

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

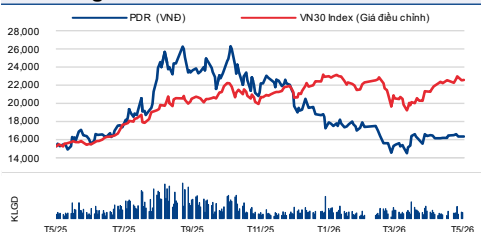
Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ18,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/5/2026)	16,350
Mã Bloomberg	PDR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,500-26,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,020
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	608
Slg CP lưu hành (tr.đv)	980
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	480
Slg CP NN được mua (tr.đv)	452
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	(0.91)	(6.03)	7.02
So với chỉ số	(6.62)	(7.18)	(27.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	(66.3)	795	(108.3)
2027F	(163)	926	(117.6)
2028F	509	926	(45.0)

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

Tận dụng năng lực pháp lý, mở lối chu kỳ tăng trưởng mới

- HSC nâng khuyến nghị đối với PDR lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 3,8% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng 17,4%). Chúng tôi tin rằng công ty sẽ hưởng lợi từ sự hồi sinh của mô hình Xây dựng – Chuyển giao (Hợp đồng BT) trong thời gian tới.
- Chúng tôi giảm 83,4% dự báo lợi nhuận năm 2026 do đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn dự kiến. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận cho năm 2027 được điều chỉnh tăng 738,3% nhờ phản ánh việc bán cổ phần tại dự án Bình Dương Tower - Thuận An 2 vào mô hình dự báo lợi nhuận. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần đạt 58 tỷ đồng (giảm 94,6%).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với RNAV dự phóng, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024) ở mức 29,3%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 59,7 lần.

Sự kiện: Lợi nhuận Q1/2026 giảm do trích lập dự phòng

PDR tổ chức ĐHCHĐ vào ngày 16/4/2026, với tất cả các tờ trình đều được thông qua, đồng thời công bố định hướng chiến lược mới cho giai đoạn sắp tới.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

Chúng tôi giảm 83,4% dự báo lợi nhuận năm 2026 do đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn dự kiến, đồng thời phản ánh khoản trích lập dự phòng giảm giá tài sản phát sinh từ hoạt động đánh giá lại hai dự án BT. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận năm 2026 dự kiến đạt 563 tỷ đồng, tăng trưởng 51%). Trong khi đó, chúng tôi tăng 738,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 sau khi phản ánh vào mô hình dự báo việc chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bình Dương Tower - Thuận An 2 (quý mô 2,7 ha). Thương vụ thoái vốn chiến lược này kỳ vọng sẽ mang về khoản lợi nhuận không thường xuyên 1,5 nghìn tỷ đồng, được hạch toán trực tiếp vào lợi nhuận tài chính. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 58 tỷ đồng (giảm 94,6%) trên doanh thu 733 tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%), nhờ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Quy Nhơn Iconic.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với PDR lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và tăng 3,8% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá là 17,4%) sau khi phản ánh dự án 239 CMT8 vào mô hình dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. PDR đã tiến hành tái cấu trúc toàn diện chiến lược kinh doanh, tập trung vào các dự án có chất lượng cao tại TP.HCM thông qua các dự án BT, tận dụng hình thức đấu giá đất và bán buôn để củng cố dòng tiền. Những tín hiệu khởi sắc trong HDKD đã được phản ánh qua những thành quả quan trọng. Đầu tiên là việc tham gia vào dự án BT Bệnh viện Ung bướu quy mô 1.000 giường tại TP.HCM, bước đi chiến lược nhằm tích lũy quỹ đất đối ứng giá trị cao. Bên cạnh đó, năng lực tài chính và quỹ đất của công ty tiếp tục được củng cố sau khi đấu giá thành công hai khu đất rộng 46.700 m² tại Đồng Nai, kết hợp với dòng tiền dồi dào từ các thương vụ bán buôn tại dự án Thuận An 1 & 2, trong đó dự án Serenity Phước Hải nhiều khả năng được đưa vào danh mục triển khai.

