

CTCP PHÁT TRIỂN BĐS PHÁT ĐẠT – HSX: PDR

“Khát vọng” Thủ Thiêm

KHUYẾN NGHỊ: THEO DÕI

Giá mục tiêu: 13,100

Upside: +15.9%

Ngành Bất động sản | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

PDR đang trải qua giai đoạn cải tổ mạnh nhất lịch sử doanh nghiệp từ (1) tái cấu trúc danh mục dự án khi chuyển nhượng gần như toàn bộ các dự án trước 2024 để dồn lực tham gia vào dự án Lotte Eco Smart City (2) giải quyết những tổn động từ 2018 trên bảng cân đối kế toán liên quan dự án The EverRich 2&3.

BSC hạ khuyến nghị từ MUA xuống còn **THEO DÕI** với giá mục tiêu 13,100 VND/cp (upside +15.9%) giảm -54% so với giá mục tiêu cũ sau khi đánh giá lại danh mục dự án hiện tại trong bối cảnh mới và phản ánh các rủi ro liên quan đến nhu cầu vốn, khả năng hấp thụ của thị trường. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để quan sát và đánh giá cơ hội đầu tư PDR khi (1) định giá về vùng hấp dẫn với 2026F P/B chỉ còn 0.9x, (2) điểm đảo chiều có thể hình thành nhờ dòng tiền thật từ chuyển nhượng dự án và quyết tâm theo đuổi của doanh nghiệp tại Lotte Eco Smart City.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong 1H2026, doanh nghiệp đã đẩy mạnh thoái vốn cổ phần tại 3 dự án: Thuận An 1, Khu nhà ở phức hợp cao tầng phường Tam Hiệp, Serenity Phước Hải mang về dòng tiền khoảng 4,713 tỷ VND. Chúng tôi tin rằng hoạt động thoái vốn của PDR sẽ tiếp tục diễn ra và là động lực hỗ trợ KQKD trong 2H2026-2027.

Năm 2026: DTT đạt 654 tỷ VND (-51% YoY) và doanh thu tài chính đạt 1,564 tỷ VND (+145% YoY) từ lợi nhuận thoái vốn nhưng không đủ bù đắp cho (1) 307.3 tỷ VND chi phí dự phòng tại các dự án BT, (2) 196.6 tỷ VND dự phòng phải thu khó đòi và (3) đóng góp từ bàn giao Quy Nhơn Iconic và cung cấp dịch vụ tại La Pura yếu hơn cùng kỳ. Do đó, **LNST-CĐTS giảm -41% YoY còn 302 tỷ VND.**

Năm 2027: DTT đạt 1,252 tỷ VND tăng +92% YoY và LNST-CĐTS đạt 445 tỷ VND (+48% YoY) từ mức nền thấp. Chúng tôi duy trì kỳ vọng doanh nghiệp sẽ ghi nhận khoảng 950 tỷ VND lợi nhuận thoái vốn Thuận An 2 cũng như hoạt động bàn giao Quy Nhơn Iconic sẽ tốt hơn trong năm 2027, qua đó, bù đắp được 393 tỷ VND chi phí lãi vay và 119 tỷ VND dự phòng còn lại cho dự án BT.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

Ngày 10/08/2026, PDR đã hoàn tất thanh toán 7,666 tỷ VND để nhận chuyển nhượng 35% phần vốn góp tại Công ty TNHH Lotte Properties HCMC – pháp nhân thực hiện dự án Lotte Eco Smart City có tổng mức đầu tư khoảng 60,000 tỷ VND, trong đó nghĩa vụ đóng tiền sử dụng đất 17,569 tỷ VND đã hoàn thành tháng 7/2026. Chúng tôi đánh giá cao năng lực cạnh tranh của PDR khi vượt qua được nhiều đối thủ lớn để hợp tác cùng Lotte, tuy nhiên, áp lực vốn để triển khai dự án Lotte và các dự án gối đầu vẫn là điểm lo ngại lớn của thị trường đối với PDR trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao.

KQKD	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	2,017	1,325	654	1,252
Lợi nhuận gộp	861	720	259	396
NPATMI	523	515	302	445
EPS	546	470	275	406

Trung tâm phân tích BSC

Lâm Việt

(Chuyên viên phân tích cao cấp)

vieltl@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	11,300
Cổ phiếu LH (Triệu):	997.8
Vốn hoá (Tỷ VND):	11,475
Thanh khoản 30n (Triệu):	10.4
Sở hữu nước ngoài:	7.0%



I. CẬP NHẬT KQKD 1H2026 – Thoái vốn dự án được đẩy mạnh bù đắp cho các khoản dự phòng tại dự án BT và nợ phải thu khó đòi

