

Mua vào (giữ nguyên)

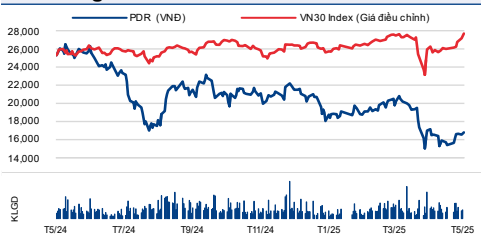
Giá mục tiêu: VNĐ20,600 (từ VNĐ25,200)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/5/2025)	16,800
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,050-26,550
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	14,669
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	566
Slg CP lưu hành (tr.đv)	873
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	428
Slg CP NN được mua (tr.đv)	403
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	(2.04)	(12.0)	(33.6)
So với chỉ số	(7.09)	(15.7)	(39.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	302	717	(57.9)
2026F	608	1,277	(52.4)
2027F	754	4,785	(84.2)

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

Việc giảm dự báo lợi nhuận đã phản ánh vào giá cổ phiếu; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 18,3% giá mục tiêu xuống 20.600đ (tiềm năng tăng giá 22,6%), trên cơ sở giảm dự báo lợi nhuận, lùi thời điểm mở bán dự án Cadia Quy Nhơn và thay đổi các giả định định giá.
- Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 55,3% và 17,7% dự báo lợi nhuận do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cũng như doanh thu ghi nhận tại dự án Quy Nhơn Iconic. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) do bắt đầu ghi nhận doanh thu tại dự án Bình Dương Tower.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, PDR đang có mức định giá thấp và đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là 29,9%) và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,2 lần (thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 58,3 lần).

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q1/2025 và năm 2024

PDR công bố KQKD Q1/2025 với 78 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng 47,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 438 tỷ đồng (tăng gần 3 lần so với cùng kỳ nhưng giảm 32,5% so với quý trước). KQKD trên thấp hơn kỳ vọng của HSC do tỷ lệ hấp thụ tại dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn dự kiến (tên cũ: dự án Bắc Hà Thanh).

Chúng tôi lưu ý rằng BCTC sau kiểm toán năm 2024 của PDR cho thấy lợi nhuận thuần đạt 115 tỷ đồng (giảm 77,3% so với cùng kỳ) trên doanh thu 822 tỷ đồng (tăng trưởng 33%) – cả hai chỉ số đều thấp hơn nhiều so với BCTC do Công ty tự lập và được công bố trước đó, do hoãn ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026, đưa ra dự báo cho năm 2027

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 55,3% và 17,7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 xuống 285 tỷ đồng (tăng trưởng 83,6%) và 563 tỷ đồng (tăng trưởng 97,8%) do giảm giả định doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp từ dự án Quy Nhơn Iconic. Đáng lưu ý, ngoại trừ các khoản lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024 (tổng cộng 315 tỷ đồng, liên quan đến hoạt động bán cổ phần tại công ty liên kết), lợi nhuận năm 2025 dự kiến có chuyển biến tích cực từ lỗ HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng trong năm 2024. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) do bắt đầu ghi nhận doanh thu tại dự án Bình Dương Tower.

Dự báo mới cho năm 2025-2026 của chúng tôi – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 64,9%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, PDR có mức định giá thấp và đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là 29,9%) và có P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,2 lần (thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 58,3 lần). HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 18,3% giá mục tiêu xuống 20.600đ (tiềm năng tăng giá 22,6%).

Ở mức giá hiện tại, chúng tôi cho rằng định giá của PDR vẫn còn thấp, nhiều thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu và những tiến triển trong kế hoạch phát triển dự án của Công ty sẽ giúp PDR được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Việc mở bán thành công dự án Bình Dương Tower có thể là động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/5.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	373	247	657 ▼	1,035 ▼	1,148
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	684	155	285 ▼	563 ▼	696
EPS ĐC (đồng)	854	188	302 ▼	608 ▼	754
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,887	12,599	12,926 ▼	13,571 ▼	14,369
EV/EBITDA ĐC (lần)	40.3	79.7	29.7	18.6	15.5
P/E ĐC (lần)	19.7	89.4	55.7	27.6	22.3
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.30	1.33	1.30	1.24	1.17
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	60.5	102	24.0
ROAE (%)	7.74	1.51	2.56	4.87	5.71

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

Lùi thời điểm mở bán dự án Cadia Quy Nhơn sang năm 2026

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 18,3% giá mục tiêu xuống 20.600đ (tiềm năng tăng giá 22,6%), trên cơ sở giảm dự báo lợi nhuận, lùi thời điểm mở bán dự án Cadia Quy Nhơn và thay đổi các giả định định giá. Cho năm 2025-2026, chúng tôi giảm lần lượt 55,3% và 17,7% dự báo lợi nhuận do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp cũng như doanh thu ghi nhận tại dự án Quy Nhơn Iconic. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) do Công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu tại dự án Bình Dương Tower. PDR đang có mức định giá thấp và đang giao dịch ở mức chiết khấu 34,6% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là 29,9%) và có P/E trượt phóng 1 năm là 31,2 lần (thấp hơn nhiều so với bình quân 3 năm ở mức 58,3 lần).

Phân tích KQKD gần đây

KQKD Q1/2025

PDR công bố KQKD Q1/2025 với 78 tỷ đồng lợi nhuận thuần (tăng 47,9% so với cùng kỳ) trên doanh thu 438 tỷ đồng (tăng gần 3 lần so với cùng kỳ nhưng giảm 32,5% so với quý trước). Kết quả trên thấp hơn kỳ vọng của HSC – hoàn thành lần lượt chỉ 7% và 8,3% dự báo doanh thu và lợi nhuận thuần trước đó của chúng tôi – do tỷ suất lợi nhuận gộp và doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic giảm (tên cũ: dự án Bắc Hà Thanh).

Doanh thu mảng kinh doanh BĐS đạt 435 tỷ đồng (tăng 173% so với cùng kỳ nhưng giảm 31,9% so với quý trước) nhờ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Quy Nhơn Iconic. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 39,8%, cao hơn so với mức 36% trong Q4/2024 nhưng thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi ở mức 52%.

Tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của PDR trong quý tăng lên 46,4%, cao hơn so với mức 43,8% trong Q4/2024 và cao hơn nhiều so với mức 36,6% trong Q1/2024 do dư nợ thuần tăng lên 5,2 nghìn tỷ đồng.

Bảng 1: KQKD Q1/2025, PDR

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2025 của HSC	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu thuần	162	438	170.0%	2,327	7.0%
Lợi nhuận gộp	161	175	8.5%		
Thu nhập tài chính	1	2	64.8%		
Chi phí tài chính	(66)	(67)	2.3%		
Chi phí BH&QL	(47)	(45)	-2.8%		
LNST	53	78	47.8%		
Lợi nhuận thuần	53	78	47.9%	637	8.3%

Nguồn: PDR, HSC

Bảng 2: KQKD năm 2024, PDR

Tỷ đồng	2024	2024 (theo PDR)	2024 (đã kiểm toán)	Điều chỉnh	Tăng trưởng	Dự báo cũ 2024 của HSC	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu thuần	618	2,017	822	-59.3%	33.0%	1,334	61.6%
Lợi nhuận gộp	544	861	399	-53.7%	-26.6%		
Thu nhập tài chính	954	401	401	0.0%	-57.9%		
Chi phí tài chính	(402)	(721)	(320)	-55.7%	-20.4%		
Chi phí BH&QL	(214)	(265)	(232)	-12.3%	8.5%		
LNST	682	523	155	-70.3%	-77.3%		
Lợi nhuận thuần	684	523	155	-70.3%	-77.3%	518	29.9%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	757	315	315	0.0%	-58.4%		
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(73)	207	(160)	-177.2%	119.8%		

Nguồn: HSC ước tính

BCTC kiểm toán năm 2024

Đáng lưu ý, BCTC kiểm toán năm 2024 của Công ty cho thấy lợi nhuận thuần đạt 115 tỷ đồng (giảm 77,3% so với cùng kỳ) trên doanh thu 822 tỷ đồng (tăng trưởng 33%), thấp hơn nhiều so với BCTC do Công ty tự lập, do hoàn ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic (Bảng 3) và hoàn thành lần lượt chỉ 29,9% và 61,6% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu cho năm 2024 của HSC. Chúng tôi ước tính khoảng 190 căn hộ ghi nhận được doanh thu trong năm 2024 trong khi Công ty bán được 535 lô đất nền và 92 căn shophouse tại dự án Quy Nhơn Iconic trong Q4/2024.

Trước đó, PDR công bố điều chỉnh 49,5% và 70,3% doanh thu và LNST năm 2024 do lùi thời điểm ghi nhận doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic (tên cũ: dự án Bắc Hà Thanh) để phù hợp với tiêu chuẩn kế toán.

PDR lên kế hoạch tổ chức ĐHCĐ vào tháng 6/2025 và chưa công bố các tài liệu liên quan.

Các dự án đang triển khai: Lùi thời gian mở bán dự án Cadia Quy Nhơn

HSC dự báo trong năm 2025, Công ty sẽ mở bán dự án Bình Dương Tower nhưng lùi thời điểm mở bán dự án Cadia Quy Nhơn sang năm 2026 (từ năm 2025). Do đó, chúng tôi giảm 9,3% dự báo doanh số bán nhà năm 2025 xuống 6,5 nghìn tỷ đồng, vẫn tăng trưởng 10 lần nhờ đóng góp từ dự án Bình Dương Tower. Trong khi đó, dự báo doanh số bán nhà năm 2026 được điều chỉnh tăng 9,8% lên 8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 23,3%) nhờ các dự án Quy Nhơn Iconic, Bình Dương Tower và Cadia Quy Nhơn.

- **Dự án Quy Nhơn Iconic** (43 ha) (1.422 căn hộ, tỉnh Bình Định). Dự án được mở bán lần đầu trong Q4/2024, với 535 lô đất nền và 92 căn shophouse đã được bán ra. Khoảng 190 căn hộ được ghi nhận doanh thu trong năm 2024, tổng cộng 640 tỷ đồng. Giá bán rơi vào khoảng 25-30 triệu đồng/m².
- 795 lô đất nền thuộc giai đoạn 2 của dự án đã được mở bán trong tháng 3/2025 và có 100 lô đất đã được bán ra tính đến thời điểm hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng số lượng đất nền được bán ngày càng tăng trong thời gian tới nhờ thị trường đất nền đang ấm lên và việc ghi nhận doanh thu sẽ hoàn tất trong năm 2025-2026.
- **Bình Dương Tower:** Công tác xây dựng phần móng đã hoàn thành và Công ty cũng đã thanh toán tiền sử dụng đất cho Giai đoạn 1 của dự án. HSC dự báo dự án sẽ được mở bán vào nửa cuối năm 2025 với giá bán bình quân dự kiến là 47 triệu đồng/m². Dự án này đóng góp 19,2% ước tính RNAV của PDR. Công ty dự kiến ghi nhận doanh thu từ dự án này từ năm 2027.

Dự án được thiết kế với 5.907 căn hộ thuộc phân khúc trung cấp, phân khúc có thanh khoản tốt nhất trong bối cảnh thị trường BĐS đang phục hồi. Vị trí của dự án nằm trên đường Nguyễn Thị Minh Khai, thành phố Thuận An, tỉnh Bình Dương. Cùng với kế hoạch sáp nhập tỉnh, dự án này được kỳ vọng có tỷ lệ hấp thụ cao.

- **Dự án Cadia Quy Nhơn** (0,5 ha) tọa lạc tại vị trí đắc địa, số 1 đường Ngô Mây, giữa ngã năm trung tâm thành phố Quy Nhơn, nhìn ra Quảng trường trung tâm

(Bảng 5). Chúng tôi nhận thấy có tiến triển trong công tác triển khai xây dự án, nhưng hoạt động mở bán có thể được triển khai chậm hơn kỳ vọng của chúng tôi (năm 2026 so với năm 2025 trước đó).

Giảm dự báo năm 2025-2026; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 55,3% và 17,7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 xuống 285 tỷ đồng (tăng trưởng 83,6%) và 563 tỷ đồng (tăng trưởng 97,8%) do giảm giả định doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp từ dự án Quy Nhơn Iconic. Chúng tôi kỳ vọng khoảng 35% dự án sẽ được bán và ghi nhận doanh thu trong năm nay (so với dự báo trước đó là 45%) do tỷ lệ hấp thụ thấp hơn kỳ vọng sau khi Công ty công bố KQKD Q1/2025. Chúng tôi cũng giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của dự án xuống 48% từ 52% trước đó sau khi Công ty công bố KQKD năm 2024. Đáng lưu ý, ngoại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên vào năm ngoài (315 tỷ đồng, liên quan đến hoạt động bán cổ phần tại công ty liên kết), lợi nhuận năm 2025 dự kiến sẽ có chuyển biến tích cực từ lỗ HĐKD cốt lõi 160 tỷ đồng trong năm 2024.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 23,6%) do Công ty bắt đầu ghi nhận doanh thu tại dự án Bình Dương Tower. Chúng tôi không đưa ra dự báo về các khoản mục không thường xuyên cho giai đoạn này.

Nhìn chung, dự báo mới – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 64,9%. Chi tiết về thay đổi dự báo của chúng tôi được trình bày trong Bảng 3-4.

Bảng 3: Dự báo doanh thu dự án, PDR

Doanh thu giai đoạn 2025-2027 được đóng góp chủ yếu từ dự án Quy Nhơn Iconic và Bình Dương Tower

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027
Doanh thu chưa ghi nhận	639	6,458	7,961	6,725
Bắc Hà Thanh	639	1,732	2,609	-
Bình Dương Tower	-	4,726	4,868	5,014
Cadia Quy Nhơn	-	-	484	1,711
Doanh thu	639	1,732	2,609	2,836
Bắc Hà Thanh	639	1,732	2,609	-
Bình Dương Tower	-	-	-	2,836
Cadia Quy Nhơn	-	-	-	-

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, PDR

Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm là 64,9%

Tỷ đồng	2024	2025	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	822	1,826	-21.5%	122.2%	2,708	10.8%	48.3%	2,945	8.7%
Doanh thu BĐS	798	1,732	-22.2%	117.0%	2,609	11.6%	50.7%	2,836	8.7%
Khác	24	91	4.7%	281.6%	99	9.2%	9.5%	109	10.0%
Lợi nhuận gộp	399	862	-37.3%	116.2%	1,292	-10.6%	49.8%	1,452	12.4%
LNST	155	285	-57.0%	83.6%	563	-21.0%	97.8%	696	23.6%
Lợi nhuận thuần	155	285	-55.3%	83.6%	563	-17.7%	97.8%	696	23.6%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	315	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	(160)	285	-55.3%	N/m	563	-17.7%	97.8%	696	23.6%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị: Duy trì khuyến nghị Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 18,3% giá mục tiêu theo phương pháp SOTP xuống 20.600đ (tiềm năng tăng giá 22,6%) nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PDR dựa trên (1) dự báo lợi nhuận mới thấp hơn, (2) lùi thời gian mở bán dự án Cadia Quy Nhơn và (3) đưa ra các giả định định giá mới.

Mặc dù tiến độ mở bán của dự án Quy Nhơn Iconic chậm hơn kỳ vọng, nhưng chúng tôi tin rằng dự án có triển vọng doanh thu tốt hơn trong năm 2026-2027, dựa trên những chuyển biến tích cực ở phân khúc đất nền trên cả nước trong Q1/2025. Trong khi đó, động lực tăng trưởng từ hoạt động mở bán dự án Bình Dương Tower trong thời gian tới vẫn còn nguyên vẹn và được hỗ trợ từ việc sáp nhập tỉnh Bình Dương vào TP.HCM. Ở mức giá hiện tại, chúng tôi tin rằng định giá của PDR vẫn còn thấp, với nhiều thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau (Bảng 5):

- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá trị của các dự án BĐS nhà ở đang trong giai đoạn phát triển và LN thuần HĐKD/tỷ suất chiết khấu LN thuần của các dự án BĐS nghỉ dưỡng.
- Chúng tôi tiếp tục giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh lên 10,25% (từ 9% trước đó), vẫn sử dụng phần bù phụ trội 1,5 điểm phần trăm để có được phần bù rủi ro vốn CSH mới cao hơn ở mức 8,75% (so với 7% trước đó). Hệ số beta là 0,9 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 11,3% (giảm từ mức 10,5%).

HSC tiếp tục áp dụng mức chiết khấu 20% so với ước tính RNAV dự phóng để xác định giá mục tiêu mới. Chúng tôi phân tích độ nhạy đối với các giả định định giá trong Bảng 7.

Bảng 5: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa năm 2026)	Phương pháp
Cadia Quy Nhơn	94%	1,781	DCF
Bắc Hà Thanh	100%	2,382	DCF
Bình Dương Tower	100%	5,126	DCF
Paulo Condo	100%	3,790	DCF
Tropicana	100%	3,923	DCF
Các dự án khác	100%	10,037	DCF, NOI/ Tỷ suất vốn hóa
Tổng giá trị tài sản		27,053	
(-)Nợ thuần		(4,620)	
RNAV		22,432	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		873.1	
RNAV/cổ phiếu		25,692	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		20%	
Giá mục tiêu		20,600	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (VND), PDR

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 10,25%

		Phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh				
		9.25%	9.75%	10.25%	10.75%	11.25%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	21,600	21,300	21,100	20,800	20,600
	3.5%	21,300	21,100	20,800	20,600	20,400
	4.0%	21,100	20,800	20,600	20,400	20,200
	4.5%	20,800	20,600	20,400	20,100	19,900
	5.0%	20,600	20,300	20,100	19,900	19,700

Nguồn: HSC

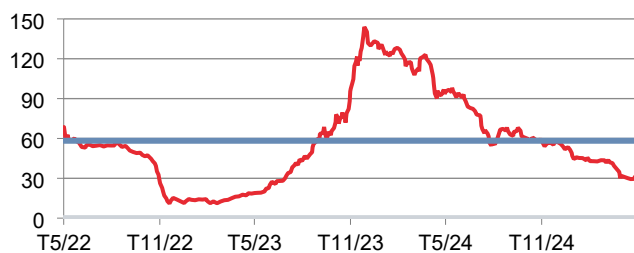
Bảng 7: T Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với giả định chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

Giả định tỷ lệ chiết khấu	0%	10%	20%	30%	40%
Giá mục tiêu	25,700	23,100	20,600	18,000	15,400
Tiềm năng tăng/giảm	53.0%	37.5%	22.6%	7.1%	-8.3%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

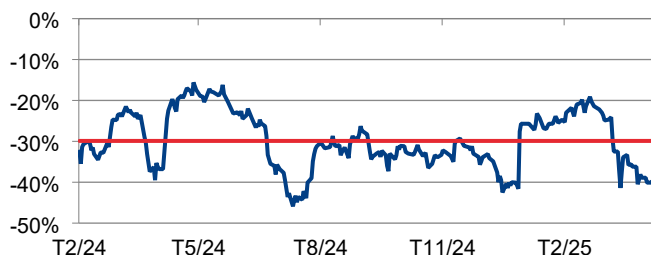
PDR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 31,2 lần, thấp hơn bình quân 3 năm ở mức 58,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

chiết khấu của thị giá so với RNAV hiện là 34,6% so với 29,9% từ báo cáo lần đầu của HSC



Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua và vẫn được định giá thấp, PDR đang giao dịch với mức chiết khấu 34,6% so với RNAV dự phóng (mức chiết khấu bình quân từ khi mới đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024 là: 29,9%) và cổ phiếu có P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 31,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 58,3 lần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	618	822	1,826	2,708	2,945
Lợi nhuận gộp	544	399	862	1,292	1,452
Chi phí BH&QL	(214)	(232)	(228)	(281)	(325)
Thu nhập khác	30.0	63.1	0	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	360	230	634	1,011	1,127
Lãi vay thuần	553	81.6	(270)	(291)	(238)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(23.2)	(49.8)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	889	262	364	720	889
Chi phí thuế TNDN	(207)	(107)	(79.0)	(156)	(193)
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.56	(0.10)	(0.11)	(0.12)	(0.13)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	684	155	285	563	696
Lợi nhuận thuần ĐC	684	139	263	531	658
EBITDA ĐC	373	247	657	1,035	1,148
EPS (đồng)	1,009	210	326	645	797
EPS ĐC (đồng)	854	188	302	608	754
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	678	739	873	873	873
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	739	873	873	873	873
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	873	873	873	873	873

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	505	344	267	515	932
Đầu tư ngắn hạn	15.4	115	115	115	115
Phải thu khách hàng	4,115	6,861	6,730	6,911	6,572
Hàng tồn kho	12,200	14,078	15,043	18,791	22,234
Các tài sản ngắn hạn khác	81.5	85.2	89.5	94.0	98.7
Tổng tài sản ngắn hạn	16,916	21,483	22,245	26,425	29,951
TSCĐ hữu hình	23.2	344	381	420	465
TSCĐ vô hình	3.87	401	431	464	498
Bất động sản đầu tư	64.8	63.2	61.6	59.9	58.2
Đầu tư dài hạn	2.81	2.81	2.81	2.81	2.81
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,199	35.2	35.2	35.2	35.2
Tài sản dài hạn khác	2,858	1,658	1,851	2,015	2,126
Tổng tài sản dài hạn	4,151	2,503	2,763	2,997	3,184
Tổng cộng tài sản	21,068	23,986	25,008	29,422	33,135
Nợ ngắn hạn	815	1,383	1,709	2,500	1,919
Phả trả người bán	243	348	794	1,167	1,229
Nợ ngắn hạn khác	7,917	6,230	5,712	5,243	4,304
Tổng nợ ngắn hạn	9,177	8,562	9,833	14,493	17,973
Nợ dài hạn	2,290	3,961	3,427	2,617	2,154
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	21.0	404	404	404	404
Tổng nợ dài hạn	2,311	4,365	3,831	3,021	2,558
Tổng nợ phải trả	11,488	12,927	13,664	17,514	20,531
Vốn chủ sở hữu	9,521	11,000	11,286	11,850	12,546
Lợi ích cổ đông thiểu số	58.2	58.2	58.2	58.3	58.5
Tổng vốn chủ sở hữu	9,579	11,059	11,344	11,908	12,604
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,068	23,986	25,008	29,422	33,135
BVPS (đ)	12,887	12,599	12,926	13,571	14,369
Nợ thuần/(tiền mặt)	2,600	5,000	4,869	4,603	3,141

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	360	230	634	1,011	1,127
Khấu hao	(12.7)	(16.7)	(23.0)	(23.6)	(21.3)
Lãi vay thuần	553	81.6	(270)	(291)	(238)
Thuế TNDN đã nộp	(321)	(193)	(79.0)	(156)	(193)
Thay đổi vốn lưu động	791	(4,689)	105	(63.5)	953
Khác	(0.38)	424	(0.83)	(2.03)	(2.13)
LCT thuần từ HKKD	425	(4,616)	394	512	1,653
Đầu tư TS dài hạn	(105)	(76.7)	(281)	(256)	(207)
Góp vốn & đầu tư	(3.84)	(3.24)	0	0	0
Thanh lý	600	1,083	0	0	0
Khác	(1.78)	(92.9)	17.2	9.36	15.4
LCT thuần từ HĐĐT	490	910	(264)	(246)	(191)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	682	1,343	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,354)	2,202	(207)	(18.8)	(1,044)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	(672)	3,545	(207)	(18.8)	(1,044)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	262	505	344	267	515
LCT thuần trong kỳ	243	(161)	(76.3)	247	417
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	505	344	267	515	932
Dòng tiền tự do	320	(4,693)	114	257	1,446

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	88.0	48.5	47.2	47.7	49.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	60.3	30.0	36.0	38.2	39.0
Tỷ suất LNT (%)	111	18.9	15.6	20.8	23.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	23.3	40.7	21.7	21.7	21.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	(59.0)	33.0	122	48.3	8.74
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(57.9)	(33.8)	166	57.5	11.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(36.8)	(79.7)	89.6	102	24.0
Tăng trưởng EPS (%)	(40.4)	(79.2)	55.4	97.8	23.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	(78.0)	60.5	102	24.0
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	7.74	1.51	2.56	4.87	5.71
ROACE (%)	3.04	1.68	4.14	6.72	7.49
Vòng quay tài sản (lần)	0.03	0.04	0.07	0.10	0.09
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.18	(20.1)	0.62	0.51	1.47
Số ngày tồn kho	60,238	12,153	5,698	4,842	5,437
Số ngày phải thu	20,318	5,923	2,549	1,781	1,607
Số ngày phải trả	1,202	301	301	301	301
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	27.3	45.5	43.1	38.8	25.0
Nợ/tài sản (%)	14.8	22.3	20.5	17.4	12.3
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	2.35	3.47	4.74
Nợ/EBITDA (lần)	8.35	21.7	7.82	4.95	3.55
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.84	2.51	2.26	1.82	1.67
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	24.3	23.9	10.7	7.12	6.05
EV/EBITDA ĐC (lần)	40.3	79.7	29.7	18.6	15.5
P/E (lần)	16.6	80.0	51.5	26.0	21.1
P/E ĐC (lần)	19.7	89.4	55.7	27.6	22.3
P/B (lần)	1.30	1.33	1.30	1.24	1.17
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