

Mua vào (giữ nguyên)

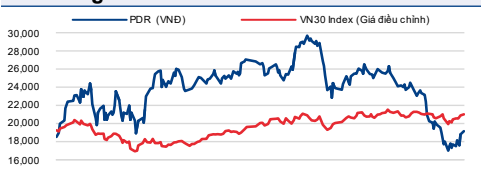
Giá mục tiêu: VNĐ25,200 (từ VNĐ32,886)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/8/2024)	19,150
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,000-29,770
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,517
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,148
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	567
Slg CP lưu hành (tr.đv)	739
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	362
Slg CP NN được mua (tr.đv)	341
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.83%
Tỷ lệ freefloat	44.3%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Đạt (43.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(5.43)	(26.5)	(0.49)
So với chỉ số	(5.19)	(25.9)	(8.84)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	934	647	44.3
2025F	845	1,530	(44.8)
2026F	1,629	2,822	(42.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PDR là nhà phát triển bất động sản dân dụng và nghỉ dưỡng tập trung vào các dự án thuộc phân khúc cao cấp và trung cấp trải dài từ miền Trung đến miền Nam

Chuyên viên phân tích

Bùi Thị Thùy Trang

Chuyên Viên , Ngành Bất Động Sản
trang.btt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 172

Hồ Thị Kiều Trang, CFA

Giám đốc, Ngành Bất Động Sản
trang.htk@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 129

Những đợt mở bán trong ngắn hạn giúp kích lệ tâm lý nhà đầu tư; khuyến nghị Mua vào

- HSC giảm 31% giá mục tiêu xuống 25.200đ do áp dụng một số giả định định giá thận trọng hơn. Tuy nhiên, với những tin tức tích cực về việc mở bán dự án sắp tới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 32% tại giá mục tiêu mới.
- HSC nâng 56% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 729 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) để phản ánh việc ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ chuyển nhượng cổ phần công ty liên kết trong Q2/2024 (24% cổ phần còn lại dự kiến sẽ được ghi nhận trong Q3/2024). Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng hạ dự báo cho năm 2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 27% trong 3 tháng qua, PDR hiện có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần và cổ phiếu PDR cũng đang giao dịch với mức chiết khấu 39% so với RNAV dự phóng.

Sự kiện: Đánh giá KQKD nửa đầu năm 2024 và triển vọng thị trường

HSC xem xét lại dự báo và định giá đối với PDR sau khi đánh giá các yếu tố sau:

- KQKD Q2/2024 vượt dự báo của HSC về lợi nhuận thuần nhờ ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ chuyển nhượng cổ phần trong công ty liên kết.
- Dự án Trần Phú nộp đơn xin phê duyệt chủ trương đầu tư và chuyển đổi từ dự án condotel sang BĐS thương mại vào tháng 7.
- Triển vọng chung của PDR trong bối cảnh còn nhiều bất ổn do một số luật mới ban hành.

Tác động: Nâng dự báo cho năm 2024, hạ dự báo cho năm 2026

HSC nâng 56,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 729 tỷ đồng (tăng trưởng 6,6%) để phản ánh lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần công ty liên kết được ghi nhận trong Q2/2024, dự báo đóng góp 315 tỷ đồng vào lợi nhuận thuần (chúng tôi hiện dự kiến lợi nhuận chuyển nhượng 24% cổ phần còn lại sẽ được ghi nhận trong Q3/2024). Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên từ công ty liên kết này, dự báo cho năm 2024 của chúng tôi không thay đổi. Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm 24% dự báo cho năm 2026 xuống 1.492 tỷ đồng (tăng trưởng 91,6%) do lùi thời gian ghi nhận doanh thu của dự án Cadia Quy Nhơn sang năm 2027 sau khi PDR lùi việc mở bán dự án này (sang năm 2025).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 27% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index, PDR đang có P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần và cổ phiếu PDR cũng đang được giao dịch với mức chiết khấu 39% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi HSC khuyến nghị lần đầu là 26,3%). Chúng tôi cho rằng sự suy yếu này của giá cổ phiếu đã qua. Triển vọng của PDR vẫn tích cực, với hai dự án dự kiến được mở bán trong nửa cuối năm 2024, giúp cải thiện tâm lý nhà đầu tư.