Chúng tôi tin rằng PDR đã quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng, và những thay đổi mang tính chiến lược này được kỳ vọng sẽ củng cố triển vọng lợi nhuận, đồng thời giúp cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với RNAV dự phóng, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024) ở mức 29,3%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 59,7 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	247	388	32.7 ▼	102 ▼	159
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	155	515	256 ▼	1,066 ▲	57.6
EPS ĐC (đồng)	398	583	(66.3) ▼	(163) ▼	509
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
BVPS (đồng)	12,599	12,628	12,889 ▼	13,977	14,036
EV/EBITDA ĐC (lần)	78.2	54.7	661	200	130
P/E ĐC (lần)	41.1	28.0	N/a	N/a	32.1
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-
P/B (lần)	1.30	1.29	1.27	1.17	1.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(35.3)	46.7	(111)	(146)	412
ROAE (%)	1.51	4.41	2.04	8.10	0.42

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

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

Chuyên môn pháp lý đóng vai trò phòng thủ; hai dự án đã sẵn sàng để bán buôn

HSC nâng khuyến nghị đối với PDR lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 3,8% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá là 17,4%) sau khi phản ánh dự án 239 CMT8 vào mô hình dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2027 từ cuối năm 2026. Chúng tôi giảm 83,4% dự báo lợi nhuận năm 2026 do đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn dự kiến. Trong khi đó, dự báo lợi nhuận cho năm 2027 được điều chỉnh tăng 738,3% nhờ phản ánh việc bán cổ phần tại dự án Thuận An 2 vào mô hình dự báo lợi nhuận. Chúng tôi đánh giá PDR đang bước vào giai đoạn chuyển mình, dịch chuyển sang mô hình kinh doanh lấy năng lực pháp lý làm trọng tâm, tập trung vào các dự án BT để thu tóm quỹ đất ở các vị trí đắc địa và thực hiện các thương vụ bán buôn. Chiến lược này giúp PDR có được quỹ đất tốt tại TP.HCM, đồng thời mở ra cơ hội cho cổ phiếu được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi năng lực triển khai dự án ngày càng được khẳng định.

KQKD Q1/2026: Lợi nhuận Q1/2026 giảm do trích lập dự phòng

PDR công bố KQKD Q1/2026 cao hơn kỳ vọng, với lợi nhuận thuần 132 tỷ đồng (tăng 70,2% so với cùng kỳ nhưng giảm 57,8% so với quý trước), trên doanh thu 104 tỷ đồng (giảm 76,2% so với cùng kỳ và 71,1% so với quý trước). Lợi nhuận thực tế cao hơn kỳ vọng của chúng tôi nhờ ghi nhận toàn bộ 99% cổ phần tại CTCP Đầu tư và Phát triển Bất động sản Thiên Long – chủ đầu tư của dự án Thuận An 1 - Bình Dương Tower tại TP.HCM (trước đây là Bình Dương). Cụ thể, PDR đã ghi nhận 906 tỷ đồng lợi nhuận từ chuyển nhượng cổ phần trên tổng giá trị giao dịch là 1.900 tỷ đồng.

Nhìn chung, KQKD Q1/2026 chỉ đạt lần lượt 8,6% và 11% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu cho cả năm 2026 của chúng tôi, đồng thời hoàn thành 15,8% và 1,2% mục tiêu lợi nhuận thuần và doanh thu của BLĐ đề ra.

Doanh thu từ cung cấp dịch vụ đạt 101 tỷ đồng (tăng 60,6% so với quý trước) nhờ cung cấp dịch vụ cho dự án La Pura.

Chi phí tài chính tăng mạnh, gấp 6 lần so với cùng kỳ và gấp 3 lần so với quý trước, chủ yếu do trích lập dự phòng 307 tỷ đồng khi đánh giá lại mức độ suy giảm giá trị tài sản tại hai dự án BT: Nhà thi đấu thể dục thể thao Phan Đình Phùng và dự án Hạ tầng kỹ thuật Khu Cổ Đại. Hợp đồng BT của dự án Nhà thi đấu Phan Đình Phùng đã bị chấm dứt theo Thông báo số 129/TB-VP do UBND TP.HCM ban hành ngày 2/2/2026. Sự kiện này cùng với tình hình tại dự án Hạ tầng kỹ thuật Khu Cổ Đại đã kích hoạt một đợt đánh giá mức độ sụt giảm giá trị đối với các khoản vốn mà PDR đã đầu tư vào mảng BT. Chúng tôi hiểu rằng các dự án BT này đã được khởi động từ rất lâu và trước khi TP.HCM thay đổi quy hoạch tổng thể. Hiện những dự án này không còn phù hợp với tình hình thực tế. Do đó, PDR đã chủ động trích lập dự phòng cho các khoản vốn đã đầu tư theo hướng dẫn của cơ quan chức năng, đồng thời tích cực tìm kiếm các dự án BT mới.

Chi phí bán hàng & quản lý tăng vọt 141,1% so với cùng kỳ lên 109 tỷ đồng do có thêm khoản trích lập dự phòng nợ khó đòi 13 tỷ đồng và khoản hỗ trợ lãi suất cho khách hàng mua nhà trị giá 13 tỷ đồng (tăng gấp 4 lần so với cùng kỳ).

Chi phí khác cũng tăng vọt lên 57 tỷ đồng từ mức không đáng kể 0,8 tỷ đồng của Q1/2025, do phát sinh các khoản chi phí đầu tư vào các dự án BT.

Bảng 1: KQKD Q1/2026, PDR

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ	Dự báo cũ 2026	% kế hoạch
Doanh thu thuần	438	104	-76.2%	11.9%	1.2%
Lợi nhuận gộp	175	102	-41.8%		
Doanh thu HĐ tài chính	2	907	48147%		
Chi phí tài chính	(67)	(432)	544.4%		
Chi phí BH&QL	(45)	(109)	141.1%		
LNST	78	138	76.8%	8.9%	15.8%
Lợi nhuận thuần	78	132	70.2%	8.6%	
Các khoản mục ròng không thường xuyên (*)	-	(307)	N/m		
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	78	439	464.9%	28.5%	50.6%

Ghi chú: (*)Trích lập dự phòng 307 tỷ đồng cho việc đánh giá tổn thất giá trị hai dự án BT: Trung tâm Thể thao Phan Đình Phùng và dự án cơ sở hạ tầng kỹ thuật khu vực Cổ Đại.
Nguồn: PDR, HSC

ĐHCD: Dịch chuyển chiến lược sang mô hình lấy năng lực pháp lý làm động lực tăng trưởng

PDR đã tổ chức ĐHCĐ vào ngày 16/4/2026, với tất cả các tờ trình đã được thông qua. BLĐ cũng đã chia sẻ về định hướng chiến lược của công ty trong giai đoạn sắp tới.

Công ty sẽ tập trung mở rộng quỹ đất thông qua các dự án BT và đấu giá đất, đồng thời triển khai hoạt động bán buôn để tăng cường lượng tiền mặt. Chi tiết như sau:

- **Các dự án BT:** PDR có kế hoạch đầu tư vào dự án bệnh viện ung bướu quy mô 1.000 giường tại TP.HCM. Tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 9 nghìn tỷ đồng. Thông tin chi tiết về vị trí cụ thể của các khu đất đối ứng vẫn chưa được công bố.
- **Chiến lược bán buôn:** Sau khi hoàn tất chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bình Dương Tower – Thuận An 1, PDR dự kiến sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động bán buôn đối với các dự án Thuận An 2 và Serenity Phước Hải. BLĐ cho biết hiện đã tìm được bên mua cho dự án Thuận An 2 nhưng thông tin chi tiết chưa được công bố.

HSC cho rằng định hướng này hoàn toàn đồng nhất với chiến lược dài hạn của công ty trong việc thu gom quỹ đất có vị trí đắc địa tại TP.HCM. Đồng thời, bước đi này cho thấy công ty đang phát huy tối đa năng lực cốt lõi trong việc khơi thông và hoàn thiện các quy trình pháp lý phức tạp. Các dự án BT sẽ đóng vai trò quan trọng giúp PDR mở rộng quỹ đất, đặc biệt là tại các vị trí đắc địa ở TP.HCM – nơi quỹ đất ngày càng trở nên khan hiếm. Đồng thời, việc chuyển nhượng cổ phần và bán buôn dự án sẽ là công cụ hiệu quả để đẩy mạnh tiến độ thu hồi dòng tiền, thay vì phân bổ nguồn lực vào việc bán lẻ từng căn hộ.

KHKD năm 2026 của công ty cho thấy mục tiêu LNST 868 tỷ đồng (tăng trưởng 6 lần) trên doanh thu 8.830 tỷ đồng (tăng trưởng 4 lần). Trong khi LNTT sát với dự báo (Bảng 2), mục tiêu doanh thu của BLĐ cao hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi. Sự khác biệt này xuất phát từ phương pháp hạch toán của hai bên. Cụ thể, PDR gộp chung doanh thu tài chính và lợi nhuận từ các thương vụ chuyển nhượng cổ phần công ty con vào tổng doanh thu. Ngược lại, để đảm bảo tính thận trọng, các dự báo lợi nhuận của chúng tôi chỉ dựa thuần túy trên doanh thu thuần từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Thông qua hai phương án phát hành cổ phiếu:

- PDR có kế hoạch phát hành khoảng 199,6 triệu cổ phiếu (tương đương 20,4% trên tổng số cổ phiếu đang lưu hành) với tỷ lệ 5:1 cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000đ/cp. Với kế hoạch phát hành này công ty dự kiến huy động được 2 nghìn tỷ đồng vốn mới. Trong số tiền thu được, 146 tỷ đồng sẽ được phân bổ để bổ sung vốn lưu động, trong khi phần lớn nguồn vốn còn lại sẽ được triển khai cho các khoản đầu tư chiến lược, bao gồm góp vốn và mua lại cổ phần tại Công ty TNHH Đầu tư Bất động sản Đà Nẵng Centre Point – chủ đầu tư của dự án Hàn Riverside

tại Đà Nẵng – cũng như mua lại cổ phần tại công ty AKYN, đơn vị sở hữu dự án 239 CMT8 (tại TP.HCM).

- Công ty cũng công bố chi trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10%. Cổ đông đang nắm giữ 100 cổ phiếu phổ thông sẽ được nhận 10 cổ phiếu mới. Thời điểm phát hành vẫn chưa được công bố.

Bảng 2: Kế hoạch lợi nhuận, PDR

Tỷ đồng	2025A	2026 (kế hoạch)	Tăng trưởng	2026 HSCF	Tăng trưởng	Chênh lệch
Doanh thu	822	8,830	974.6%	684	-16.7%	1190.8%
LNTT	262	1,788	583.2%	1,821	595.7%	-1.8%
LNST	155	868	459.7%	1,439	828.1%	-39.7%

Nguồn: PDR, HSC

Các dự án đang triển khai: Dự án Thuận An 2 & Serenity Phước Hải đã được đưa vào danh mục bán buôn

Phản ánh dự án 239 CMT8 vào mô hình định giá

HSC đã phản ánh dự án 239 CMT8 vào mô hình định giá, với quy mô ước tính khoảng 300 căn hộ cao tầng và giá bán dao động từ 10.800 đến 12.000 USD/m². Công ty dự kiến mở bán dự án này từ năm 2028 và doanh thu sẽ được ghi nhận từ năm 2030. Chúng tôi ước tính dự án này đóng góp 14,1% tổng RNAV của công ty.

Xin lưu ý, PDR đã công bố mua lại 50% cổ phần tại CTCP Dịch vụ Thương mại Đầu tư AKYN từ CTCP Đầu tư Địa ốc Đại Quang Minh vào tháng 11/2025, và có kế hoạch mua 50% cổ phần còn lại trong năm 2026.

Dự án 239 CMT8 tọa lạc tại số 239 đường Cách Mạng Tháng 8, phường Bàn Cờ, TP.HCM (Quận 3 cũ). Đây là một trong những vị trí ngay trung tâm thành phố và được khao khát sở hữu nhất. Dự án có tổng diện tích đất khoảng 3.500 m², được quy hoạch thành khu phức hợp nhà ở cao tầng, với tổng mức đầu tư ước tính khoảng 5.500 tỷ đồng và thời gian triển khai dự kiến trong giai đoạn 2026–2030. PDR hiện đang đẩy nhanh tiến độ phê duyệt pháp lý, đặc biệt là các thủ tục liên quan đến tiền sử dụng đất. Dự án này mang lại tiềm năng tăng giá rất lớn nhờ có vị trí đắc địa tại trung tâm Quận 3.

Thoái vốn toàn bộ tại dự án Trần Phú; chuyển nhượng 80% cổ phần tại dự án Thuận An 1 (Bình Dương Tower)

Dự án Bình Dương Tower (tại TP.HCM, trước đây thuộc Bình Dương) bao gồm hai hợp phần: Thuận An 1 (quy mô 1,8 ha) và Thuận An 2 (quy mô 2,7 ha), với tổng quy mô ước tính khoảng 6.000 căn hộ.

Trong Q1/2026, PDR đã thoái 80% cổ phần tại Thuận An 1 cho Tập đoàn Mitsubishi (thông tin chi tiết về giá trị thương vụ chưa được tiết lộ). Sau giao dịch, PDR giữ lại 20% cổ phần tại Thuận An 1 và dự kiến sẽ cùng phát triển dự án này với Tập đoàn Mitsubishi, nhằm tận dụng tiềm lực tài chính mạnh mẽ cũng như kinh nghiệm phát triển dự án từ phía đối tác. Chúng tôi kỳ vọng đợt mở bán đầu tiên sẽ bắt đầu ngay trong năm 2026, trong khi dự án Thuận An 2 dự kiến sẽ được mở bán từ năm 2027.

Dự án Trần Phú tại Đà Nẵng: PDR đã thoái toàn bộ 99% cổ phần tại CTCP Đầu tư Bắc Cường – chủ đầu tư của dự án Trần Phú tại Đà Nẵng – với tổng giá trị 1.100 tỷ đồng, qua đó ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính 406 tỷ đồng trong Q4/2025. Sau giao dịch này, tỷ lệ sở hữu của PDR tại công ty Bắc Cường giảm từ 99% xuống còn 0%, và công ty này không còn được hợp nhất vào BCTC của tập đoàn. Chúng tôi đã loại công ty này ra khỏi mô hình định giá.

Bảng 3: Tiến độ các dự án chính PDR

Dự án 239 Cách Mạng Tháng 8 tại TP.HCM (trước đây là Quận 3) được bổ sung vào danh sách dự án đang triển khai.

Tên dự án	Vị trí	Tổng diện tích (ha)	Tỷ lệ sở hữu của PDR	Loại hình
Quy Nhơn Iconic	Quy Nhơn	43.2	Đất nền	Đang mở bán
Bình Dương Tower	Bình Dương	4.5	Cao tầng	Bán 80% cổ phần tại Thuận An 1; bán sỉ Thuận An 2 dự kiến năm 2027
Han Riverside	Đà Nẵng	0.4	Condotel	Đang quá trình phê duyệt
Trần Phú	Đà Nẵng	0.6	Khách sạn	Đang quá trình phê duyệt
Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	7.4	Condotel	Đã có quy hoạch chi tiết 1/500
Paulo Condo	Vũng Tàu	12.0	Condotel	Đã có quy hoạch chi tiết 1/500
Tropicana	Vũng Tàu	12.6	Condotel	Chờ phê duyệt sửa đổi quy hoạch chi tiết 1/500

Nguồn: PDR, HSC

Doanh số bán nhà dự kiến cải thiện từ năm 2027

HSC giảm 90,4% dự báo doanh số bán nhà năm 2026 xuống còn 260 tỷ đồng (giảm khoảng 2,5 lần so với cùng kỳ) nhằm phản ánh tiến độ bán hàng tại dự án Quy Nhơn Iconic chậm hơn dự kiến do nhu cầu đối với phân khúc đất nền ở thị trường tỉnh tiếp tục suy yếu trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng cao trong Q4/2025.

Đồng thời, chúng tôi cũng giảm 81% dự báo doanh số bán nhà cho năm 2027 xuống còn 545 tỷ đồng (tăng trưởng 172,7%) do loại dự án Thuận An 2 ra khỏi danh mục bán lẻ, vì chúng tôi giả định PDR sẽ thực hiện chiến lược bán buôn đối với dự án này. Doanh số bán nhà năm 2027 dự kiến sẽ được đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic.

Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ mở bán dự án 239 CMT8 tại trung tâm TP.HCM và dự án Serenity Phước Hải tại Vũng Tàu. Dự án 239 CMT8 đã được xác định là một cấu phần trọng tâm trong phương án sử dụng dòng tiền từ đợt phát hành cổ phiếu tăng vốn chủ sở hữu sắp tới của PDR. Doanh số bán nhà năm 2028 dự kiến sẽ đạt mức 9.600 tỷ đồng (tăng trưởng 232,9%).

Giảm dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028

HSC giảm 83,4% dự báo lợi nhuận năm 2026 xuống còn 256 tỷ đồng (giảm 50,4% so với cùng kỳ) do đóng góp từ dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn kỳ vọng và phản ánh vào mô hình định giá khoản trích lập dự phòng giảm giá tài sản khi đánh giá lại hai dự án BT: Nhà thi đấu thể dục thể thao Phan Đình Phùng và dự án Hạ tầng kỹ thuật Khu Cổ Đại. Nếu loại trừ các khoản mục không thường xuyên, lợi nhuận năm 2026 dự kiến đạt 563 tỷ đồng, tăng trưởng 51%.

Trong khi đó, chúng tôi tăng 738,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2027 sau khi phản ánh vào mô hình dự báo việc chuyển nhượng cổ phần tại dự án Bình Dương Tower - Thuận An 2 (quy mô 2,7 ha). Thương vụ thoái vốn chiến lược này kỳ vọng sẽ mang về khoản lợi nhuận không thường xuyên 1,5 nghìn tỷ đồng, được hạch toán trực tiếp vào lợi nhuận tài chính năm 2026. Chúng tôi giảm 36,9% dự báo doanh thu năm 2027 xuống còn 585 tỷ đồng (tăng trưởng 33,8%) do doanh thu tại dự án Quy Nhơn Iconic thấp hơn kỳ vọng.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 58 tỷ đồng (giảm 94,6%) trên doanh thu 733 tỷ đồng (tăng trưởng 25,3%), nhờ tiếp tục ghi nhận doanh thu từ dự án Quy Nhơn Iconic.

Bảng 4: Dự báo lợi nhuận, PDR

(Tỷ đồng)	2025A	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2028F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu	1,325	7.5%	61.2%	437	-50.2%	-67.0%	585	-36.9%	33.8%	733	25.3%
Bán BĐS	949	-16.6%	19.0%	281	-63.9%	-70.4%	531	-35.1%	88.8%	680	28.1%
Doanh thu khác	374	311.8%	1728%	156	56.9%	-58.3%	54	-50.6%	-65.4%	53	-2.2%
Lợi nhuận gộp	720	60.7%	80.5%	274	-12.5%	-62.0%	282	-14.6%	2.8%	345	22.5%
LNST	515	101.2%	231.7%	255	-83.5%	-50.4%	1,066	737.1%	317.8%	57	-94.6%
Lợi nhuận thuần	515	101.4%	232.1%	256	-83.4%	-50.4%	1,066	738.3%	317.3%	58	-94.6%
Lãi/(lỗ) thuần không thường xuyên	504	0.0%	59.0%	(307)	Nm	-161%	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	11	0.0%	Nm	563	-63.6%	4981%	1,066	738.3%	317.3%	58	-94.6%

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với PDR lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 3,8% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá là 17,4%) sau khi phản ánh dự án 239 CMT8 vào mô hình dự báo lợi nhuận và lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.

PDR đang trải qua một đợt tái cấu trúc chiến lược nhằm tối ưu hóa năng lực pháp lý thông qua việc tích cực tham gia vào các dự án BT và các cuộc đấu giá đất. Những tín hiệu ban đầu được thể hiện rõ nét qua việc công ty tham gia vào dự án BT bệnh viện ung bướu quy mô 1.000 giường tại TP.HCM. Sự chuyển dịch sang mô hình bán buôn và thoái vốn một phần dự án nhằm đẩy mạnh dòng tiền đã mang lại kết quả tích cực ban đầu, với việc đấu giá thành công hai khu đất tại Đồng Nai (diện tích khoảng 46.700 m²) và các thương vụ bán buôn tại dự án Thuận An 1 & 2, trong đó dự án Serenity Phước Hải nhiều khả năng sẽ là dự án tiếp theo được triển khai.

Chúng tôi tin rằng sự dịch chuyển chiến lược này sẽ tích cực củng cố dòng tiền và tăng khả năng tiếp cận các quỹ đất có vị trí đặc địa của PDR, đóng vai trò là động lực tăng trưởng dài hạn cho công ty. Mặc dù vậy, chúng tôi dự báo triển vọng lợi nhuận trong ngắn hạn sẽ vẫn khá mờ nhạt. Thực tế này phản ánh giai đoạn chuyển giao mang tính chu kỳ của danh mục dự án, khi các dự án cũ đã hoàn tất hạch toán trong khi đóng góp từ các đợt mở bán mới vẫn chưa đạt độ chín để ghi nhận vào KQKD.

Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- HSC tiếp tục giữ nguyên mức chiết khấu 30% so với ước tính RNAV, sát với mức chiết khấu bình quân 29,3% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu vào tháng 2/2024.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF để định giá các dự án nhà ở đang triển khai.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro nội bộ 4% nhưng giảm phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh xuống 10,25%, sau khi bổ sung 1,5 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ là 8,75%. Hệ số beta là 1 lần (không đổi) (theo dữ liệu của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC là 13,2% (không đổi).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027 từ cuối năm 2026.

Bảng 5: Định giá, PDR

Dự án	% cổ phần PDR sở hữu	Định giá (giữa năm 2027)	Phương pháp
Sông Hàn	100%	692	DCF
239 CMT8	100%	3,969	DCF
Serenity PH	99%	4,934	DCF
Quy Nhơn Iconic	100%	2,401	DCF
Bình Dương Tower	100%	680	DCF
Các dự án khác	100%	19,592	DCF
Tổng giá trị tài sản		32,267	
(-) Nợ thuần		(5,369)	
RNAV		26,898	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành		979.8	
RNAV/cổ phiếu		27,452	
Chiết khấu của thị giá so với RNAV		30%	
Giá mục tiêu		19,200	

Nguồn: HSC

Bảng 6: 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	10%	20%	30%	40%	50%
Giá mục tiêu	24,700	22,000	19,200	16,500	13,700
Tiềm năng tăng giá từ thị giá hiện tại	51.1%	34.6%	17.4%	0.9%	-16.2%

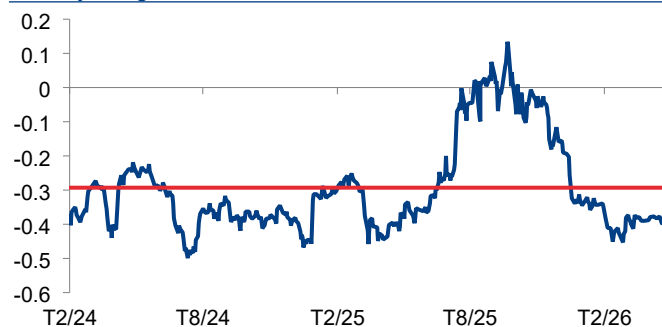
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 6% trong 3 tháng qua, PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với RNAV dự phóng, lớn hơn so với bình quân từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị lần đầu (vào tháng 2/2024) ở mức 29,3%. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 59,7 lần.

Bảng 7: Chiết khấu của thị giá so với RNAV, PDR

PDR đang giao dịch ở mức chiết khấu 39,7% so với bình quân từ khuyến nghị lần đầu ở mức 29,3%



Nguồn: HSC

Bảng 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, PDR

Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 29,2 lần, thấp hơn so với bình quân 3 năm ở mức 59,7 lần



Nguồn: HSC

Rủi ro đối với mô hình định giá của chúng tôi

Rủi ro lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo: Mối quan hệ hợp tác tiềm năng với Lotte có thể đóng vai trò là động lực tăng trưởng then chốt, giúp thúc đẩy lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng của chúng tôi trong kịch bản cơ sở.

Rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo đến từ tình trạng giới hạn về nguồn lực. Để đồng thời triển khai các dự án BT, phát triển dự án 239 CMT8 và tiềm năng hợp nhất với Lotte, PDR cần phải có một nguồn vốn rất lớn. Tuy nhiên, với doanh số bán nhà tại dự án Quy Nhơn Iconic khá mờ nhạt, PDR vẫn đang phải phụ thuộc rất lớn vào nguồn vốn vay. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính cao có thể gây áp lực lớn lên bảng CĐKT và tình hình thanh khoản của công ty trong quá trình mở rộng HĐKD đầy tham vọng này.

Rủi ro pháp lý: bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc hoàn thiện các phê duyệt pháp lý cho dự án 239 CMT8 và Serenity Phước Hải đều có thể tạo ra ảnh hưởng tiêu cực, làm suy giảm đáng kể kết quả của đợt mở bán bắt đầu từ năm 2028.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	822	1,325	437	585	733
Lợi nhuận gộp	399	720	274	282	345
Chi phí BH&QL	(232)	(261)	(231)	(201)	(207)
Thu nhập khác	63.1	(84.0)	(45.0)	0	0
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	230	375	(2.01)	80.9	138
Lãi vay thuần	81.6	289	325	1,267	(189)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	(49.8)	(13.0)	0	0	119
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	262	651	323	1,348	67.9
Chi phí thuế TNDN	(107)	(136)	(67.6)	(282)	(10.8)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.10)	0.38	0.42	0.46	0.51
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	155	515	256	1,066	57.6
Lợi nhuận thuần ĐC	294	571	(64.9)	(160)	499
EBITDA ĐC	247	388	32.7	102	159
EPS (đồng)	210	526	261	1,088	58.8
EPS ĐC (đồng)	398	583	(66.3)	(163)	509
DPS (đồng)	-	-	-	-	-
Sig CP bình quân (triệu đv)	739	980	980	980	980
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	873	980	980	980	980
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	873	980	980	980	980

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	344	376	116	208	299
Đầu tư ngắn hạn	115	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	6,861	7,000	4,729	5,261	5,253
Hàng tồn kho	14,078	16,715	18,366	17,190	24,788
Các tài sản ngắn hạn khác	85.2	85.2	89.4	93.9	98.6
Tổng tài sản ngắn hạn	21,483	24,176	23,299	22,753	30,438
TSCĐ hữu hình	344	333	420	465	512
TSCĐ vô hình	401	401	464	498	534
Bất động sản đầu tư	63.2	61.7	59.9	58.2	56.3
Đầu tư dài hạn	2.81	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	35.2	711	718	1,215	1,334
Tài sản dài hạn khác	1,658	1,590	1,636	1,667	1,768
Tổng tài sản dài hạn	2,503	3,096	3,297	3,902	4,204
Tổng cộng tài sản	23,986	27,271	26,597	26,655	34,643
Nợ ngắn hạn	1,383	1,106	2,392	1,329	1,185
Phải trả người bán	348	164	44.3	82.4	105
Nợ ngắn hạn khác	6,230	8,553	7,819	6,335	5,158
Tổng nợ ngắn hạn	8,562	10,259	10,466	9,454	16,944
Nợ dài hạn	3,961	4,438	3,294	3,298	3,738
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	404	151	151	151	151
Tổng nợ dài hạn	4,365	4,589	3,444	3,449	3,889
Tổng nợ phải trả	12,927	14,847	13,910	12,903	20,833
Vốn chủ sở hữu	11,000	12,373	12,629	13,695	13,753
Lợi ích cổ đông thiểu số	58.2	50.9	57.8	57.3	56.8
Tổng vốn chủ sở hữu	11,059	12,424	12,686	13,752	13,809
Tổng nợ phải trả và VCSH	23,986	27,271	26,597	26,655	34,643
BVPS (đ)	12,599	12,628	12,889	13,977	14,036
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,000	5,168	5,570	4,420	4,624

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	230	375	(2.01)	80.9	138
Khấu hao	(16.7)	(12.5)	(34.7)	(21.3)	(21.7)
Lãi vay thuần	81.6	289	325	1,267	(189)
Thuế TNDN đã nộp	(193)	(103)	(67.6)	(282)	(10.8)
Thay đổi vốn lưu động	(4,689)	(2,742)	(462)	(1,011)	40.2
Khác	424	76.3	(2.07)	(2.17)	(2.28)
LCT thuần từ HKKD	(4,616)	(2,988)	(1,201)	(1,455)	(44.1)
Đầu tư TS dài hạn	(76.7)	(27.2)	(227)	(127)	(202)
Góp vốn & đầu tư	(3.24)	441	0	0	0
Thanh lý	1,083	1,712	1,000	2,704	0
Khác	(92.9)	(553)	26.3	28.9	41.5
LCT thuần từ HĐĐT	910	1,572	799	2,605	(160)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	1,343	179	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,202	1,256	142	(1,059)	296
Khác	-	13.1	-	-	-
LCT thuần từ HĐTC	3,545	1,449	142	(1,059)	296
Tiền & tương đương tiền đầu kì	505	344	376	116	208
LCT thuần trong kỳ	(161)	32.2	(260)	91.9	91.2
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	344	376	116	208	299
Dòng tiền tự do	(4,693)	(3,016)	(1,428)	(1,582)	(246)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	48.5	54.4	62.7	48.1	47.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	30.0	29.3	7.47	17.5	21.7
Tỷ suất LNT (%)	18.9	38.9	58.4	182	7.86
Thuế TNDN hiện hành (%)	40.7	20.9	20.9	20.9	15.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	33.0	61.2	(67.0)	33.8	25.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(33.8)	57.2	(91.6)	213	55.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(40.3)	94.6	(111)	(146)	412
Tăng trưởng EPS (%)	(79.2)	150	(50.4)	317	(94.6)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(35.3)	46.7	(111)	(146)	412
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	-	-	-
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	-	-	-	-
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.51	4.41	2.04	8.10	0.42
ROACE (%)	1.68	2.31	(0.01)	0.49	0.79
Vòng quay tài sản (lần)	0.04	0.05	0.02	0.02	0.02
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(20.1)	(7.97)	599	(18.0)	(0.32)
Số ngày tồn kho	12,153	10,088	41,045	20,666	23,315
Số ngày phải thu	5,923	4,225	10,568	6,325	4,940
Số ngày phải trả	301	99.1	99.1	99.1	99.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	46.7	43.7	44.2	43.3	109
Nợ/tài sản (%)	22.8	21.2	21.4	23.0	43.9
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	0.73
Nợ/EBITDA (lần)	22.2	14.9	174	60.1	95.6
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.51	2.36	2.23	2.41	1.80
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	23.5	16.0	49.4	34.9	28.2
EV/EBITDA ĐC (lần)	78.2	54.7	661	200	130
P/E (lần)	77.9	31.1	62.7	15.0	278
P/E ĐC (lần)	41.1	28.0	N/a	N/a	32.1
P/B (lần)	1.30	1.29	1.27	1.17	1.16
Lợi suất cổ tức (%)	-	-	-	-	-

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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