Bảng 1: Tóm tắt KQKD 1H2026

(Tỷ VND)	2Q2025	2Q2026	% YoY	1H2025	1H2026	% YoY
Doanh thu thuần	20	54	168.5%	458	158	-65.5%
Kinh doanh BDS	12	2	-79.9%	447	5	-98.9%
Cung cấp dịch vụ	5	51		5	153	
Khác	3	0	-100.0%	6	0	-100.0%
Lợi nhuận gộp	5	2	-52.7%	180	104	-42.1%
%GPM	25%	4%		39%	66%	
Chi phí bán hàng	(1)	(4)	177.1%	(8)	(20)	149.7%
Chi phí QLDN	(40)	(232)	478.5%	(79)	(325)	312.6%
%SG&A/Revenue	208%	440%		19%	218%	
Lợi nhuận hoạt động	(36)	(233)	540.3%	93	(240)	-357.4%
Doanh thu tài chính	226	474	110.0%	228	1,381	506.4%
Chi phí tài chính	(64)	(105)	63.7%	(131)	(537)	309.7%
LNTT	101	115	13.6%	165	505	205.6%
LNST	65	80	24.0%	116	218	88.7%
LNST-CĐTS	65	81	24.1%	116	213	84.3%

Nguồn: PDR, BSC Research

Trong 1H2026, dự án bán lẻ duy nhất Quy Nhơn Iconic vẫn kinh doanh chậm khiến **doanh thu thuần chỉ đạt 158 tỷ VND (-65.5% YoY)**, tuy nhiên **lợi nhuận ròng ghi nhận tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp đạt 213 tỷ VND (+84.3% YoY)** khi doanh nghiệp đã bán 3 dự án với tổng lãi chuyển nhượng 1,380 tỷ VND nhằm thu xếp dòng tiền để tham gia vào Lotte Eco Smart City cũng như bù đắp 504 tỷ VND chi phí dự phòng đầu tư dự án BT và nợ phải thu khó đòi. Cụ thể:

- Dòng tiền thu về 4,713 tỷ VND từ thoái vốn 3 dự án:** (1.i) 80% công ty chủ đầu tư dự án Thuận An 1 (giá 2,694 tỷ VND, ghi nhận lãi 906 tỷ VND) trong 1Q2026, (1.ii) 99.34% công ty chủ đầu tư dự án Serenity Phước Hải (giá 2,500 tỷ VND, ghi nhận lãi 158 tỷ VND) và (1.iii) 30% dự án nhà ở Tam Hiệp (giá 637.5 tỷ VND, ghi nhận lãi 473 tỷ VND).
- Trích lập 504 tỷ VND dự phòng**, trong đó (2.i) 408 tỷ VND dự phòng chi phí đầu tư tại 2 dự án BT Khu cổ đại, Trung tâm thể dục thể thao Phan Đình Phùng do không còn phù hợp quy hoạch chung của TP HCM và (2.ii) 96 tỷ VND dự phòng các khoản phải thu khó đòi.
- Thuế TNDN lên đến 287 tỷ VND (+477% YoY) tương đương 57% LNTT.** Khoản chi phí thuế chủ yếu phát sinh do giao dịch chuyển nhượng CTCP Cao ốc Thiên Long (pháp nhân chủ đầu tư Thuận An 1).

Nếu loại trừ các khoản thu nhập từ thoái vốn dự án và chi phí phát sinh liên quan, PDR sẽ ghi nhận lỗ ròng 1H2026 ở mức -874 tỷ VND cho thấy hoạt động phát triển dự án vẫn chưa thực sự tạo ra lợi nhuận. Nhìn chung, KQKD cốt lõi của doanh nghiệp kém tích cực tuy nhiên hoạt động chuyển nhượng dự án diễn ra mạnh là một điểm sáng trong quá trình tái cấu trúc toàn diện của doanh nghiệp khi mang về dòng tiền thật để tập trung nguồn lực cho các dự án tiềm năng như Lotte Eco Smart City và 239 CMT8.

II. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Quá trình tái cấu trúc vẫn tiếp diễn mạnh mẽ: từ bảng cân đối kế toán đến danh mục dự án

Làm sạch bảng cân đối kế toán: PDR đang chủ động xử lý các khoản mục đã tồn tại trong nhiều năm, nổi bật là việc giải quyết các vấn đề tại (1) The EverRich 2 sau 9 năm khi hoàn tất các thủ tục chuyển nhượng dự án The EverRich 2 cho Big Gain vào tháng 8/2026 và (2) các dự án BT Khu cổ đại và Trung tâm TDTT Phan Đình Phùng khi trích lập dự phòng toàn bộ các khoản đầu tư. Việc này có thể gây áp lực đáng kể lên lợi nhuận 2026-2027 nhưng cần thiết để làm mới lại chất lượng tài sản.

- **The EverRich 2:** dự án đang chiếm đến 48% Hàng tồn kho và 43% tổng nợ phải trả. Vào ngày 21/08/2026, PDR đã hoàn tất thủ tục chuyển nhượng dự án cho Big Gain với giá trị chuyển nhượng 5,225 tỷ VND. Sau khi căn trừ giá trị chuyển nhượng dự án với khoản phải trả, số dư khoản phải trả còn lại của PDR đối với BigGain là 2,421 tỷ VND. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, PDR không phát sinh nghĩa vụ phải trả/quyền lợi nào tại dự án, số dư trên liên quan đến hợp đồng dịch vụ mà PDR nhận từ đối tác để hỗ trợ đối tác hoàn thiện pháp lý và sẽ tiếp tục được căn trừ trong thời gian tới.
- **Các dự án BT:** Trung tâm TDTT Phan Đình Phùng và Khu Cổ Đại là 2 dự án BT tồn đọng trên BCTC của doanh nghiệp từ 2010 và 2018. Đầu năm 2026, UBND TP HCM đã lần lượt chuyển đổi công năng các công trình trên/chấm dứt dự án BT do không còn phù hợp quy hoạch mới của thành phố. Tổng giá trị đầu tư vào 2 dự án BT trên của PDR đang ở mức 527 tỷ VND và đã trích lập dự phòng tổng cộng 408 tỷ VND vào năm 1H2026, chúng tôi kỳ vọng 119 tỷ VND còn lại sẽ được trích lập dự phòng trong năm 2027. Đáng chú ý, các cơ quan có thẩm quyền và doanh nghiệp vẫn đang trong quá trình thống nhất phương án bồi hoàn giá trị đầu tư, do đó, tồn tại khả năng doanh nghiệp sẽ phát sinh khoản hoàn nhập trong tương lai.

Quá trình nâng cấp chất lượng tài sản được hỗ trợ bởi dòng tiền thật từ chuyển nhượng dự án. Trong 1H2026, PDR đã bán thoái vốn 3 dự án mang về 4,713 tỷ VND tiền mặt tương đương 80.8% tổng giá trị chuyển nhượng thay vì các khoản phải thu để ghi nhận lợi nhuận như trong giai đoạn trước.

- **Quá trình thoái vốn danh mục dự án cũ sẽ tiếp tục diễn ra trong 2H2026-2027** với Khu nhà ở phức hợp cao tầng tại phường Trấn Biên, Đồng Nai (CTCP Khu đô thị mới Đồng Nai Riverside) trong 2H2026 và Thuận An 2 (CTCP BĐS Đầu tư và Phát triển Cao ốc Hòa Phú) trong 2027.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng các khoản hợp tác đầu tư tại các dự án nghỉ dưỡng như Poulo Condo và KDL Sinh thái Đoàn Ánh Dương sẽ được thu hồi hoặc ngừng góp vốn trong bối cảnh thị trường BĐS nghỉ dưỡng còn nhiều thách thức về khả năng hấp thụ.

Nguồn lực vốn sẽ được tập trung vào 3 dự án ở vị trí trung tâm (CBD) như 239 CMT8, Lotte Eco Smart City tại TP HCM và Hàn Riverside tại Đà Nẵng.

Bảng 2: Danh mục dự án hiện tại

Dự án	Vị trí	Quy mô (m2)	% Tỷ lệ lợi ích	Tình trạng pháp lý
Dự án triển khai kinh doanh trong 2026-2028				
Quy Nhơn Iconic	Bình Định	431,605	100%	Đang triển khai bán hàng
Hàn Riverside	Đà Nẵng	8,845	99%	Đã có quy hoạch 1/500, đang xin điều chỉnh chủ trương đầu tư và GPXD. Dự kiến mua lại dự án sau khi chào bán cho cổ đông hiện hữu.
Lotte Eco Smart City	HCMC	74,513	35%	Khởi công 2 block văn phòng 2-1, 2-3 vào T10/2026 Các block căn hộ sẽ được triển khai trong 2027
239 Cách mạng tháng 8	HCMC	3,500	100%	Dự kiến bổ sung 500 tỷ VND tiền sử dụng đất. Dự kiến mua lại dự án sau khi chào bán cho cổ đông hiện hữu.
Dự án chuyển nhượng trong 2026-2028				
Đồng Nai Riverside	Đồng Nai	19,204	35%	Dự kiến chuyển nhượng cho Burnaby trong 2H2026
Thuận An 2	Bình Dương	26,530	100%	Dự kiến hoàn tất chuyển nhượng trong 2027
Dự án chưa có kế hoạch triển khai				
Tropicana Long Hải	Vũng Tàu	99,675	100%	Đang điều chỉnh quy hoạch chung thị trấn Phước Hải
KDC làng nghề Hàm Ninh	Phú Quốc	796,900	99%	Chờ điều chỉnh quy hoạch 1/2000 của KDC Hàm Ninh

Nguồn: PDR, BSC Research

2. Tập trung mọi nguồn lực vào dự án Lotte Eco Smart City có thể đánh dấu bước chuyển mình của doanh nghiệp nhưng đồng thời cũng mang lại nhiều rủi ro về khả năng thu xếp vốn.

Ngày 10/08/2026, PDR đã hoàn tất toàn bộ nghĩa vụ thanh toán với tổng giá trị 7.666 tỷ đồng, qua đó chính thức hoàn tất giao dịch nhận chuyển nhượng 35% phần vốn góp tại Công ty TNHH Lotte Properties HCMC - pháp nhân thực hiện dự án Lotte Eco Smart City Thu Thiem tại Khu chức năng số 2A, Khu đô thị mới Thủ Thiêm, phường An Khánh, TP HCM. Trước đó, Lotte Properties HCMC đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính về đất đai với số tiền 17.569 tỷ đồng vào ngày 31/07/2026.

Dự án có tổng diện tích 74,513 m2 với TMĐT khoảng 60,000 tỷ VND gồm 3 block căn hộ và 3 block thương mại. Theo cấu trúc của thương vụ, PDR sẽ sở hữu 35% lợi ích kinh tế ở phần căn hộ và 100% lợi ích kinh tế tại 2 block thương mại 2-1 và 2-3 (chính thức khởi công vào T10/2026).

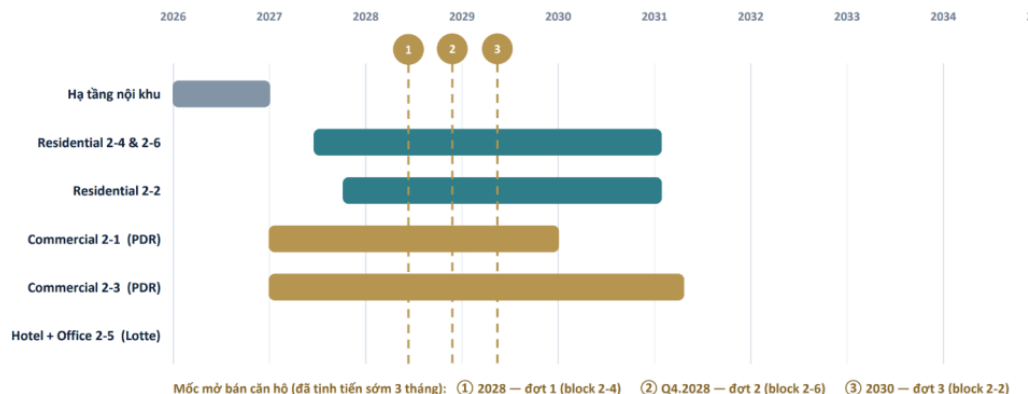
Bảng 3: Các cấu phần của dự án Lotte Eco Smart City

Lô	Type	Diện tích xây dựng (m2)	GFA (m2)	Loại sản phẩm	% Tỷ lệ lợi ích của PDR
2-1	Thương mại	8,044	66,087	Văn phòng	100%
2-3		9,311	154,864	Văn phòng	100%
2-5		8,551	159,810	Văn phòng & Khách sạn	0
2-2	Căn hộ	6,533	63,599	198 căn hộ	35%
2-4		8,109	78,528	358 căn hộ	35%
2-6		9,448	159,241	587 căn hộ	35%
Chung	HTKT & HTXH	24,517	-		

Nguồn: PDR, BSC Research

Đối với phần căn hộ, theo khảo sát tại thị trường thứ cấp khu vực Thủ Thiêm, mức giá bán căn hộ đang giao động 150-270 triệu VND/m² tại Sala và 212-367 triệu VND/m² tại The Metropole Thủ Thiêm, Empire City. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi giả định giá bán trung bình của 1,143 căn hộ ở mức 250 triệu VND/m² vào thời điểm mở bán 2028 và quá trình bán hàng kéo dài 6 năm (2028-2033). Dự án có thể mang về 23,388 tỷ VND dòng tiền ròng và 51,794 tỷ VND doanh thu trong giai đoạn 2026-2035

Hình 1: Kế hoạch triển khai xây dựng



Nguồn: PDR, BSC Research

Tuy nhiên, Lotte Eco Smart City cũng đồng thời tạo ra áp lực tài chính lớn của PDR trong giai đoạn đầu tư 2026-2029 với bối cảnh lãi suất cao và dòng tiền từ dự án chỉ dương từ 2030. Bên cạnh số tiền 7,666 tỷ VND doanh nghiệp đã chi ra để mua lại 35% cổ phần Công ty TNHH Lotte Properties HCMC, PDR còn dự kiến góp thêm khoảng 2,734 tỷ VND vào pháp nhân chủ đầu tư tăng vốn điều lệ lên 12,000 tỷ VND (từ mức 4,209 tỷ VND).