HSC giảm 30,5% giá mục tiêu xuống 25.200đ do (1) giảm định giá của dự án Trần Phú (Đà Nẵng), (2) khả năng chậm trễ trong việc mở bán các dự án Cadia Quy Nhơn và Poulo Condo, và (2) chiết khấu của thị giá so với giả định RNAV tăng lên mức 20% (từ 10%). Lưu ý, tiến độ xây dựng tại ba dự án này, cùng với dự án Bắc Hà Thanh và Bình Dương Tower, đang được đẩy nhanh để kịp tiến độ mở bán trong nửa cuối năm 2024. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 32% tại giá mục tiêu mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/8.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	885	373	743 ▼	1,197	2,123 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,137	684	729 ▲	779	1,492 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,363	854	934 ▲	845 ▼	1,629 ▼
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,135	12,887	11,740	12,632	14,341 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	45.0	25.8	16.0	8.18
P/E ĐC (lần)	14.1	22.4	20.5	22.7	11.8
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.58	1.49	1.63	1.52	1.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(55.4)	(37.3)	9.34	(9.53)	92.8
ROAE (%)	15.0	7.74	7.38	7.32	12.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm giá mục tiêu, nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào trước triển vọng mở bán các dự án mới

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PDR nhưng giảm 30,5% giá mục tiêu xuống 25.200đ (tiềm năng tăng giá 31,6%) dựa trên một số giả định định giá thận trọng hơn. Chúng tôi tăng 56% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 729 tỷ đồng (tăng trưởng 7%), nhưng hoàn toàn là do ghi nhận lợi nhuận không thường xuyên từ chuyển nhượng cổ phần tại công ty liên kết; chúng tôi giữ nguyên dự báo cho năm 2025 và giảm dự báo cho năm 2026. Lưu ý, HSC dự kiến dự kiến có hai dự án được mở bán trong năm nay, bao gồm Bắc Hà Thanh trong Q3/2024 và Bình Dương Tower trong Q4/2024; đây sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho năm 2024. PDR đang bị định giá thấp sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh trong 3 tháng qua.

Đánh giá các diễn biến quan trọng gần đây

Cập nhật tiến độ các dự án

Dời thời gian mở bán dự kiến cho Cadia Quy Nhơn và Poulo Condo

Trong cuộc họp báo cáo KQKD hằng quý do HSC tổ chức vào ngày 7/8, PDR đã cập nhật cho các nhà đầu tư về tiến độ pháp lý tại hai dự án quan trọng dự kiến triển khai trong năm nay – dự án Khu dân cư Bắc Hà Thanh và dự án Bình Dương Tower. Theo đó, Bắc Hà Thanh đang tiến hành giải phóng mặt bằng và dự kiến sẽ nhận được quyền sử dụng đất vào cuối Q3/2024, muộn hơn so với dự kiến ban đầu của chúng tôi là vào khoảng cuối Q2 hoặc đầu Q3/2024. Đối với dự án Bình Dương, Công ty cũng đang chờ phê duyệt tiền sử dụng đất, tiến độ này cũng muộn hơn so với dự kiến của chúng tôi.

Do kỳ vọng việc phê duyệt tiền sử dụng đất sẽ sớm được hoàn tất nên chúng tôi giữ nguyên dự báo về thời gian mở bán các dự án này trong Q4/2024, nhưng lưu ý là có thể có rủi ro giảm đối với dự báo doanh số bán nhà trước đó cho năm 2024 và 2025, nếu quá trình phê duyệt phí sử dụng đất mất nhiều thời gian hơn dự kiến.

Bảng 1: Các dự án trọng điểm, BDR

Tên dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	% PDR sở hữu	Loại sản phẩm	Tiến độ
Bắc Hà Thanh	Quy Nhơn	43.2	100%	Đất nền	Đang xây dựng
Bình Dương Tower	Bình Dương	4.5	100%	Nhà cao tầng	Đang xây dựng
Cadia Quy Nhơn	Quy Nhơn	0.5	94%	Condotel	Đang xây dựng
Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	7.4	99%	Condotel	Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
Trần Phú	Đà Nẵng	0.3	99%	Khách sạn	Chờ chấp thuận chủ trương đầu tư
Paulo Condo	Vũng Tàu	12.0	100%	Condotel	Đã có quy hoạch 1/500

Nguồn: PDR, HSC

Một số thông tin thêm về các dự án:

- Dự án Khu dân cư kết hợp chỉnh trang đô thị Bắc Hà Thanh** (43ha) nằm cạnh sông Hà Thanh, huyện Tuy Phước, tỉnh Bình Định bao gồm khoảng 1.422 lô đất. Việc xây dựng dự án đang được đẩy nhanh (Biểu đồ 2) và dự kiến đóng góp 4,9% tổng RNAV dự phóng cho năm 2024. Việc nộp tiền sử dụng đất dự kiến sẽ hoàn tất vào tháng 9/2024 và dự án sẽ được mở bán trong Q3/2024.
- Dự án Bình Dương Tower** đang được xây dựng sau khi nhận được giấy phép xây dựng cho Thuận An 2 (Biểu đồ 3). Dự án dự kiến sẽ hoàn tất việc nộp phí sử dụng đất vào tháng 10/2024 và sẽ được mở bán vào tháng 11/2024, đóng góp 18,7% vào tổng RNAV dự phóng cho năm 2024.

Bình Dương Tower có tổng diện tích 45ha, dự kiến cung cấp 5.907 căn hộ thuộc phân khúc trung cấp, phân khúc có tính thanh khoản cao nhất trong bối cảnh thị trường BĐS đang trong giai đoạn đầu phục hồi. Dự án nằm trên đường Nguyễn Thị Minh Khai, phường Thuận Giao, tỉnh Bình Dương, gần các KCN đông đúc như VSIP, Đồng An, Việt Hương và được kỳ vọng có tỷ lệ hấp thụ tốt.

- Cadia Quy Nhơn** (0,5ha) tọa lạc tại vị trí đắc địa số 1 Ngô Mây, nằm ngay ngã năm trung tâm thành phố Quy Nhơn, nhìn ra Quảng trường Trung tâm (Biểu đồ 5). HSC nhận thấy dự án đang có tiến triển trong xây dựng, nhưng việc mở bán có thể sẽ

diễn ra muộn hơn dự kiến (năm 2025 so với dự báo trước đó là năm 2024). Dự án dự kiến đóng góp 4,8% vào tổng RNAV dự phóng cho năm 2024.

Trong khi đó, do tiến độ phê duyệt pháp lý tại các thị trường địa phương chậm hơn dự kiến, cùng với những khó khăn trong ngắn hạn của các công ty phát triển BĐS trong việc thích ứng với khung pháp lý mới (Luật Đất đai mới có hiệu lực từ ngày 1/8/2024), HSC lùi thời gian mở bán Cadia Quy Nhơn sang năm 2025 (từ năm 2024) và dự án Poulo Condo - Vũng Tàu sang năm 2026 (từ năm 2025). Theo đó, chúng tôi giảm lần lượt 8,1% và 21,1% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2024-2025 (xuống lần lượt 5,9 nghìn tỷ đồng và 11,2 nghìn tỷ đồng).

Hình 2: Tiến độ xây dựng dự án Bắc Hà Thanh



Nguồn: PDR

Hình 3: Tiến độ xây dựng dự án Bình Dương Tower



Nguồn: PDR

Hình 4: Vị trí địa lý của dự án Trần Phú tại TP. Đà Nẵng



Nguồn: PDR

Hình 5: Tiến độ xây dựng dự án Cadia Quy Nhơn



Nguồn: PDR

Thay đổi phương án định giá dự án Trần Phú

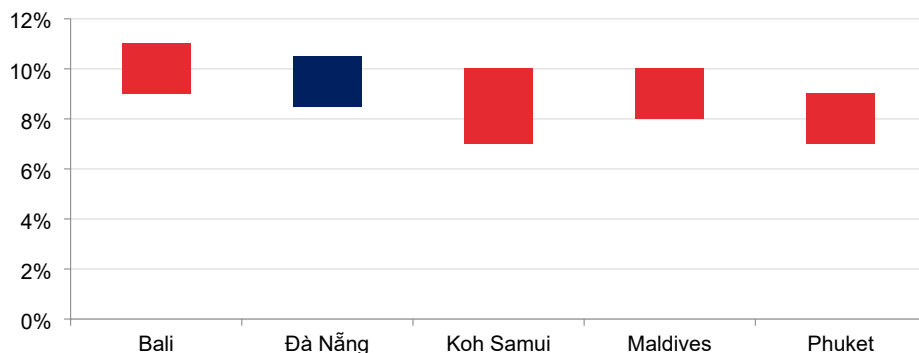
Dự án Trần Phú (Đà Nẵng, 0,27 ha), được thiết kế với 200 phòng khách sạn và 213 căn hộ condotel nhắm đến phân khúc cao cấp, nay đã chuyển đổi sang BĐS thương mại với 310 phòng khách sạn và vừa nộp hồ sơ xin phê duyệt chủ trương đầu tư vào ngày 15/7. Dự án tọa lạc bên bờ sông Hàn, gần Cầu Rồng và nằm ở ngã tư các tuyến đường chính Trần Phú, Bạch Đằng và Lê Hồng Phong (Biểu đồ 4).

HSC điều chỉnh phương pháp định giá cho dự án Trần Phú thành tỷ suất vốn hóa/tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD thay vì áp dụng phương pháp DCF. Sự thay đổi này giúp định giá của chúng tôi cho dự án Trần Phú phù hợp với phương pháp định giá BĐS thương mại, nhưng lại làm giảm 34,2% định giá dự án xuống 575 tỷ đồng (đóng góp 2% trong tổng RNAV dự phóng năm 2024). Do ngành khách sạn nghỉ dưỡng có tính chu kỳ cao, nên giá thuê và tỷ lệ lấp đầy tại các thời điểm trong chu kỳ có thể dẫn đến các mức độ ổn định khác nhau trong dòng doanh thu.

Cụ thể, HSC dự báo doanh thu từ việc cho thuê phòng sẽ là nguồn thu lớn nhất cho dự án (khoảng 90%). Các chỉ số chính được sử dụng trong ngành nghỉ dưỡng để đo lường hoạt động kinh doanh của khách sạn gồm Tỷ suất vốn hóa (Cap rate), Giá phòng bình quân theo ngày (ADR), Doanh thu trên mỗi phòng có sẵn (RevPAR), được đánh giá dựa trên đánh giá riêng của HSC và tham khảo các báo cáo thị trường của bên thứ ba như JLL, CBRE và Colliers International. Điều này mang tính chủ quan do dữ liệu về các giao dịch khách sạn tại thị trường Đà Nẵng còn hạn chế.

Tỷ suất vốn hóa: Theo JLL (Jones Lang LaSalle Incorporated là một công ty dịch vụ BĐS toàn cầu chuyên về BĐS thương mại và quản lý đầu tư), tỷ suất vốn hóa khách sạn tại Đà Nẵng dao động từ 9-11% (Bảng 6). HSC áp dụng tỷ suất vốn hóa 9% cho dự án, nhờ ngành du lịch Việt Nam đang phục hồi, đặc biệt là tại một điểm du lịch hàng đầu như thành phố Đà Nẵng và vị trí đắc địa của dự án có thể giúp đảm bảo tỷ lệ lấp đầy ổn định.

Biểu đồ 6: Biên độ tỷ suất vốn hóa của một số địa điểm du lịch, 2023



Nguồn: JLL, HSC

Các luật và quy định mới có thể gây ra bất ổn trong ngắn hạn

Luật Đất đai sửa đổi, Luật Nhà ở và Luật Kinh doanh BĐS có hiệu lực từ ngày 1/8/2024 dự kiến sẽ tạo ra những thách thức trong ngắn hạn cho các công ty phát triển BĐS trong việc thích ứng với khung pháp lý mới.

HSC nhận thấy những khó khăn ngày càng tăng về khả năng tiếp cận nguồn vốn cho các công ty phát triển BĐS, khi Luật Kinh doanh BĐS giảm số tiền đặt cọc xuống 5% (từ 30%). Ngoài ra, các dự án không có tình trạng pháp lý vững chắc dự kiến sẽ gặp khó khăn hơn trong việc vay vốn từ ngân hàng trong khi thị trường trái phiếu doanh nghiệp chưa hoàn toàn phục hồi. Chúng tôi cũng nhận thấy chi phí đất đai ngày càng tăng có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của các công ty phát triển BĐS trong tương lai.

Tuy nhiên, trong dài hạn, các luật này là cần thiết vì khung pháp lý được tăng cường sẽ thúc đẩy sự minh bạch và phát triển lành mạnh trên thị trường BĐS. Chúng tôi kỳ vọng quá trình đền bù đất đai sẽ được đẩy nhanh, thúc đẩy xây dựng CSHT và từ đó làm tăng giá trị BĐS.

Nhìn chung, HSC đang áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn đối với PDR bằng cách mở rộng mức chiết khấu đối với giả định RNAV lên 20% (từ 10%) do phí sử dụng đất cho các dự án chính là Bình Dương Tower và Bắc Hà Thanh đang chưa được tính toán xong. Phí sử dụng đất cao hơn dự kiến sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận dự án hoặc tạo ra trở ngại trong việc mở bán dự án.

24% cổ phần còn lại tại BICIDI sẽ được chuyển nhượng trong Q3/2024

Sau khi công bố KQKD Q2/2024, BLĐ cho biết PDR sẽ chuyển nhượng 24% cổ phần còn lại của công ty liên kết (CTCP Đầu tư BĐS BICIDI) trong Q3/2024 với cùng mức giá bán như trong Q2/2024. Thương vụ này dự báo sẽ mang lại doanh thu 738 tỷ đồng và lợi nhuận thuần 193 tỷ đồng (các chi tiết khác không được tiết lộ). Sau giao dịch, BICIDI sẽ không còn là công ty liên kết của PDR.

Lưu ý, PDR đã ghi nhận việc chuyển nhượng 25% cổ phần tại BICIDI (trước đây PDR sở hữu 49% cổ phần) trong Q2/2024, với tổng số tiền thu được là 770 tỷ đồng. Nhờ vào điều này, KQKD Q2/2024 của PDR đã vượt dự báo của HSC; công ty ghi nhận lợi nhuận thuần 50 tỷ đồng, giảm 81,9% so với cùng kỳ và 5,4% so với quý trước, trên doanh thu 8 tỷ đồng (tăng khoảng 3 lần so với cùng kỳ nhưng giảm 94,9% so với quý trước). Loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên này (dự báo khoảng 162 tỷ đồng), công ty ghi nhận lỗ thuần đã điều chỉnh là 112 tỷ đồng trong kỳ, thấp hơn mức lỗ thuần 147 tỷ đồng trong Q2/2023 và thấp hơn đáng kể so với dự báo của HSC.

Bên nhận chuyển nhượng số cổ phần trên là ông Nguyễn Trà Giang, phó chủ tịch của Công ty BĐS Realty Holdings (công ty tư nhân/chưa niêm yết), công ty môi giới BĐS

chuyên phân phối sản phẩm từ các dự án trọng điểm của PDR như Bình Dương Tower và Bắc Hà Thanh.

Hoàn tất việc phát hành quyền chọn mua và đang chờ phê duyệt việc chi trả cổ tức bằng cổ phiếu

Việc PDR phát hành 134,3 triệu cổ phiếu cho các cổ đông hiện hữu theo hình thức phát hành quyền chọn mua đã hoàn tất, nâng tổng số cổ phiếu đang lưu hành lên 873,1 triệu cổ phiếu. Tổng số tiền 1.343 tỷ đồng thu được sẽ được sử dụng để tài trợ cho việc phát triển các dự án Bắc Hà Thanh, Cadia Quy Nhơn và Bình Dương Tower của PDR.

Hiện tại, kế hoạch phát hành cổ phiếu để trả cổ tức với tỷ lệ chi trả 15% (cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu sẽ được nhận 15 cổ phiếu mới) đã được nộp lên Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC). PDR dự kiến phát hành tối đa 131 triệu cổ phiếu và không bị hạn chế chuyển nhượng.

Nâng dự báo cho năm 2024, hạ dự báo cho năm 2026

HSC tăng 56,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 lên 729 tỷ đồng (tăng trưởng 6,6%) trên doanh thu 1.930 tỷ đồng (tăng trưởng 212,5%), phản ánh việc ghi nhận lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần công ty liên kết trong Q2/2024 và 24% cổ phần còn lại trong Q3/2024. Lưu ý, nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên này (dự kiến đóng góp 315 tỷ đồng vào lợi nhuận thuần), dự báo năm 2024 của chúng tôi không thay đổi. Trong khi đó, dù có hay không có các khoản mục này, dự báo của HSC cho năm 2024 cũng cho thấy một sự phục hồi đáng kể từ lỗ HĐKD cốt lõi 70 tỷ đồng trong năm 2023. Các lô đất tại Bắc Hà Thanh có thể sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.

Chúng tôi cũng gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2025, với doanh thu dự kiến chỉ đến từ dự án Bắc Hà Thanh, đạt tổng cộng 2.606 tỷ đồng (tăng trưởng 35%). Theo đó, lợi nhuận thuần năm 2025 dự báo tăng trưởng 6,8% đạt 779 tỷ đồng và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng mạnh 88,2%.

HSC giảm lần lượt 24,2% và 18% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu năm 2026 xuống lần lượt 1.492 tỷ đồng (tăng trưởng 91,6%) và 4.458 tỷ đồng (tăng trưởng 71,1%) do lùi thời gian ghi nhận doanh thu cho dự án Cadia Quy Nhơn sang năm 2027 sau khi Công ty hoãn mở bán dự án này (sang năm 2025). Động lực tăng trưởng chính của PDR trong tương lai dự báo đến từ việc đẩy nhanh tiến độ bàn giao các dự án Cadia Quy Nhơn và Bình Dương Tower và các lô đất còn lại tại dự án Bắc Hà Thanh.

Theo đó, cho giai đoạn 2024-2026, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 29,7%, thấp hơn 14% so với bình quân dự báo thị trường.

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, PDR

Tỷ đồng	2023	2024F Mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2025F Mới	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 2023-26
Tổng doanh thu	618	1,930	-	212.5%	2,606	35.0%	4,458	-18.0%	71.1%	93.3%
Lợi nhuận gộp	544	1,043	-	91.7%	1,535	47.2%	2,596	-19.7%	69.2%	68.4%
LNST	682	753	53.6%	10.3%	805	6.9%	1,521	-23.7%	89.0%	30.6%
Lợi nhuận thuần	684	729	56.3%	6.6%	779	6.8%	1,492	-24.0%	91.6%	29.7%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	754	315	N/m	-58.2%	-	-100%	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(70)	414	-	N/m	779	88.2%	1,492	-	91.6%	N/m

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PDR nhưng giảm 30,5% giá mục tiêu xuống 25.200đ (tiềm năng tăng giá 31,6%). Việc cắt giảm giá mục tiêu của chúng tôi là do (1) thay đổi định giá của dự án Trần Phú, (2) khả năng chậm trễ trong việc mở bán các dự án khác, và (3) chiết khấu của thị giá so với giá định RNAV mở rộng trong bối cảnh các công ty phát triển BĐS gặp nhiều bất ổn do việc ban hành các luật mới.

Trong phương pháp định giá, HSC lưu ý những điều sau đây:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án đang phát triển và tỷ suất vốn hóa/tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD cho các dự án BĐS thương mại (Trần Phú - Đà Nẵng).
- Giả định WACC đối với PDR là 11,8% (không thay đổi). HSC vẫn giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh là 10% (sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội so với phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn của HSC là 8,5%), và giả định beta không thay đổi ở mức 0,9 lần.
- Chúng tôi tăng giả định chiết khấu so với RNAV từ 10% lên 20%, dựa trên mức chiết khấu bình quân từ ngày 26/2/2024 là 26,3% và phản ánh những bất ổn mới đối với các công ty phát triển BĐS trong bối cảnh khung pháp lý mới. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng triển vọng của PDR sẽ tiếp tục cải thiện với hai đợt mở bán lớn trong nửa cuối năm 2024 và những thành tựu của Công ty trong quá trình tái cấu trúc.

Chi tiết các giả định định giá mới và các giả định cơ bản của HSC được trình bày trong Bảng 8. Trong khi đó, độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu 20% so với RNAV được trình bày trong bảng 10.

Bảng 8: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa 2025)	Phương pháp
Cadia Quy Nhơn	94%	1,111	DCF
Bắc Hà Thanh	100%	857	DCF
Bình Dương Tower	100%	4,108	DCF
Paulo Condo	100%	3,282	DCF
Trần Phú	100%	575	NOI/
Các dự án khác	100%	17,397	tỷ suất vốn hóa
Tổng giá trị tài sản		29,774	Giá trị sổ sách
(-) Nợ thuần		(2,402)	
Tiền mặt		523	
Nợ		(2,925)	
RNAV		27,372	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)		873.1	
RNAV/cổ phiếu		31,400	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		20%	
Giá mục tiêu		25,200	

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: P/B trượt dự phóng 1 năm, PDR

PDR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, thấp hơn so với giá trị bình quân 3 năm là 2,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

Giả định chiết khấu so với RNAV	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	28,300	25,200	22,000	18,900	15,700
Tiềm năng tăng/giảm	47.8%	31.6%	14.9%	-1.3%	-18.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PDR đã giảm 27% trong 3 tháng qua và 5% trong 1 tháng qua do ảnh hưởng từ sự điều chỉnh của thị trường. PDR đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,4 lần, rẻ so với bình quân 3 năm ở mức 2,6 lần, và đang chiết khấu 39% so với RNAV dự phóng (chiết khấu bình quân của thị giá so với RNAV dự phóng là 26,3% kể từ khi HSC khuyến nghị lần đầu đối với PDR vào ngày 26/2/2024). HSC tin rằng triển vọng của PDR sẽ cải thiện hơn nữa nhờ vào hai đợt mở bán dự án lớn trong nửa cuối năm 2024 và những thành tựu của Công ty trong quá trình tái cấu trúc.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	1,505	618	1,930	2,606	4,458
Lợi nhuận gộp	1,277	544	1,043	1,535	2,596
Chi phí BH&QL	(301)	(214)	(312)	(355)	(491)
Thu nhập khác	(106)	30.0	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	871	360	731	1,180	2,105
Lãi vay thuần	612	553	250	(131)	(123)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(0.06)	(23.2)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,482	889	981	1,049	1,982
Chi phí thuế TNDN	(322)	(207)	(228)	(244)	(461)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(23.4)	1.56	(23.4)	(25.7)	(28.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,137	684	729	779	1,492
Lợi nhuận thuần ĐC	1,082	684	690	738	1,423
EBITDA ĐC	885	373	743	1,197	2,123
EPS (đồng)	1,693	1,009	987	892	1,709
EPS ĐC (đồng)	1,363	854	934	845	1,629
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	672	678	739	873	873
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	672	739	873	873	873
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	794	873	873	873	873

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	262	505	588	428	1,361
Đầu tư ngắn hạn	9.37	15.4	15.4	15.4	15.4
Phải thu khách hàng	5,650	4,115	5,528	7,036	11,521
Hàng tồn kho	12,181	12,200	16,279	21,946	29,759
Các tài sản ngắn hạn khác	114	81.5	85.6	89.9	94.4
Tổng tài sản ngắn hạn	18,217	16,916	22,496	29,515	42,752
TSCĐ hữu hình	30.4	23.2	349	382	417
TSCĐ vô hình	7.75	3.87	398	422	447
Bất động sản đầu tư	66.3	64.8	64.8	64.1	63.4
Đầu tư dài hạn	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,773	1,199	1,199	1,199	1,199
Tài sản dài hạn khác	2,746	2,858	2,358	2,475	2,588
Tổng tài sản dài hạn	4,627	4,151	4,372	4,546	4,717
Tổng cộng tài sản	22,843	21,068	26,868	34,061	47,469
Nợ ngắn hạn	2,668	815	1,383	727	382
Phải trả người bán	457	243	2,923	3,526	6,129
Nợ ngắn hạn khác	6,324	7,917	7,867	7,172	6,542
Tổng nợ ngắn hạn	11,029	9,177	14,904	20,773	33,157
Nợ dài hạn	1,772	2,290	1,610	2,130	1,633
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	782	21.0	21.0	21.0	21.0
Tổng nợ dài hạn	2,554	2,311	1,631	2,151	1,654
Tổng nợ phải trả	13,583	11,488	16,535	22,924	34,811
Vốn chủ sở hữu	8,151	9,521	10,251	11,030	12,522
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,110	58.2	81.5	107	136
Tổng vốn chủ sở hữu	9,261	9,579	10,332	11,137	12,658
Tổng nợ phải trả và VCSH	22,843	21,068	26,868	34,061	47,469
BVPS (đ)	12,135	12,887	11,740	12,632	14,341
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,178	2,600	2,406	2,429	654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	871	360	731	1,180	2,105
Khấu hao	(14.0)	(12.7)	(11.8)	(17.3)	(18.2)
Lãi vay thuần	612	553	250	(131)	(123)
Thuế TNDN đã nộp	(261)	(321)	(228)	(244)	(461)
Thay đổi vốn lưu động	(3,979)	791	(339)	(654)	426
Khác	80.4	(0.38)	15.2	(35.9)	(37.7)
LCT thuần từ HKKD	(3,779)	425	6.65	111	1,912
Đầu tư TS dài hạn	(80.9)	(105)	(247)	(155)	(152)
Góp vốn & đầu tư	(1,818)	(3.84)	0	0	0
Thanh lý	4,475	600	394	0	0
Khác	8.53	(1.78)	40.4	20.6	15.0
LCT thuần từ HĐĐT	2,585	490	188	(135)	(137)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	2.59	682	0	0	0
Tăng/giảm nợ	959	(1,354)	(112)	(136)	(842)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	962	(672)	(112)	(136)	(842)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	494	262	505	588	428
LCT thuần trong kỳ	(232)	243	82.5	(159)	933
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	262	505	588	428	1,361
Dòng tiền tự do	(3,860)	320	(240)	(43.9)	1,760

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	84.9	88.0	54.0	58.9	58.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	58.8	60.3	38.5	45.9	47.6
Tỷ suất LNT (%)	75.6	111	37.8	29.9	33.5
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.7	23.3	23.3	23.3	23.3
Tăng trưởng doanh thu (%)	(58.4)	(59.0)	213	35.0	71.1
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(64.8)	(57.9)	99.4	61.2	77.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(39.2)	(36.8)	0.88	6.92	92.8
Tăng trưởng EPS (%)	(47.1)	(40.4)	(2.23)	(9.62)	91.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(55.4)	(37.3)	9.34	(9.53)	92.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.0	7.74	7.38	7.32	12.7
ROACE (%)	7.37	3.04	6.13	9.35	15.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.07	0.03	0.08	0.09	0.11
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(4.34)	1.18	0.01	0.09	0.91
Số ngày tồn kho	19,560	60,238	6,693	7,479	5,835
Số ngày phải thu	9,072	20,318	2,273	2,398	2,259
Số ngày phải trả	733	1,202	1,202	1,202	1,202
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	66.5	27.3	23.5	22.0	5.22
Nợ/tài sản (%)	24.9	14.8	11.1	8.39	4.25
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	8.99	17.1
Nợ/EBITDA (lần)	6.42	8.35	4.03	2.39	0.95
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.65	1.84	1.51	1.42	1.29
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.3	27.1	9.91	7.35	3.90
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	45.0	25.8	16.0	8.18
P/E (lần)	11.3	19.0	19.4	21.5	11.2
P/E ĐC (lần)	14.1	22.4	20.5	22.7	11.8
P/B (lần)	1.58	1.49	1.63	1.52	1.34
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn