1,137	684
% YoY	40%	53%	-39%	-40%
EPS cơ bản (đồng)	3,003	3,690	1,651	903
Biên LNG	47%	76%	85%	88%
Biên LN ròng	31%	51%	77%	110%
ROE	23%	23%	13%	7%

Nguồn: PDR, BSC Research

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ - 2024 đánh dấu điểm đảo chiều nhờ thành quả của tái cấu trúc toàn diện về tài chính và mô hình kinh doanh, trong khi triển vọng lợi nhuận và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh cốt lõi tái khẳng định bước chuyển mình mạnh mẽ

Nhìn lại hai pha suy thoái của chu kỳ bất động sản gần nhất, PDR luôn là một trong những doanh nghiệp BĐS nổi bật thực hiện quyết liệt tái cấu trúc doanh nghiệp để thích ứng với điều kiện thị trường, đa dạng hóa danh mục để hạn chế rủi ro và cho phép PDR có sự chủ động khi thị trường hồi phục. Chúng tôi tin rằng PDR sẽ là một trong những chủ đầu tư đủ khả năng nắm bắt thời điểm phục hồi của thị trường BĐS và tăng trưởng lợi nhuận được đảm bảo trong vòng 5 năm tới nhờ quỹ đất đang sở hữu hiện tại hơn 200ha đất sạch tại các tỉnh du lịch biển và 4.5ha tại Bình Dương.

1. MÔ HÌNH KINH DOANH QUAY VỀ TRỌNG TÂM

Tập trung phát triển BĐS thương mại. Cho giai đoạn tái cấu trúc toàn diện, PDR quyết định không duy trì mô hình tập đoàn đa ngành, thoái vốn mảng KCN và giữ vai trò tập trung vào triển khai các dự án bất động sản thương mại trong hệ sinh thái của Phát Đạt Holdings. Các dự án đáp ứng nhu cầu ở thực như KDC kết hợp chỉnh trang đô thị Bắc Hà Thanh (Bình Định) và Bình Dương Tower sẽ là 2 dự án trọng điểm trong 3 năm tới, giúp doanh nghiệp tích lũy nguồn lực để triển khai các dự án du lịch tiếp theo.

Năng lực hoàn thiện pháp lý được chú trọng khi hầu hết các dự án hiện tại trong danh mục đều thông qua đấu giá, đấu thầu lựa chọn nhà đầu tư. Các dự án đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý chủ yếu vẫn đang chờ phê duyệt quy hoạch 1/500. Luật Đất đai 2024 vừa được ban hành đã quy định rõ về quy trình, trách nhiệm, thời gian trong việc chuẩn bị và lập quy hoạch các cấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng bước pháp lý trên sẽ sớm được hoàn thiện và mang lại một lợi thế cho PDR khi có sự chủ động về thời gian triển khai dự án khi thị trường bắt đầu hồi phục, bước vào một chu kỳ mới.

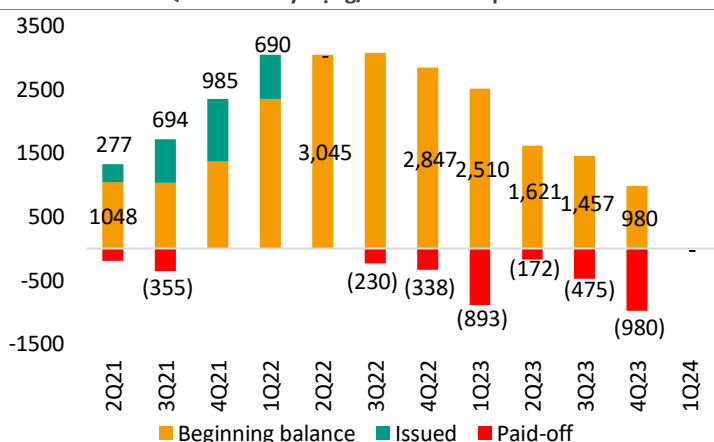
Chiến lược tiếp cận quỹ đất theo từng thời kỳ						
Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	Tỷ lệ sở hữu	Nguồn gốc đất	Loại sản phẩm	Tình trạng pháp lý
Dự án đang triển khai						
Bình Dương Tower	Bình Dương	44,677	99.9%	Đấu thầu	Căn hộ, Nhà phố	Đã có GPXD trong 4Q23, đã bắt đầu khởi công từ T1/2024 và dự kiến đủ điều kiện mở bán trong 4Q24
Cadia Quy Nhơn	Bình Định	5,264	94%	Đấu giá	Condotel, hotel	Đang triển khai xây dựng phần móng, cọc và dự kiến mở bán từ 2025.
KDC Bắc Hà Thanh	Bình Định	431,605	100%	Đấu giá	Đất nền	Đã được giao đất GĐ 1, đang triển khai san lấp mặt bằng, dự kiến đủ điều kiện mở bán trong 2Q24
PK 9, KĐT du lịch Nhơn Hội	Bình Định	46,593	49%	Đấu giá	Căn hộ	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
Dự án đang trong quá trình hoàn thiện pháp lý						
Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	55,570	99%	Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu giá)	Condotel, Nhà phố	Đang xác định nghĩa vụ tài chính và điều chỉnh quy hoạch 1/500
Poulo Condo	Vũng Tàu	120,000	100%	Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu giá)	Condotel, khách sạn, biệt thự	Đã có quy hoạch 1/500, Đang điều chỉnh CTĐT và xin GPXD
Tropicana Long Hải	Vũng Tàu	99,675	100%	Mua quỹ đất sạch (đã GPMB)	Condotel. Nhà phố	Đang điều chỉnh quy hoạch chung thị trấn Phước Hải
223 Trần Phú	Đà Nẵng	2,735	99%	Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu thầu)	Khách sạn, căn hộ	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
Hàn Riverside	Đà Nẵng	5,953	99%	Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu thầu)	Condotel	Đã có chủ trương đầu tư, Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
KDL sinh thái Đoàn Ánh Dương	Phú Quốc	406,100	N/A	Hợp tác đầu tư	Khách sạn, resort, bungalow	Đã có quy hoạch 1/500 Đang chuyển MĐSDĐ
KDC làng nghề Hàm Ninh	Phú Quốc	796,900	99%	N/A	Các sản phẩm thấp tầng	Đã có quy hoạch 1/2000, Đang lập quy hoạch 1/500
Các dự án BT						
TT TDDT Phan Đình Phùng	Quận 1, HCMC		49%	-	Xây dựng - Chuyển giao	Cơ quan quản lý đang xác định quỹ đất để thanh toán cho chủ đầu tư
Hạ tầng kỹ thuật nội bộ Khu cổ đại	Quận 9, HCMC		100%	-	Xây dựng - Chuyển giao	

Hướng đến mô hình bán lẻ, hạn chế rủi ro đối tác và gia tăng định vị thương hiệu. Trong giai đoạn 2019-2022, PDR chủ yếu tham gia vào quá trình đấu giá đấu thầu để nhận được quỹ đất, triển khai hạ tầng và bán sỉ cho đối tác phân phối độc quyền Danh Khôi Holdings tiếp tục triển khai, bán hàng như tại KĐT du lịch sinh thái Nhơn Hội và Astral City. Rủi ro đối tác bắt đầu hiện rõ khi thị trường BĐS “đóng băng”, các doanh nghiệp môi giới cũng gặp các rủi ro tương tự và trầm trọng hơn về dòng tiền. Tại thời điểm cuối 2023, các khoản phải thu của nhóm DN liên quan Danh Khôi Holdings lên đến 3,043 tỷ VND (55.5% đến từ dự án Nhơn Hội, 44.5% đến từ chuyển nhượng Astral City và vốn góp tại CTCP Sài Gòn – KL). **PDR đã cân nhắc mô hình kinh doanh này và thành lập Realty Holdings với vai trò chủ động phát triển hệ thống phân phối và phát triển sàn phân phối nội bộ cho chu kỳ bán hàng mới từ 2024.**

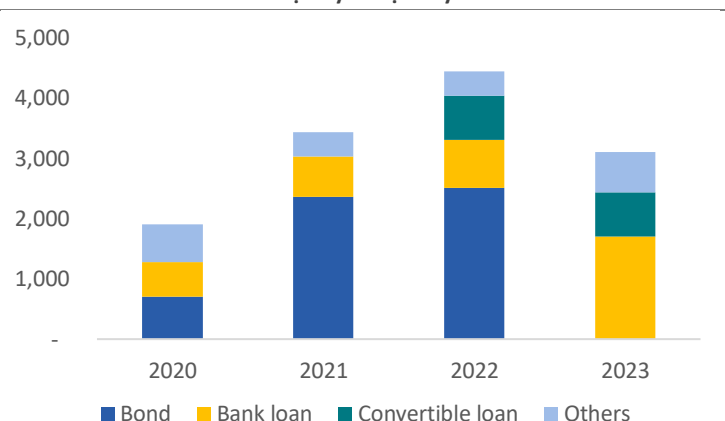
2. GIA CỐ NỀN TẢNG TÀI CHÍNH

Đưa dư nợ trái phiếu về 0 và cấu trúc nợ vay dần xoay chuyển sang tín dụng ngân hàng. Tại thời điểm cuối năm 2022, tổng nợ vay ở mức 4,440 tỷ VND (Nợ/VCSH = 54%) hầu hết đều được đảm bảo bằng cổ phiếu PDR với dư nợ trái phiếu là 2,510 tỷ VND chiếm 56.5% tổng dư nợ. Trong bối cảnh đóng băng của thị trường BĐS và diễn biến tiêu cực giá cổ phiếu năm 2022, PDR đã bổ sung TSDB gồm các tài sản bất động sản thuộc công ty (tại Vũng Tàu, Quảng Ngãi, Bình Định) và tài sản thuộc công ty liên quan ban lãnh đạo (dự án 239 CMT8, Q3, TP HCM của AKYN) trước khi thanh lý một số dự án để giúp doanh nghiệp tắt toán trái phiếu đáo hạn. Theo đó, tổng dư nợ vay tại cuối năm 2023 còn 3,105 tỷ VND (giảm -30% tương đương -1,335 tỷ VND so với đầu năm), trong đó cơ cấu nợ vay chuyển từ trái phiếu (từ 56.5% năm 2022 còn 0%) sang vay ngân hàng (từ 18% năm 2022 lên 54.6%).

Quá trình huy động/tất toán trái phiếu



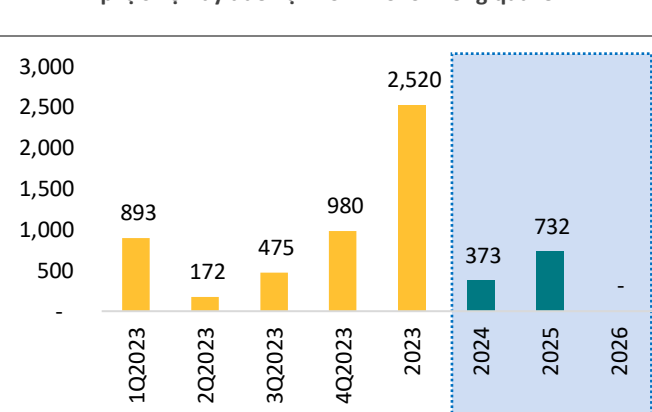
Cấu trúc nợ vay có sự thay đổi



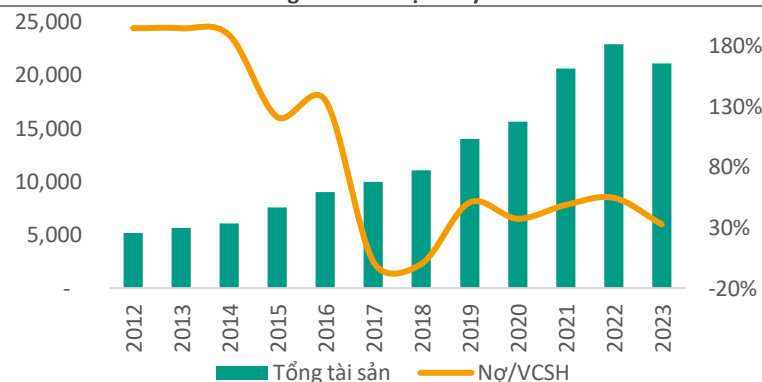
Nguồn: PDR, BSC Research

Song song với việc tắt toán toàn bộ nợ trái phiếu, **bảng cân đối kế toán ghi nhận sự cải thiện rõ nét, tạo dự địa tiếp cận vốn vay ngân hàng để triển khai dự án** nhờ (1) tỷ lệ đòn bẩy Nợ/VCSH = 33% thấp hơn trung bình ngành 57%, (2) hồ sơ tín dụng tốt, (3) nợ đáo hạn trong 3 năm tới không còn quá áp lực và (4) pháp lý dự án chính chu đảm bảo đủ điều kiện làm TSDB. Nhìn chung, cơ cấu tài sản có sự thay đổi một phần nhờ công tác thu hồi công nợ trong 1H2023 bao gồm (1) 870 tỷ VND từ Danh Khôi Holdings, (2) 956 tỷ VND từ 2 cá nhân Nguyễn Huy Lễ và Phạm Ngọc Dũng. Chúng tôi kỳ vọng việc thu hồi các khoản công nợ tiềm năng bổ sung vốn lưu động cho doanh nghiệp trong thời gian tới.

Áp lực nợ vay đáo hạn 2024-2026 không quá lớn



Từ năm 2019, tỷ lệ đòn bẩy được duy trì ở mức 37-59% vẫn nằm trong khả năng DN linh hoạt xoay sở



Nguồn vốn ban đầu tài trợ triển khai các dự án sắp tới được hỗ trợ bởi chào bán thêm cho cổ đông hiện hữu. Doanh nghiệp kỳ vọng có thể huy động được hơn 1,343 tỷ VND (tỷ lệ 5.5:1, giá chào bán 10,000 VND/cp). Nguồn vốn huy động hoàn toàn được sử dụng để triển khai các dự án trọng điểm hiện tại bao gồm KDC Bắc Hà Thanh, Cadia Quy Nhơn, KĐT Du lịch sinh thái Nhơn Hội và Bình Dương Tower.

Cơ cấu cổ đông có phần cô đặc với 47% nắm giữ bởi chủ tịch Nguyễn Văn Đạt (42.9% trực tiếp sở hữu, 10.1% sở hữu gián tiếp thông qua Phát Đạt Holdings), 2.3% cá nhân nội bộ, 4.1% dùng làm TSDB nắm giữ bởi bên thứ ba và 9.1% nắm giữ bởi các cổ đông trong đợt chào bán riêng lẻ năm 2023. **Do đó, triển khai chào bán cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ chào bán thành công tối thiểu 70% như là một cam kết của BLĐ sẽ đồng hành cùng doanh nghiệp trong tương lai.**

3. TRIỂN VỌNG LỢI NHUẬN VÀ DÒNG TIỀN TỪ TRIỂN KHAI DỰ ÁN DẪN DẮT CẦU CHUYỂN CHUYỂN MINH MẠNH MẼ.

Chúng tôi dự phóng **doanh thu thuần và LNST-CĐTS của PDR sẽ lần lượt ghi nhận mức tăng trưởng +137.4% CAGR và +38.7% CAGR trong giai đoạn 2023-2026** đóng góp hoàn toàn bởi hoạt động triển khai kinh doanh BĐS cốt lõi và không ghi nhận các khoản thu nhập bất thường. Cụ thể:

Năm 2024F, BSC dự báo DTT đạt 2,656 tỷ VND (+303% yoy) từ bàn giao các sản phẩm đất nền tại dự án KDC Bắc Hà Thanh giai đoạn 1. Biên lợi nhuận gộp đạt 54% nhờ chi phí GPMB giai đoạn 1 tại dự án tương đối thấp (trung bình khoảng 0.8 triệu VND/m²) và kỳ vọng giá bán lẻ 25 triệu VND/m² sẽ là mức giá thu hút người mua khi xét về vị trí địa lý và so sánh với các dự án xung quanh khu vực. Chi phí SG&A tăng +32.6% YoY lên mức 284 tỷ VND do doanh nghiệp bắt đầu dịch chuyển sang mô hình bán lẻ. Qua đó, **LNST-CĐTS năm 2024 từ hoạt động kinh doanh cốt lõi sẽ ghi nhận điểm đảo chiều đạt 656 tỷ VND (-3% yoy) so với lỗ ròng -262 tỷ VND nếu loại trừ các khoản thu nhập bất thường từ thoái vốn trong năm 2023.**

Bước sang 2025: BSC dự báo DTT đạt 8,193 tỷ VND (+208% YoY) và LNST-CĐTS đạt 1,339 tỷ VND (+101% YoY) đóng góp chính đến từ các sản phẩm đất nền còn lại tại KDC Bắc Hà Thanh và bắt đầu bàn giao sản phẩm cao tầng tại Bình Dương Tower, Cadia Quy Nhơn.

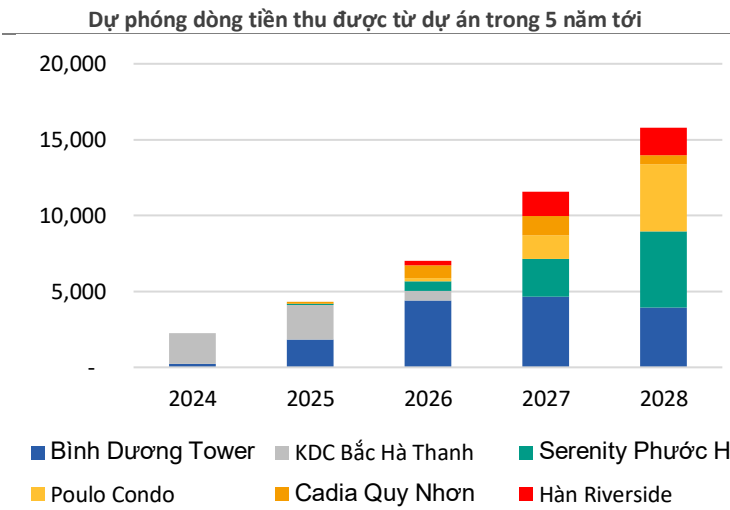
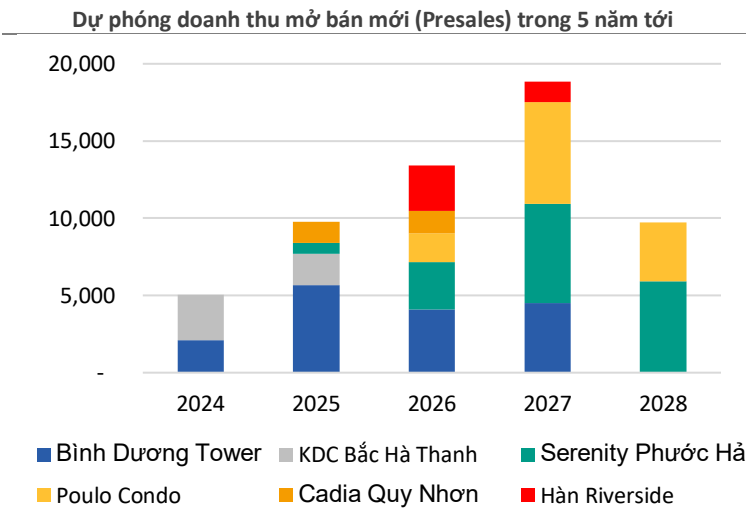
Đơn vị: Tỷ VND	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	3,911	3,620	1,505	618	2,656	8,193	8,262
% YoY	15%	-7%	-58%	-59%	330%	208%	1%
Giá vốn hàng bán	(2,089)	(857)	(227)	(74)	(1,222)	(5,164)	(4,768)
Lợi nhuận gộp	1,822	2,763	1,277	544	1,435	3,029	3,494
Chi phí bán hàng	(118)	(18)	(26)	(14)	(100)	(787)	(794)
Chi phí QLDN	(130)	(221)	(275)	(199)	(184)	(207)	(214)
EBIT	1,574	2,525	977	330	1,151	2,034	2,486
Doanh thu tài chính	6	7	1,372	954	1	2	1
Chi phí tài chính	(31)	(163)	(760)	(402)	(321)	(397)	(425)
Lãi/Lỗ từ công ty liên kết	-	(0)	(0)	(23)	-	-	-
LN trước thuế	1,540	2,344	1,482	889	831	1,639	2,062
Thuế TNDN	(320)	(484)	(322)	(207)	(166)	(328)	(414)
Lợi nhuận sau thuế	1,220	1,861	1,161	682	665	1,311	1,648
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	(4)	23	(2)	-	(28)	(56)
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,220	1,865	1,137	684	665	1,339	1,704
% YoY	40%	53%	-39%	-40%	-3%	101%	27%
EPS cơ bản (đồng)	3,003	3,690	1,651	903	743	1,495	1,903
Biên LNG	47%	76%	85%	88%	54%	37%	42%
Biên LN ròng	31%	51%	77%	110%	25%	16%	20%
ROE	23%	23%	13%	7%	6%	10%	11%

Nguồn: PDR, BSC Research

Các dự án du lịch tại các tỉnh ven biển sẽ là yếu tố dẫn dắt tăng trưởng chính cho PDR trong trung – dài hạn. Chúng tôi cho rằng chiến lược lựa chọn thời điểm triển khai như hiện tại phù hợp với PDR vì các BĐS du lịch thường đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu lớn và thời gian hoàn vốn dài. Dòng tiền từ các dự án đáp ứng nhu cầu ở thực tại Bắc Hà Thanh, Bình Dương Tower, Hàn Riverside sẽ tạo nguồn lực tích lũy tài trợ cho các dự án sắp tới với tính khả thi cao hơn.

	Vị trí	Quy mô (ha)	Sản phẩm	2023	2024	2025	2026	2027	2028
KDC Bắc Hà Thanh	Bình Định	43.2	Đất nền						
Bình Dương Tower	Bình Dương	4.5	Căn hộ						
Cadia Quy Nhơn	Bình Định	0.5	Khách sạn, Condotel						
KĐT Nhơn Hội (PK 9)	Bình Định	4.7	Căn hộ						
Hàn Riverside	Đà Nẵng	0.6	Condotel						
Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	5.6	Biệt thự, Condotel						
Poulo Condo	Vũng Tàu	3.2	Biệt thự						
Poulo Condo	Vũng Tàu	5.9	Condotel						
Tropicana Long Hải	Vũng Tàu	10.0	Condotel, nhà phố						
223 Trần Phú	Đà Nẵng	0.3	Khách sạn, căn hộ						

Nguồn: BSC Research



Nguồn: BSC Research

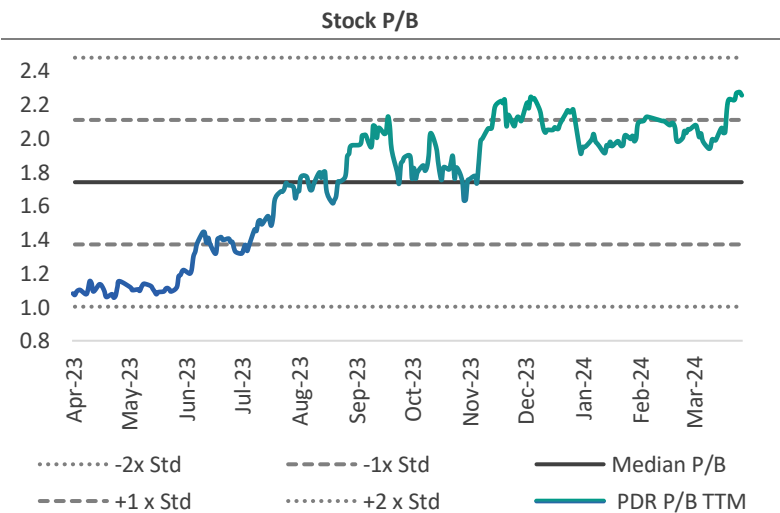
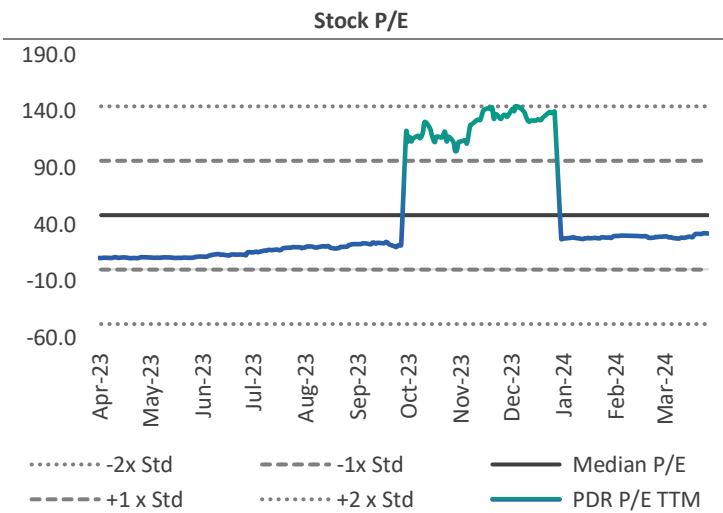
III. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PDR ở thời điểm hiện tại với giá mục tiêu 35,100 VNĐ/CP (upside +6.8%) dựa trên phương pháp định giá RNAV cho các dự án có khả năng triển khai rõ ràng trong 5 năm tới và phương pháp P/B cho các dự khác với P/B mục tiêu = 1.8x tương đương với trung bình ngành BĐS hiện tại. **Chúng tôi lưu ý nhiều dự án du lịch có quỹ đất tốt hiện tại đang được định giá theo phương pháp P/B và giá trị sổ sách có thể được định giá lại theo phương pháp RNAV trong trường hợp pháp lý các dự án hoàn thành (đặc biệt khi hành lang pháp lý cho các dự án condotel rõ ràng hơn và quỹ đất từ các dự án BT) hoặc thị trường BĐS nghỉ dưỡng phục hồi sớm hơn kỳ vọng.**

Giá cổ phiếu PDR đã ghi nhận mức tăng gần gấp 3 lần kể từ đáy T3/2023, một phần do tâm lý thị trường sau những nỗ lực của Chính phủ nhằm hỗ trợ ngành BĐS cũng như đã phản ánh triển vọng đảo chiều của doanh nghiệp. PDR hiện đang giao dịch tại P/E 2024F = 42.4x và P/B 2024F = 2.02x – cao hơn mức P/B trung bình ngành hiện tại khoảng 1.8x và phù hợp với định giá của các DN bất động sản trong pha phục hồi của chu kỳ ngành.

Định giá			
Tỷ VND	Phương pháp	% Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đánh giá lại
Bình Dương Tower	RNAV	100%	4,094
Bắc Hà Thanh	RNAV	100%	1,923
Serenity Phước Hải	RNAV	99%	5,239
Poulo Condo	RNAV	99%	2,357
Cadia Quy Nhơn	RNAV	94%	854
Hàn Riverside	RNAV	99%	1,306
Tropicana Long Hải	P/B	100%	3,589
KDC Hàm Ninh	P/B	99%	714
223 Trần Phú	P/B	99%	1,135
Các dự án khác	P/B		4,228
Tổng giá trị đánh giá lại			25,438
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn			967
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng			(3,080)
(+) Tài sản khác			4,343
(-) Nợ phải trả khác			(1,742)
Tổng giá trị doanh nghiệp			25,926
Số lượng cổ phiếu (triệu)			738.8
Giá hiện tại			32,850
Giá mục tiêu			35,100
Tiềm năng tăng giá			6.8%
WACC			10.8%

Nguồn: BSC Research



Nguồn: Bloomberg, BSC Research tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	618	2,656	8,193	8,262
Giá vốn hàng bán	(74)	(1,222)	(5,164)	(4,768)
Lợi nhuận gộp	544	1,435	3,029	3,494
Chi phí bán hàng	(14)	(100)	(787)	(794)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(199)	(184)	(207)	(214)
Lãi/lỗ HDKD	330	1,151	2,034	2,486
Doanh thu tài chính	954	1	2	1
Chi phí tài chính	(55)	(15)	(7)	(3)
Chi phí lãi vay	(346)	(306)	(390)	(422)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(23)	-	-	-
Lãi/lỗ khác	30	-	-	-
LN trước thuế	889	831	1,639	2,062
Thuế thu nhập DN	(207)	(166)	(328)	(414)
LN sau thuế	682	665	1,311	1,648
CĐTS	(2)	-	(28)	(56)
LNST-CĐTS	684	665	1,339	1,704
EBITDA	342	1,175	2,059	2,510
EPS	903	743	1,495	1,903

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
(Lỗ)/LNST	889	831	1,639	2,062
Khấu hao và phân bổ	13	24	24	24
Thay đổi vốn lưu động	796	(995)	(2,739)	(276)
Điều chỉnh khác	(1,269)	(222)	(393)	(469)
LCTT từ HĐ KD	428	(361)	(1,469)	1,325
Tiền chi mua TSCĐ	(108)	(9)	(2)	(58)
Đầu tư khác	597	(500)	(500)	(500)
LCTT từ HĐ đầu tư	489	(509)	(502)	(558)
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	(1,356)	(26)	1,368	(787)
Tiền thu khác	682	1,343	-	54
LCTT từ HĐ tài chính	(674)	1,318	1,368	(787)
Dòng tiền đầu kỳ	262	505	952	350
Tiền trong kỳ	243	447	(603)	(20)
Dòng tiền cuối kỳ	505	952	350	330

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	16,918	18,977	21,429	21,988
Tiền và tương đương tiền	505	952	350	401
Đầu tư ngắn hạn	15	15	15	15
Phải thu ngắn hạn	4,117	2,804	3,177	3,729
Hàng tồn kho	12,200	15,124	17,805	17,835
TS ngắn hạn khác	82	82	82	82
Tài sản dài hạn	4,151	3,996	3,998	4,056
Tài sản hữu hình	27	673	675	732
Tài sản dở dang dài hạn	1,170	533	533	533
Đầu tư dài hạn	65	65	65	65
Tài sản dài hạn khác	2,890	2,725	2,725	2,725
Tổng Tài sản	21,070	22,973	25,427	26,044
Tổng nợ ngắn hạn	4,606	5,393	6,274	8,060
Nợ phải trả	245	488	605	712
Vay ngắn hạn	815	1,351	2,115	3,739
Nợ ngắn hạn khác	3,546	3,554	3,554	3,608
Tổng nợ dài hạn	6,885	6,307	6,911	4,500
Vay dài hạn	2,290	1,729	2,333	(78)
Doanh thu chưa thực hiện dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	4,594	4,578	4,578	4,578
Tổng nợ phải trả	11,491	11,700	13,185	12,560
Vốn góp	7,388	8,731	8,731	8,731
Thặng dư vốn cổ phần	71	71	71	71
LN chưa phân phối	1,832	2,497	3,836	5,540
Vốn chủ khác	230	230	230	230
Cổ đông thiểu số	58	58	30	(26)
Tổng vốn chủ sở hữu	9,579	11,588	12,899	14,558
Tổng nguồn vốn	21,070	23,288	26,084	27,118
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	739	873	873	873

Chỉ số (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	3.7	3.5	3.4	2.7
Hệ số TT nhanh	1.0	0.7	0.6	0.5
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	15%	13%	17%	14%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	33%	27%	35%	25%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	60,237	74,679	5,319	1,261
Số ngày phải thu	2,433	1,657	437	166
Số ngày phải trả	16,924	18,122	1,131	275
CCC	45,746	58,214	4,624	1,151
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	88%	54%	37%	42%
Biên Lợi nhuận ròng	110%	25%	16%	20%
ROE	7.1%	5.7%	10.2%	11.4%
ROA	3.2%	2.9%	5.2%	6.3%
Định giá				
PE	36.4	44.2	22.0	17.2
PB	2.55	2.11	1.89	1.66
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	-59%	330%	208%	1%
Tăng trưởng EBIT	-66%	249%	77%	22%
Tăng trưởng LNNT	-41%	-3%	97%	26%
Tăng trưởng EPS	-45%	-18%	101%	28%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV(BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thaiholdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4&9 Tòa nhà President Place
93 Nguyễn Du, Bến Nghé
Quận 1, TP.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