Để tài trợ cho quyết tâm theo đuổi dự án này, chúng tôi dự phóng tổng nợ vay của PDR sẽ tăng 2,964 tỷ VND lên mức 8,508 tỷ VND trong năm 2026 và duy trì trong 2027-2028 trong bối cảnh lãi suất cao. Mặc khác, danh mục dự án gối đầu khác đã bị thu hẹp đáng kể chỉ còn 3 dự án bao gồm Quy Nhơn Iconic (bán chậm) và Hàn Riverside, 239 CMT8 (chưa hoàn tất góp vốn). Do đó, chúng tôi cho rằng áp lực lên thanh khoản của PDR trong giai đoạn tới sẽ rất lớn, phụ thuộc nhiều vào (1) kế hoạch bán sớm 20,000m² sàn thương mại, (2) HTĐT/chuyển nhượng một phần các dự án hiện hữu

Bảng 4: Dự phóng dòng tiền của Lotte Properties HCMC từ dự án

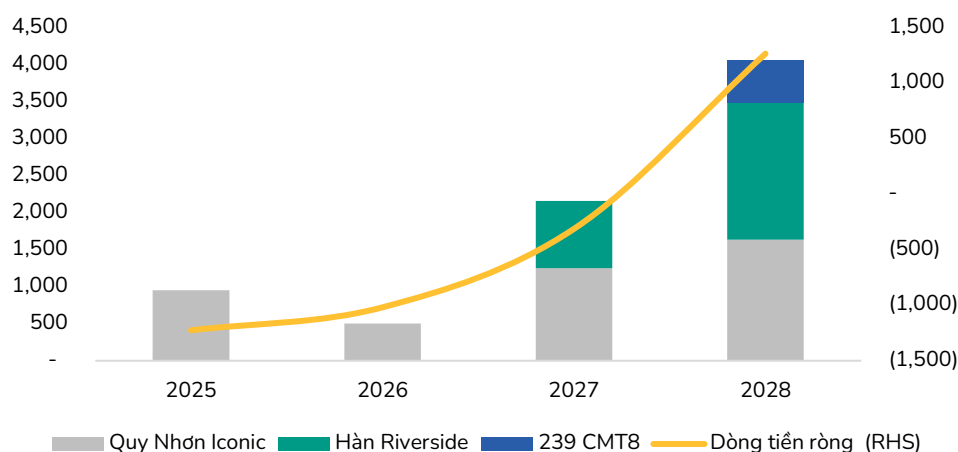
Đơn vị: Tỷ VND	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Cấu phần căn hộ										
Dòng tiền vào	-	-	1,101	3,324	7,264	10,093	11,226	12,349	7,858	2,807
Dòng tiền ra	(10,940)	(1,521)	(1,373)	(2,473)	(3,982)	(3,363)	(2,233)	(2,538)	(1,266)	-
Dòng tiền ròng	(10,940)	(1,521)	(273)	851	3,282	6,730	8,993	9,811	6,592	2,807
Cấu phần thương mại										
Dòng tiền vào	-	-	-	483	754	1,854	2,885	3,499	3,813	4,684
Dòng tiền ra	(6,640)	(605)	(1,716)	(1,983)	(1,450)	(2,068)	(1,055)	(1,295)	(1,418)	(1,760)
Dòng tiền ròng	(6,640)	(605)	(1,716)	(1,500)	(696)	(213)	1,830	2,203	2,394	2,924
Tổng	(17,580)	(2,126)	(1,989)	(649)	2,586	6,516	10,824	12,015	8,987	5,731

Nguồn: PDR, BSC Research

3. Quỹ đất gối đầu cũng bước vào giai đoạn đầu tư lớn.

239 CMT8 (Q3, TP HCM) và Hàn Riverside (Đà Nẵng) là 2 dự án chung cư định vị ở phân khúc cao cấp nhờ vị trí trung tâm nhưng vẫn đang trong quá trình nhận chuyển nhượng dự án và đầu tư ban đầu, do đó vẫn chưa phải là nơi tạo nguồn tiền cho doanh nghiệp trong 2026-2027. Chúng tôi kỳ vọng dòng tiền từ 3 dự án gối đầu sẽ bắt đầu dương từ 2028 với giả định DN triển khai bán lẻ Hàn Riverside trong 2027, 239 CMT8 trong 2028.

Hình 2: Doanh số mở bán mới và dòng tiền ròng từ dự án (tỷ VND)



Nguồn: PDR, BSC Research

III. DỰ PHÓNG KQKD 2026-2027

Bảng 8: Tóm tắt KQKD 2026-2027

	2025	2026	% YoY	2027	% YoY
Doanh thu	1,325	654	-50.7%	1,252	91.6%
- Kinh doanh BĐS	949	501	-47.2%	1,252	150.0%
- Cung cấp dịch vụ	364	153	-58.1%	-	-100.0%
Lợi nhuận gộp	720	259	-64.1%	396	52.8%
% Biên LNG	54%	40%		32%	
Chi phí bán hàng	(25)	(35)	42.6%	(43)	21.5%
Chi phí QLDN	(237)	(435)	84.1%	(245)	-43.8%
% SG&A/Rev	20%	72%		23%	
Lãi từ HĐKD	459	(211)	-146.1%	108	-151.2%
Doanh thu tài chính	638	1,561	144.7%	1,000	-36.0%
Chi phí tài chính	(349)	(701)	101.0%	(413)	-41.2%
LNTT	651	589	-9.6%	556	-5.5%
LNST	515	302	-41.4%	445	47.5%
LNST-CĐTS	515	302	-41.4%	445	47.5%

Nguồn: PDR, BSC Research

Chúng tôi kỳ vọng thoái vốn vẫn sẽ tiếp tục là yếu tố dẫn dắt KQKD của PDR trong giai đoạn điểm trũng lợi nhuận từ bàn giao 2026-2027 để bù đắp cho chi phí lãi vay và chi phí dự phòng còn lại cho các dự án BT. Cụ thể:

- **Năm 2026:** chuyển nhượng phần vốn góp 35% tại Đồng Nai Riverside vào 2H2026 với giá chuyển nhượng 450 tỷ VND và lãi thoái vốn 150 tỷ VND

- **Năm 2027:** (1) chuyển nhượng dự án Thuận An 2 với giá chuyển nhượng 3,000 tỷ VND và lãi thoái vốn 950 tỷ VND và (2) trích lập dự phòng 119 tỷ VND chi phí đầu tư còn lại tại dự án BT Khu Cổ Đại.

Chúng tôi lưu ý dự phóng phản ánh tác động của kế hoạch chào bán thêm cho cổ đông hiện hữu (tỷ lệ 5:1 tương đương 199.6 triệu cổ phiếu, giá phát hành 10,000 VND/cp).

IV. ĐỊNH GIÁ

BSC hạ khuyến nghị từ **MUA** xuống còn **THEO DÕI** với **giá mục tiêu 13,100 VND/cp (upside +15.9%) giảm -54% so với giá mục tiêu cũ** sau khi đánh giá lại danh mục dự án hiện tại trong bối cảnh mới và phản ánh các rủi ro liên quan đến nhu cầu vốn. Các giả định chính bao gồm:

- Định giá RNAV: đối với các dự án có triển vọng triển khai rõ ràng Quy Nhơn Iconic, 239 CMT8, Hàn Riverside và Lotte Eco Smart City
- Định giá theo giá trị sổ sách: dự án du lịch như KDC làng nghề Hàm Ninh, Tropicana
- Đánh giá lại các khoản mục tài sản/nợ phải trả khác sau khi loại trừ các khoản liên quan đến các dự án ở trên.

Mặc dù thêm mới vào định giá hai dự án trọng điểm Lotte Eco Smart City và 239 CMT, tuy nhiên giá mục tiêu vẫn điều chỉnh giảm mạnh chủ yếu đến từ các yếu tố:

- **Loại bỏ định giá các dự án:** (1) Poulo Condo do không còn kế hoạch triển khai, (2) Serenity Phước Hải, 223 Trần Phú do đã phản ánh vào các khoản mục khác khi đánh giá lại (tiền, tài sản khác) và giá chuyển nhượng thấp hơn định giá của chúng tôi, (3) các dự án BT do đã trích lập dự phòng.
- **Chuyển từ định giá theo phương pháp P/B (P/B mục tiêu 1.5x) về giá trị sổ sách tại các dự án du lịch và chiết khấu thêm 50% giá trị do khả năng tạo ra dòng tiền kém:** Tropicana Long Hải, KDC Làng nghề Hàm Ninh
- **Nợ vay ròng tăng 4,327 tỷ VND** khi DN theo đuổi Lotte Eco Smart City và mua lại dự án 239 CMT8.

Bảng 9: Định giá PDR

Tỷ VND	Phương pháp	Đánh giá lại	% Tỷ lệ sở hữu	PDR
Quy Nhơn Iconic	RNAV	1,878	100%	1,878
Hàn Riverside	RNAV	844	100%	844
239 CMT8	RNAV	1,178	100%	1,178
Lotte Eco Smart City (căn hộ)	RNAV	7,106	35%	2,487
Lotte Eco Smart City (thương mại)	DCF	7,357	100%	7,357
Tropicana Long Hải	Book Value	1,995	100%	1,995
Hàng tồn kho khác	Book Value	703	100%	703
Chiết khấu các dự án nghỉ dưỡng	50%			(1,770)
Tổng giá trị đánh giá lại				15,113
(+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn				142
(-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng				(7,932)
(+) Tài sản khác				8,558
(-) Nợ tiềm tàng				(2,814)
Tổng giá trị doanh nghiệp				13,067
Số lượng cổ phiếu (triệu)				997.8
Giá hiện tại				11,300
Giá mục tiêu				13,100
Tiềm năng tăng giá				15.9%

Bảng 10: Định giá lợi ích kinh tế của PDR tại dự án Lotte Eco Smart City

Đơn vị: Tỷ VND	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Cấu phần căn hộ										
Dòng tiền vào	-	-	1,101	3,324	7,264	10,093	11,226	12,349	7,858	2,807
Dòng tiền ra	(10,940)	(1,521)	(1,373)	(2,473)	(3,982)	(3,363)	(2,233)	(2,538)	(1,266)	-
Dòng tiền ròng	(10,940)	(1,521)	(273)	851	3,282	6,730	8,993	9,811	6,592	2,807
Giá trị hiện tại	(10,940)	(1,363)	(219)	612	2,115	3,885	4,652	4,547	2,737	1,044
Định giá	7,069									
PDR	2,474									

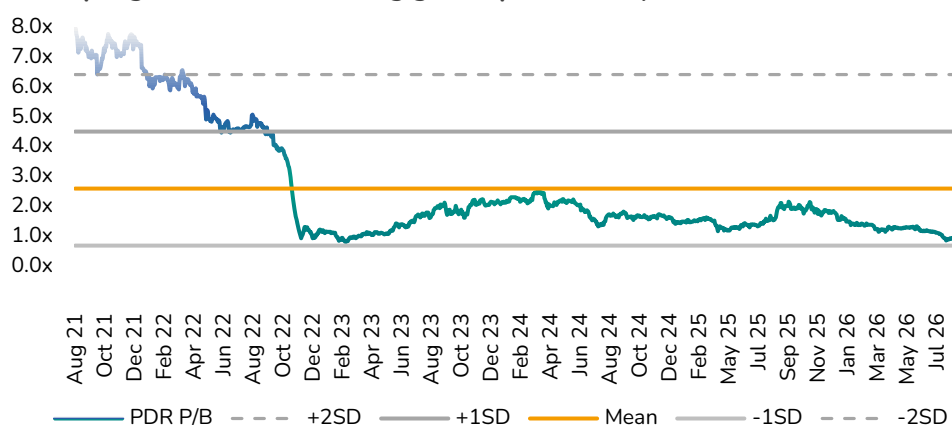
Đơn vị: Tỷ VND	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034-2067
Block thương mại 2-1, 2-3									
Dòng tiền vào	-	-	-	483	754	1,854	2,885	3,499	227,913
Dòng tiền ra	(4,448)	(605)	(1,716)	(1,983)	(1,450)	(2,068)	(1,055)	(1,295)	(86,753)
Dòng tiền ròng	(4,448)	(605)	(1,716)	(1,500)	(696)	(213)	1,830	2,203	2,203
Giá trị hiện tại	(4,448)	(542)	(1,378)	(1,079)	(449)	(123)	947	1,021	13,336
Định giá	7,285								
PDR	7,285								

Nguồn: BSC Research

2026-2027 sẽ là vùng trứng lợi nhuận của doanh nghiệp với chi phí tài chính cao, nhu cầu vốn đầu tư lớn nhưng lợi nhuận phụ thuộc hoàn toàn vào thoái vốn. Mặc dù vậy, **chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để quan sát và đánh giá cơ hội đầu tư PDR khi nhìn vào chất lượng của quá trình “đập đi xây lại”**: (1) thu tiền thật từ dự án cũ, (2) mạnh tay làm sạch bảng cân đối kế toán, (3) tập trung nguồn lực vào quỹ đất chất lượng cao như 239 CMT8, Hàn Riverside và đặc biệt là Lotte Eco Smart City.

PDR hiện đang giao dịch tại 2026F P/B = 0.91x và 2027F P/B = 0.88x, tiệm cận mức -1 lần đầu lệch chuẩn 0.71x, đã phản ánh phần lớn triển vọng lợi nhuận kém khả quan trong 2026-2027. Khả năng tái định giá phụ thuộc vào tiến độ thu hồi vốn từ các khoản đầu tư cũ, kiểm soát đòn bẩy tài chính và Lotte Eco Smart City triển khai đúng tiến độ.

Hình 3: Định giá P/B của PDR trong giai đoạn 2021-nay



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Chúng tôi lưu ý tiềm năng điều chỉnh tăng giá mục tiêu có thể xảy ra trong các trường hợp:

- Giá bán thực tế cao hơn kỳ vọng tại Lotte Eco Smart City (270 triệu VND/m²) và 239 CMT8 (200 triệu VND/m²). Các dự án này đang chiếm 72% định giá của DN.
- Dòng tiền từ HTĐT/chuyển nhượng sớm một phần sàn thương mại Lotte Eco Smart City giúp PDR hạ “tỷ lệ đòn bẩy”.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu	2,017	1,325	654	1,252
Giá vốn hàng bán	(1,156)	(605)	(395)	(857)
Lợi nhuận gộp	861	720	259	396
Chi phí bán hàng	(69)	(25)	(35)	(43)
Chi phí QLDN	(195)	(237)	(435)	(245)
Lãi/lỗ HDKD	597	459	(211)	108
Doanh thu tài chính	401	638	1,561	1,000
Chi phí tài chính	(35)	(2)	(349)	(20)
Chi phí lãi vay	(285)	(347)	(352)	(393)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	(50)	(13)	-	-
Lãi/lỗ khác	61	(84)	(59)	(139)
LN trước thuế	690	651	589	556
Thuế thu nhập DN	(167)	(136)	(287)	(111)
LN sau thuế	523	515	302	445
CĐTS	0	(0)	-	-
LNST-CĐTS	523	515	302	445
EBITDA	613	472	(206)	118
EPS	546	470	275	406

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F
(lỗ)/LNST	690	651	589	556
Khấu hao và phân bổ	17	13	5	10
Thay đổi vốn lưu động	(4,689)	(2,259)	5,183	711
Điều chỉnh khác	(634)	(917)	(1,542)	(1,318)
LCTT từ HĐ KD	(4,616)	(2,513)	4,235	(40)
Tiền chi mua TSCĐ	(77)	(27)	(68)	(72)
Đầu tư khác	987	287	1,929	1,795
LCTT từ HĐ đầu tư	910	260	1,862	1,723
Tiền chi trả cổ tức	-	-	-	-
Tiền từ vay ròng	2,202	2,106	2,459	(71)
Tiền thu khác	1,343	179	(7,666)	(2,734)
LCTT từ HĐ tài chính	3,545	2,285	(5,207)	(2,805)
Dòng tiền đầu kỳ	505	344	376	1,265
Tiền trong kỳ	(161)	32	889	(1,123)
Dòng tiền cuối kỳ	344	376	1,265	142

CĐKT (Tỷ đồng)	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn	21,706	24,176	19,907	19,837
Tiền & Tương đương tiền	344	376	1,265	142
Đầu tư ngắn hạn	115	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	7,762	7,000	5,453	5,819
Hàng tồn kho	13,400	16,715	13,104	13,790
TS ngắn hạn khác	85	85	85	85
Tài sản dài hạn	2,410	3,096	12,720	14,985
Tài sản hữu hình	744	733	728	717
Tài sản dở dang dài hạn	533	533	81	81
Đầu tư dài hạn	63	62	62	62
Tài sản dài hạn khác	1,069	1,767	11,850	14,125
Tổng Tài sản	24,116	27,271	32,627	34,822
Tổng nợ ngắn hạn	8,400	10,259	12,769	14,530
Nợ phải trả	198	164	129	135
Vay ngắn hạn	1,455	1,106	1,071	1,061
Nợ ngắn hạn khác	6,747	8,988	11,569	13,334
Tổng nợ dài hạn	4,293	4,589	7,083	7,021
Vay dài hạn	3,889	4,438	6,932	6,871
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	404	151	151	151
Tổng nợ phải trả	12,693	14,847	19,852	21,552
Vốn góp	8,731	9,978	9,978	9,978
Thặng dư vốn cổ phần	70	410	410	410
LN chưa phân phối	2,320	1,736	2,038	2,483
Vốn chủ khác	244	248	298	348
Cổ đông thiểu số	58	51	51	51
Tổng vốn chủ sở hữu	11,424	12,424	12,776	13,271
Tổng nguồn vốn	24,116	27,271	32,627	34,822
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	873	998	998	998

Chỉ số (%)	2024	2025	2026F	2027F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	2.6	2.4	1.6	1.4
Hệ số TT nhanh	1.0	0.7	0.5	0.4
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	22%	20%	25%	23%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	47%	45%	63%	60%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	4,232	10,088	12,115	5,875
Số ngày phải thu	1,405	1,928	3,045	1,696
Số ngày phải trả	1,865	5,034	361	288
CCC	3,772	6,982	14,799	7,283
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	43%	54%	40%	32%
Biên Lợi nhuận ròng	26%	39%	46%	36%
ROE	4.6%	4.1%	2.4%	3.4%
ROA	2.2%	1.9%	0.9%	1.3%
Định giá				
PE	21.3	24.8	42.4	28.7
PB	1.02	0.94	0.91	0.88
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	227%	-34%	-51%	92%
Tăng trưởng EBIT	81%	-23%	-146%	-151%
Tăng trưởng LNNT	-23%	-2%	-41%	48%
Tăng trưởng EPS	-37%	-14%	-41%	48%

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 đồng 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 Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

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

Bloomberg: RESP BSCV <GO>



Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NẮM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Phan Quốc Bửu

Quyền phụ trách Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Buupq@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Quyền phụ trách Nhóm ngành và Doanh nghiệp

Ngành – Doanh nghiệp

Tuntc@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpq@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Vũ Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyvch@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn