

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)

Lợi nhuận kỳ vọng phục hồi từ hoạt động cốt lõi

- Q1/2025, PDR ghi nhận doanh thu tăng mạnh svck và lợi nhuận tăng mạnh sv quý trước chủ yếu đến từ tiếp tục bàn giao các sản phẩm thuộc dự án Bắc Hà Thanh.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PDR GD 2025-2026 sẽ tăng lần lượt 341%/86% svck với động lực chính đến từ các dự án Bắc Hà Thanh và Thuận An 1 &2.
- Chúng tôi cho rằng cổ phiếu đã phản ánh phần nào các rủi ro pha loãng, do đó chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 18,300 VNĐ/cp.

KQKD Q1/2025: Lợi nhuận đến từ Bắc Hà Thanh

Q1/2025, PDR ghi nhận doanh thu tăng 170% svck, chủ yếu nhờ bàn giao các sản phẩm thuộc dự án Bắc Hà Thanh; biên lợi nhuận gộp của dự án này cải thiện lên mức 40% (từ 36.5% của quý trước). Lợi nhuận ròng Q1/2025 giảm nhẹ 3.8% svck do không còn đóng góp lớn từ doanh thu tài chính, nhưng cải thiện mạnh từ mức nền thấp của quý trước. Giá trị khoản phải thu từ dự án Bắc Hà Thanh giảm 12% sv quý trước, tương đương 38% tổng doanh thu mà PDR đã ghi nhận từ dự án. Trong năm 2024, PDR ghi nhận lợi nhuận sụt giảm mạnh 77% svck do hoạt động bàn giao các sản phẩm thuộc dự án Bắc Hà Thanh chưa tốt như kỳ vọng và không còn ghi nhận khoản lợi nhuận tài chính lớn như năm 2023.

Triển vọng GD 2025-2026: Kỳ vọng hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện

Trong giai đoạn 2022-2024 khi việc mở bán và bàn giao các dự án mới không khả quan, lợi nhuận của doanh nghiệp được chống đỡ bởi doanh thu từ hoạt động tài chính khi liên tục thanh lý các khoản góp vốn đầu tư, đây là nguồn lợi nhuận không bền vững. Chúng tôi cho rằng với tiến độ pháp lý có tiến triển tại dự án Thuận An 1&2 (đã nhận thông báo tiền sử dụng đất, kỳ vọng hoàn thành nghĩa vụ tài chính và mở bán trong 2/2025), đồng thời hoạt động mở bán tích cực hơn tại dự án Bắc Hà Thanh, PDR sẽ ghi nhận lợi nhuận giai đoạn 2025-2026 tăng trưởng lần lượt 365% và 96% svck, cải thiện từ mức nền rất thấp của năm 2024.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 18,300 VNĐ/cp

Hiện tại, PDR đang được định giá ở mức P/B trailing 1.3x, thấp hơn trung bình 3 năm (2.3x) và trung vị 3 năm (1.8x). Việc này, theo chúng tôi, là động thái phản ánh các vấn đề của PDR liên quan đến: (1) Rủi ro pha loãng từ việc phát hành thêm để hoán đổi nợ, (2) Kết quả kinh doanh 2024 sau kiểm toán thấp hơn đáng kể so với trước kiểm toán. Với kỳ vọng PDR ghi nhận lợi nhuận phục hồi trong năm 2025-26 nhờ hoạt động kinh doanh chính cải thiện, chúng tôi cho rằng cổ phiếu có thể được định giá lại và đây là thời điểm hợp lý để tích lũy.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/23	31/12/24	31/12/25F	31/12/26F
Doanh thu thuần	618	822	4,096	5,214
Lợi nhuận ròng	684	155	722	1,412
Tăng trưởng doanh thu thuần	-59%	33%	398%	27%
Tăng trưởng LN ròng	-40%	-77%	365%	96%
Biên LN gộp	88%	49%	40%	48%
Biên EBITDA	202%	69%	33%	41%
ROAE	7.1%	1.4%	5.8%	10.2%
ROAA	3.2%	0.6%	2.8%	5.2%
EPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	926	178	826	1,617
BVPS (VNĐ/cổ phiếu) (*)	12,887	12,599	14,189	15,774

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2024 để đồng nhất cơ sở so sánh

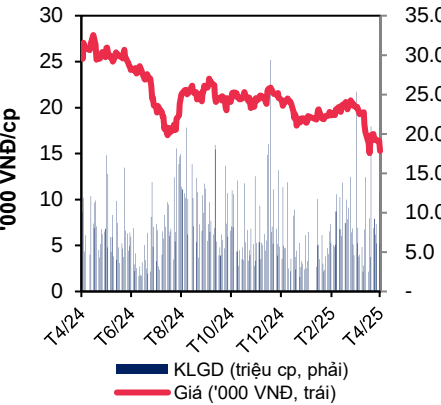
Nguồn: PDR, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 18,300 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 15.1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo: n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	15,900
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	26,550
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	15,050
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	14,107
P/E (TTM)	80.2
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	7.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Nguyễn Văn Đạt	38.15%
Công ty TNHH Phát Đạt Holdings	9.05%
Khác	52.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

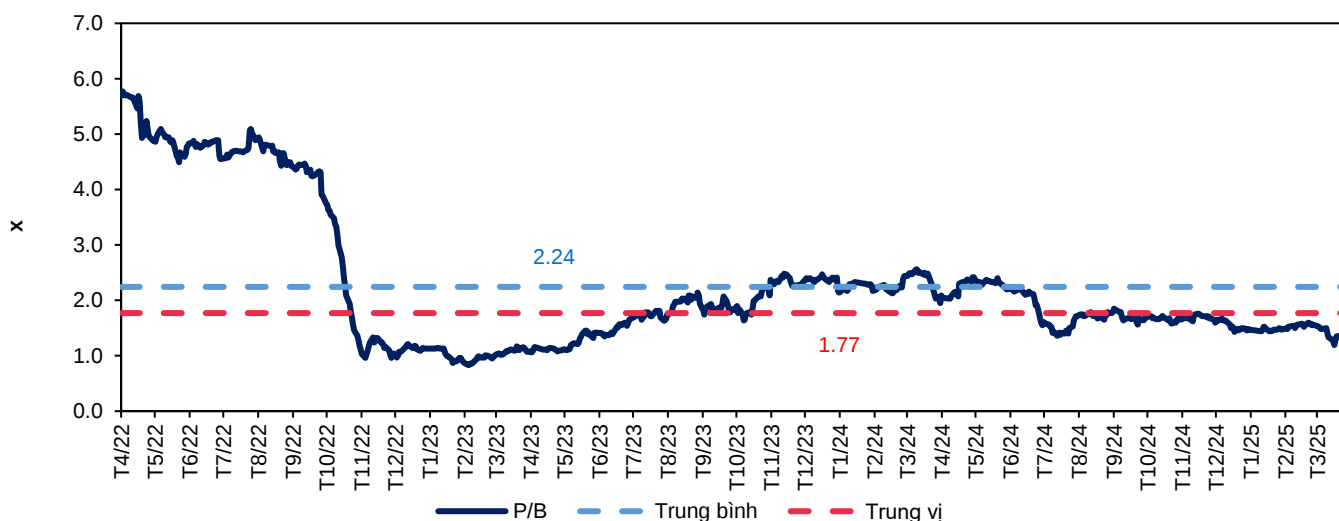
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HOSE: PDR)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Trong năm 2025, PDR dự kiến sẽ phục hồi lợi nhuận trên mức nền thấp của năm 2024 từ hoạt động kinh doanh cốt lõi. Trong giai đoạn 2022-2024 khi việc mở bán và bàn giao các dự án mới không khả quan, lợi nhuận của doanh nghiệp được chống đỡ bởi doanh thu từ hoạt động tài chính khi liên tục thanh lý các khoản góp vốn đầu tư, đây là nguồn lợi nhuận không bền vững. Chúng tôi cho rằng với tiến độ pháp lý có tiến triển tại dự án Thuận An 1&2, đồng thời hoạt động mở bán tích cực hơn tại dự án Bắc Hà Thanh, PDR sẽ ghi nhận lợi nhuận giai đoạn 2025-2026 tăng trưởng lần lượt 365% và 96% svck.
- Mức giá hiện tại của PDR đã điều chỉnh về vùng thấp nhất trong vòng 1 năm qua; P/B trailing hiện tại ở mức 1.3x, thấp hơn trung bình 3 năm (2.3x) và trung vị 3 năm (1.8x). Việc này, theo chúng tôi, là động thái phản ánh các vấn đề của PDR liên quan đến: (1) Rủi ro pha loãng từ việc phát hành thêm 34 triệu cổ phiếu để hoán đổi khoản nợ hơn 700 tỷ với ACA Vietnam, (2) Kết quả kinh doanh 2024 sau khi kiểm toán thấp hơn đáng kể so với trước khi kiểm toán. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng sau khi PDR ghi nhận lợi nhuận phục hồi trong năm 2025, cổ phiếu sẽ được định giá lại với mức định giá cao hơn hiện tại.

Hình 1: P/B của PDR trong 3 năm gần đây



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Định giá

Hình 2: Tóm tắt định giá

Dự án	PP định giá	NPV dự phóng (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	NPV thực tế (tỷ VNĐ)
Bắc Hà Thanh	DCF	2,398	100%	2,398
Thuận An 1 & 2	DCF	4,669	100%	4,664
Cadia Quy Nhơn	DCF	316	94%	297
Serenity Phước Hải	DCF	4,047	99%	4,007
Poulo Condor	DCF	2,210	100%	2,210
Khác	BV	6,458	100%	6,439
Tổng giá trị				20,015
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				825
(-) Nợ vay				4,243
Giá trị tài sản ròng - RNAV				16,598
Số lượng CP (triệu cp)				907
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				18,300
Giá hiện tại (VNĐ/cp, giá đóng cửa ngày 23/4/2025)				15,900
Tiềm năng tăng giá				15.1%

Chi phí VCSH		WACC	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	Chi phí nợ	9.0%
Beta	1.0	Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%	WACC	10.6%
Chi phí VCSH	12.0%		

Rủi ro giảm giá:

- Các sản phẩm thuộc dự án Bắc Hà Thanh và Thuận An 1&2 không được bán và bàn giao nhanh như dự kiến.
- Dòng tiền từ việc bán sỉ các sản phẩm thuộc dự án thấp hơn dự kiến, ảnh hưởng đến khả năng trả nợ và đầu tư mới dự án của doanh nghiệp.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
					2025F	2026F	2025F	2026F
CTCP Vinhomes	VHM	236,587	8.2	1.2	5.5	5.0	14.5	13.4
CTCP Đầu tư và Kinh doanh Nhà Khang Điền	KDH	27,149	34.3	1.6	4.3	4.8	6.4	6.3
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	12,802	43.6	1.1	0.8	0.8	2.3	2.9
CTCP Tập đoàn đất Xanh	DXG	10,590	16.2	1.1	3.7	3.1	7.8	8.4
Trung bình			25.6	1.2	3.6	3.4	7.7	7.8
CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt	PDR	14,107	80.2	1.3	2.8	5.2	5.8	10.2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

KQKD năm 2024 và Q1/2025: Dự án Bắc Hà Thanh đóng góp vào lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh cốt lõi

Kết quả kinh doanh năm 2024 và Q1/2025 của Phát Đạt

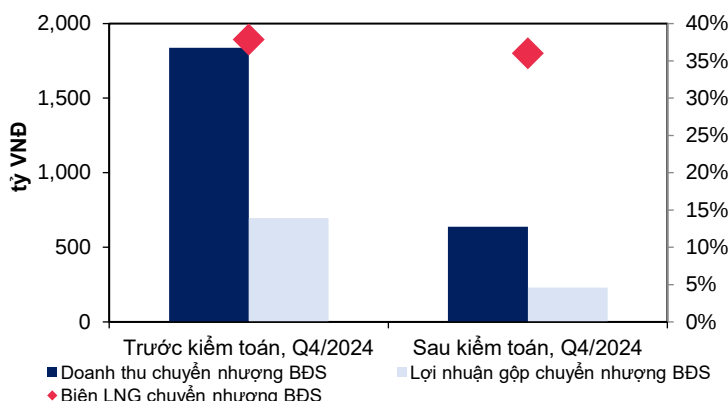
Hình 4: Kết quả kinh doanh năm 2024 và Q1/2025 (Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q1/2025	% svck	% sv quý trước	2024	% svck	Đánh giá
Doanh thu	438	170%	-32%	822	33%	Dự án Bắc Hà Thanh đóng góp khoảng 78% tổng doanh thu năm 2024 của PDR, và đóng góp gần như toàn bộ doanh thu Q1/2025.
Lợi nhuận gộp	175	9%	-25%	399	-27%	
Biên lợi nhuận gộp	40.0%	-59.5 đpt	3.8 đpt	48.5%	-39.5 đpt	Biên lợi nhuận dự án Bắc Hà Thanh Q1/2025 đã tăng khoảng 4 điểm % so với mức 36% của quý trước, tuy mức biên LNG này không cao do các sản phẩm thuộc dự án được bán sỉ cho Realty Holdings nhưng cũng đã có sự cải thiện.
Chi phí quản lý và bán hàng	45	-3%	-50%	232	8%	Lãi từ thanh lý các khoản đầu tư trong năm 2023 (~942 tỷ VNĐ) lớn hơn so với lãi từ thanh lý các khoản đầu tư trong năm 2024 (chuyển nhượng cổ phần tại BIDICI)
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	10.3%	-0.6 đpt	-0.8 đpt	28.2%	-6.4 đpt	
Thu nhập tài chính	2	65%	-50%	401	-58%	Chi phí tài chính Q1/2025 giảm mạnh so với quý trước do không ghi nhận lỗ tỷ giá như quý trước.
Chi phí tài chính	67	2%	-37%	320	-20%	Không ghi nhận khoản thu nhập khác lớn (~33 tỷ) như cùng kỳ năm ngoái.
Thu nhập khác	(0)	-101%	-93%	63	110%	
Lợi nhuận từ LDLK	(0)	n/a	-100%	(50)	115%	
Lợi nhuận trước thuế	64	-16%	229%	262	-71%	
Lợi nhuận sau thuế	51	-3.8%	3146%	155	-77%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	51	-3.8%	3217%	155	-77%	Tăng mạnh từ nền thấp của quý trước do biên lợi nhuận gộp cải thiện và chi phí tài chính giảm.

Nguồn: PDR, MBS Research

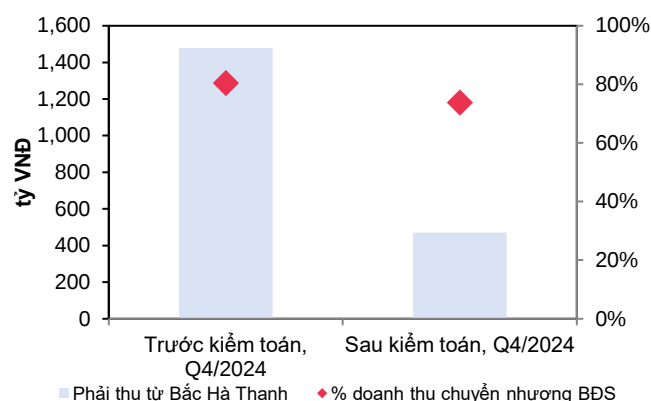
Kết quả 2024 sau kiểm toán sụt giảm mạnh so với trước kiểm toán: Trong năm 2024, dự án KĐT Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic) đã đủ điều kiện và bắt đầu mở bán kể từ cuối Q4/2024. Theo giải trình của doanh nghiệp với kết quả kinh doanh **trước kiểm toán**, toàn bộ 627 sản phẩm (92 căn nhà ở kết hợp dịch vụ - ODV và 535 nền đất) thuộc giai đoạn 1 của dự án đã được hấp thụ hết và là động lực đóng góp chủ yếu vào kết quả kinh doanh của công ty trong Q4/2024. Tuy nhiên, đây là kết quả của việc bán sỉ các sản phẩm thuộc dự án này cho Realty Holdings, và chưa thực sự ghi nhận dòng tiền khi giá trị khoản phải thu từ dự án này vẫn lớn so với doanh thu Q4. Sau khi thực hiện kiểm toán, kết quả từ dự án Bắc Hà Thanh đã được ghi nhận thận trọng hơn khi doanh thu và lợi nhuận gộp giảm lần lượt 65% và 67% so với trước khi kiểm toán.

Hình 5: KQKD Q4/2024 của PDR, trước và sau kiểm toán: Doanh thu sụt giảm mạnh, biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ



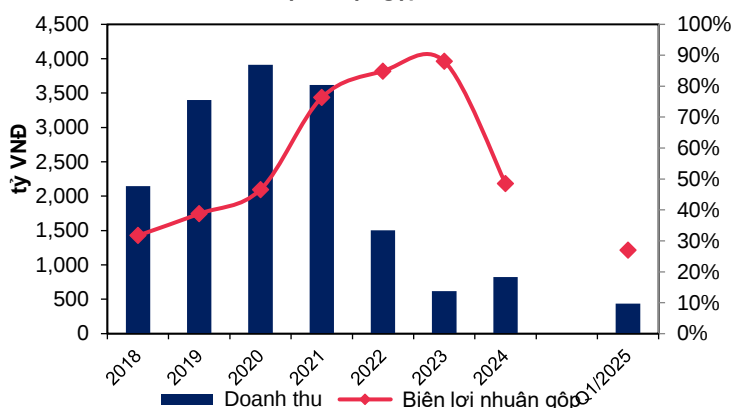
Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 6: Giá trị khoản phải thu từ dự án Bắc Hà Thanh so với doanh thu chuyển nhượng BĐS, trước và sau khi kiểm toán



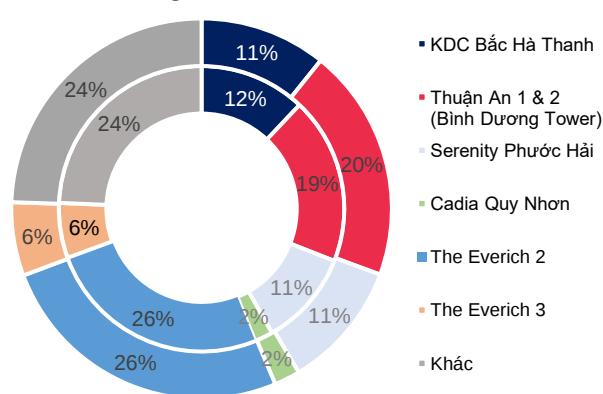
Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 7: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của PDR



Nguồn: PDR, MBS Research

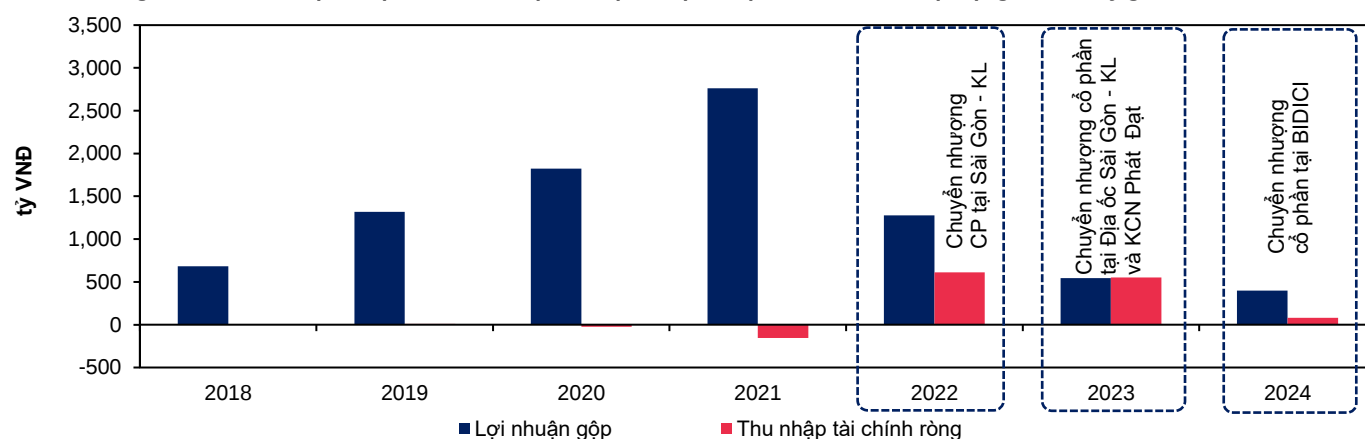
Hình 8: Cơ cấu hàng tồn kho



Vòng trong: Q4/2024; Vòng ngoài: Q1/2025

Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 9: Trong GB 2022-2024, lợi nhuận của PDR được hỗ trợ bởi lợi nhuận tài chính khi hoạt động cốt lõi suy giảm



Nguồn: PDR, MBS Research

Triển vọng giai đoạn 2025-2026: Lợi nhuận được kỳ vọng phục hồi nhờ hoạt động kinh doanh cốt lõi

Động lực chính đến từ hai dự án KDC Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic) và Thuận An 1 & 2 (Bình Dương Tower)

Mặc dù PDR sở hữu quỹ đất tương đối lớn và trải dài tại nhiều tỉnh thành khu vực phía Nam, không phải tất cả các dự án của doanh nghiệp này đều có khả năng thực hiện trong ngắn hạn do: (1) Bản thân các dự án còn vướng mắc nhiều về mặt pháp lý, (2) Thị trường bất động sản chưa thực sự khởi sắc.

Hình 10: Tiến độ pháp lý các dự án của PDR

STT	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Chủ trương đầu tư	Quy hoạch 1/500	Bàn giao đất	Thanh toán tiền sử dụng đất	Lưu ý
1	KDC Bắc Hà Thanh	Bình Định	43.2	x	x	x	x	
2	Thuận An 1&2	Bình Dương	4.5	x	x	x	(*)	(*) Đã nhận thông báo tiền sử dụng đất trong T4/2025, dự kiến sẽ hoàn thành thanh toán trong Q2/2025.
3	Cadia Quy Nhơn	Bình Định	0.5	x	x	x		
4	Serenity Phước Hải	Vũng Tàu	5.6	x	(*)			(*) Đang điều chỉnh quy hoạch chung đô thị mới Phước Hải, điều chỉnh QH 1/500
5	Poulo Condo	Vũng Tàu	12.0	x				(*) Đã có QĐ điều chỉnh QH 1/500, đang xác định nghĩa vụ tài chính
6	Tropicana Long Hải	Vũng Tàu	10.0	x				(*) Xin điều chỉnh chủ trương đầu tư
7	Hàn Riverside	Đà Nẵng	0.9	x				Đang điều chỉnh QH 1/500
8	223 Trần Phú	Đà Nẵng	0.3	x				Đang điều chỉnh QH 1/500

Nguồn: PDR, MBS Research tổng hợp

Trong giai đoạn 2025-2026, chúng tôi thấy hai động lực chính cho việc phục hồi hoạt động kinh doanh cốt lõi của PDR: dự án KDC Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic, Bình Định) và dự án Thuận An 1 & 2 (Bình Dương Tower, Bình Dương). Dự án Cadia Quy Nhơn cũng đang gần hoàn thiện pháp lý, tuy nhiên có quy mô tương đối nhỏ so với hai dự án kể trên.

Hình 11: Thông tin tiến độ dự án



Tên dự án: Khu dân cư kết hợp chính trang đô thị Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic)

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Phước Thuận, Tuy Phước, Bình Định.
- Quy mô: 43.16 ha
- Dòng sản phẩm chính: Đất nền, nhà ở kết hợp dịch vụ

Tiến độ:

- Đủ điều kiện bán hàng giai đoạn 1; đã bán sỉ cho Realty Holdings.
- Đang hoàn tất các thủ tục pháp lý (chờ phê duyệt giá đất) để mở bán giai đoạn 2.



Tên dự án: Khu Phức hợp cao tầng Thuận An 1 & 2 (Bình Dương Tower)

- Tỷ lệ sở hữu: 99.9%
- Vị trí: Đường Nguyễn Thị Minh Khai, phường Thuận Giao, TP. Thuận An, Bình Dương
- Quy mô: 4.46 ha (Thuận An 1: 1.81 ha, Thuận An 2: 2.65 ha)
- Dòng sản phẩm chính: Căn hộ (~6000 căn) & nhà phố liền kề (16 căn)

Tiến độ:

- Khởi công đầu năm 2024; đã hoàn thành gần 100% khối lượng thi công tường vây và cọc đại trà tại cả 3 tháp A1, A2 và A3.
- Đã hoàn thành tính tiền sử dụng đất vào T4/2025.



Tên dự án: Cadia Quy Nhơn (Số 1 Ngõ Mây)

- Tỷ lệ sở hữu: 94%
- Vị trí: Số 1 Ngõ Mây, TP. Quy Nhơn, Bình Định
- Quy mô: 0.5 ha (5,245 m²)
- Dòng sản phẩm chính: Căn hộ du lịch, nhà phố, khách sạn.

Tiến độ:

- Đang hoàn thành hạ tầng kỹ thuật và các thủ tục pháp lý.
- Dự kiến bắt đầu kinh doanh từ Q2/2025.

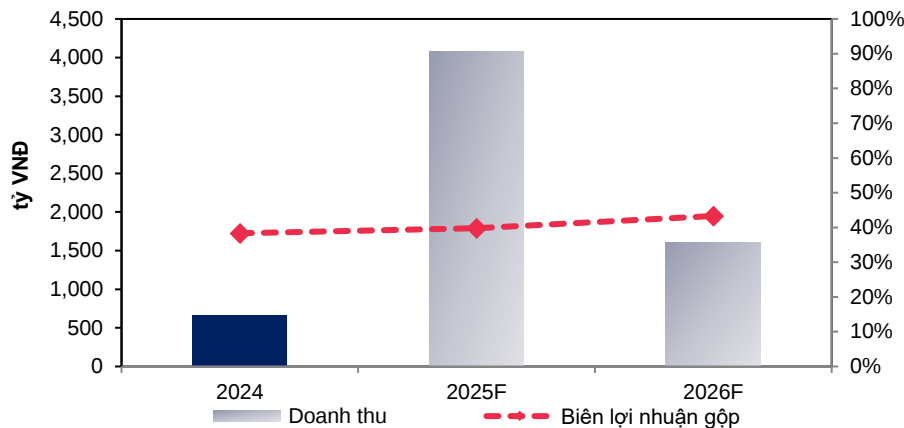
Nguồn: MBS Research tổng hợp

Tiếp tục mở bán và bàn giao các sản phẩm thuộc dự án KĐT Bắc Hà Thanh

Chúng tôi cho rằng việc ghi nhận thận trọng kết quả kinh doanh của dự án Bắc Hà Thanh trong năm 2024 sẽ là tiền đề để PDR ghi nhận kết quả cải thiện trong năm 2025, nhờ bàn giao các sản phẩm còn lại của giai đoạn 1 dự án. Dự án Bắc Hà Thanh có vị trí tương đối thuận lợi khi nằm ở Quốc lộ 19, trục đường huyết mạch kết nối sân bay Phù Cát và trung tâm Thành phố Quy Nhơn; được kỳ vọng có sức hấp thụ ổn trong bối cảnh đất nền đô thị đang ấm lên tại khu vực miền Trung. Cuối Q1/2025, giá trị khoản phải thu từ nhóm khách hàng dự án Bắc Hà Thanh giảm 12% so với quý trước xuống mức 413 tỷ VNĐ; tương đương 38% tổng doanh thu mà PDR đã ghi nhận từ dự án này, giảm đáng kể so với mức 74% doanh thu tại thời điểm cuối năm 2024. Việc này cho thấy tình hình thu tiền từ việc bàn giao các sản phẩm của dự án đã có dấu hiệu cải thiện.

Chúng tôi cũng cho rằng giai đoạn 2 của dự án Bắc Hà Thanh sẽ tiếp tục được bán sỉ, khi trước đó vào tháng 5/2024, Realty Holdings đã cam kết mua và bán toàn bộ sản phẩm thuộc các dự án Bắc Hà Thanh và Thuận An 1&2. Trên cơ sở biên lợi nhuận gộp Q1/2025 từ dự án này cải thiện so với quý trước, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp trong thời gian tới của dự án Bắc Hà Thanh sẽ cải thiện nhẹ so với mức biên lợi nhuận gộp đã được ghi nhận trong năm 2024, lần lượt đạt 39.8%/43.3% trong GD 2025-2026 nhờ giá bán giai đoạn sau tăng.

Hình 12: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp dự án Bắc Hà Thanh



Nguồn: MBS Research dự phóng

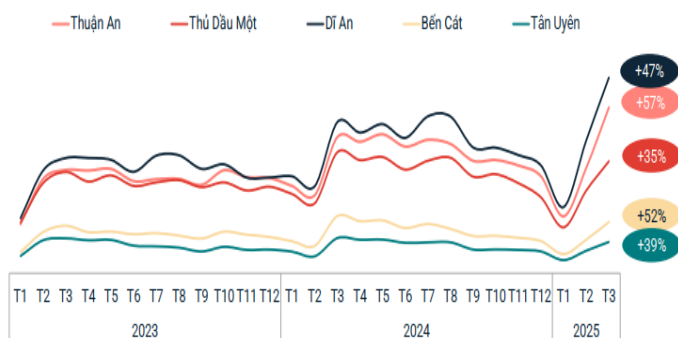
Kỳ vọng doanh số tích cực tại dự án Thuận An 1&2 sau khi hoàn thành các thủ tục pháp lý

Ngày 18/4/2025, PDR đã nhận thông báo từ Chi cục Thuế khu vực XVI tỉnh Bình Dương về các khoản tiền sử dụng đất, tiền bồi thường giải phóng mặt bằng cho toàn bộ phần diện tích đã được giao của dự án Thuận An 1&2. Đây là cơ sở để doanh nghiệp hoàn thành nghĩa vụ tài chính và đủ điều kiện mở bán. Chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ sớm hoàn thành việc đóng tiền sử dụng đất và bắt đầu mở bán trong Q2/2025.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hấp thụ tại dự án này sẽ tích cực, khi được hưởng lợi từ hệ thống giao thông liên vùng TP. Hồ Chí Minh – Bình Dương – Bà Rịa Vũng Tàu (các dự án Vành đai 4 TP. HCM, Metro số 1 nối dài đi tỉnh Bình Dương), và nâng cấp mở rộng Quốc lộ 12 đoạn qua địa phận TP. Thuận An. Ngoài ra, trước việc Bình Dương có thể sáp nhập với TP. Hồ Chí Minh và Bà Rịa Vũng Tàu, chúng tôi cho rằng tiềm năng để khu vực này trở thành siêu đô thị tại Đông Nam Á với nhiều lợi ích kinh tế là rất lớn; điều này có thể kéo theo nhu cầu các sản phẩm bất động sản tại khu vực này gia tăng. Mức độ quan tâm tại khu vực Thuận An trong tháng 3/2025 tăng mạnh 57% so với tháng trước (theo khảo sát của Batdongsan.com.vn), mức độ quan tâm loại hình chung cư cũng tăng 46% so với tháng trước.

Hình 13: Mức độ quan tâm theo khu vực tại Bình Dương

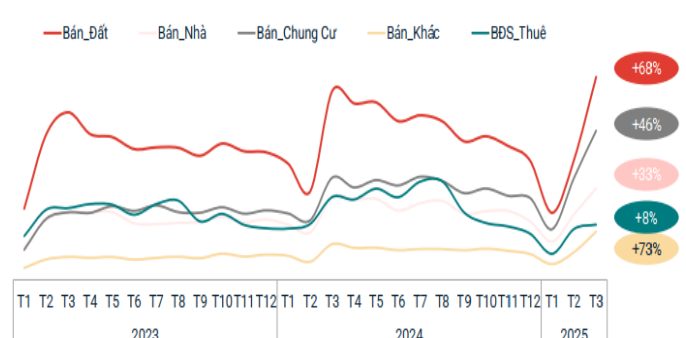
Index - % T3/2025 so với T2/2025



Nguồn: Batdongsan.com.vn

Hình 14: Mức độ quan tâm theo loại hình tại Bình Dương

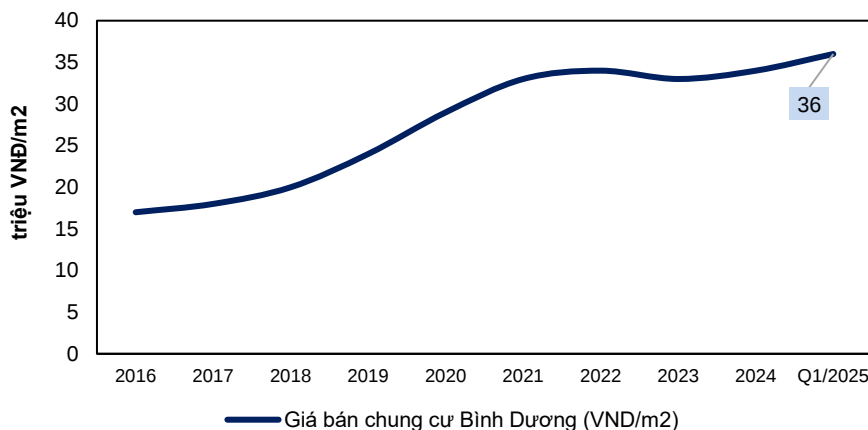
Index - % T3/2025 so với T2/2025



Nguồn: Batdongsan.com.vn

Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp từ dự án Thuận An 1 & 2 có thể cao hơn so với dự án Bắc Hà Thanh, khi kỳ vọng giá bán tăng theo giá bán chung tại khu vực sẽ giúp bù đắp lại (1) phần giá trị tiền sử dụng đất tăng cao do thay đổi bảng giá đất, và (2) biên lợi nhuận gộp có thể bị ảnh hưởng do bán sỉ. Mức giá chung cư tại khu vực Thuận An cũng đang có nền giá hấp dẫn hơn các khu vực khác tại Bình Dương như Dĩ An và Thủ Dầu Một, trong khi hạ tầng và tiện tích đầy đủ, kéo theo sức tăng giá trong thời gian tới có thể hấp dẫn hơn.

Hình 15: Giá mua chung cư tại Bình Dương duy trì tăng ổn định trong các năm gần đây



Nguồn: Batdongsan.com.vn

Về việc phát hành cổ phiếu để hoán đổi nợ

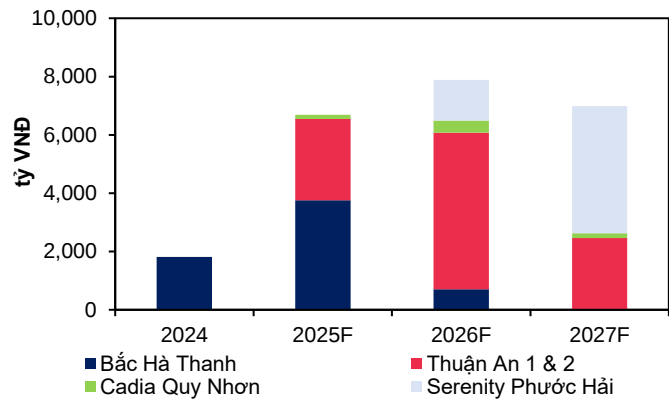
Ngày 16/4/2025, PDR nhận được công văn của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước về việc nhận được đầy đủ hồ sơ đăng ký phát hành cổ phiếu để hoán đổi nợ của công ty. Đây là khoản vay tín chấp có giá trị hơn 766 tỷ VNĐ của PDR với ACA Vietnam, kèm theo quyền chuyển đổi thành hơn 34 triệu cổ phiếu của PDR với giá hoán đổi là 20,000 VNĐ/cp để hoán đổi toàn bộ số dư nợ vay, gia hạn chậm nhất đến ngày 23/4/2025, nếu không chuyển đổi thì khoản vay này được gia hạn thanh toán đến ngày 23/9/2025. Số lượng cổ phiếu được phát hành nói trên có kèm theo điều khoản hạn chế chuyển nhượng trong vòng 1 năm kể từ ngày phát hành.

Chúng tôi cho rằng việc hoán đổi nợ này ám chỉ nhiều rủi ro hơn là lợi ích cho PDR khi: (1) có thể ngầm cho thấy khả năng trả nợ của doanh nghiệp trước tháng 9/2025 là chưa khả quan, (2) có thể khó tìm được nguồn vay tín chấp để thay thế và phát triển các dự án mới, (3) rủi ro pha loãng đối với cổ đông hiện hữu. Tuy nhiên bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng có một vài yếu tố tích cực có thể bù đắp cho việc này: (1) việc bàn giao các sản phẩm BĐS tại các dự án Bắc Hà Thanh và Thuận An 1 & 2 trong thời gian tới có thể đem lại dòng tiền nhất định, hỗ trợ phát triển các dự án mới, (2) mức giá chuyển đổi lớn hơn thị giá hiện tại cùng điều khoản hạn chế chuyển nhượng cho thấy đánh giá cao của đối tác về triển vọng PDR.

Tổng hợp dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

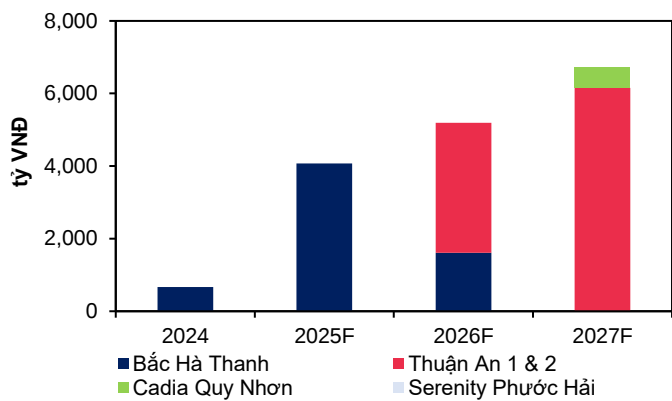
Chúng tôi cho rằng dự án Bắc Hà Thanh sẽ là bộ đỡ lợi nhuận của PDR trong năm 2025, trong khi dự án Thuận An 1 & 2 có thể đóng góp vào kết quả kinh doanh kể từ năm 2026.

Hình 16: Dự phóng cơ cấu doanh số ký bán – presale theo dự án



Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 17: Dự phóng giá trị bàn giao theo dự án



Nguồn: MBS Research dự phóng

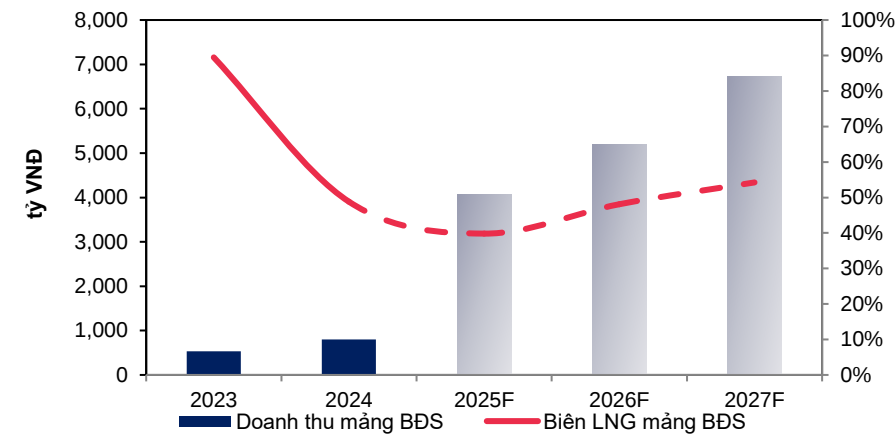
Hình 18: Tổng hợp dự phóng tiến độ các dự án

STT	Dự án	Tỷ lệ sở hữu	2024	2025F	2026F	2027F	Sau 2027
1	KDC Bắc Hà Thanh	100%					
2	Thuận An 1 & 2	100%					
3	Cadia Quy Nhơn	94%					
4	Serenity Phước Hải	99%					

Chú thích: Mở bán Bàn giao

Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 19: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng BĐS của PDR



(*) Lưu ý: Biên lợi nhuận gộp 2023 và 2024 cao nhờ ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng đất và chuyển nhượng căn hộ
Nguồn: PDR, MBS Research dự phóng

Hình 20: Dự phóng của MBS về KQKD của PDR giai đoạn 2025-2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	% svck	2026F	% svck	Đánh giá
Doanh thu	822	4,096	398%	5,214	27%	Doanh thu 2025 chủ yếu từ đóng góp của Bắc Hà Thanh, doanh thu 2026 có thêm đóng góp của Thuận An 1 & 2.
Lợi nhuận gộp	399	1,629	308%	2,505	54%	
Biên lợi nhuận gộp	48.5%	39.8%	-8.8đpt	48.0%	8.3đpt	Biên LNG của dự án Bắc Hà Thanh được dự phóng trên cơ sở biên LNG được ghi nhận trong Q1/25 (40%). Dự kiến biên LNG Thuận An 1 & 2 sẽ cao hơn (50%) và đóng góp nhiều hơn vào KQKD năm 2026.
Chi phí quản lý và bán hàng	232	348	50%	443	27%	Dự kiến tăng chi phí bán hàng để triển khai bán các dự án mới như Thuận An & Cadia Quy Nhơn.
% Chi phí quản lý và bán hàng/ Doanh thu	28.2%	8.5%	-19.7đpt	8.5%	0đpt	
Thu nhập tài chính	401	20	-95%	30	53%	Dự kiến trong GD 2025-2026, PDR không còn ghi nhận thu nhập bất thường từ thanh lý các khoản đầu tư như năm 2024.
Chi phí tài chính	(320)	(442)	38%	(381)	-14%	Chi phí lãi vay dự kiến tăng do tăng vay nợ để phát triển các dự án mới.
Thu nhập khác	63	41	-35%	52	27%	
Lợi nhuận từ LDLK	(50)	-	-100%	-	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	262	900	244%	1,763	96%	
Lợi nhuận sau thuế	155	720	364%	1,410	96%	
LNST sau lợi ích của cổ đông thiểu số (NPATMI)	155	722	365%	1,412	96%	Lợi nhuận cải thiện mạnh từ mức nền thấp của năm 2024.

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	618	822	4,096	5,214	LN trước thuế	889	262	900	1,763
Giá vốn hàng bán	(74)	(423)	(2,466)	(2,709)	Khấu hao	13	17	44	47
Lợi nhuận gộp	544	399	1,629	2,505	CP lãi vay	377	285	401	329
Chi phí quản lý DN	(199)	(195)	(246)	(313)	Các khoản điều chỉnh khác	(898)	(308)	(8)	4
Chi phí bán hàng	(14)	(37)	(102)	(130)	Thay đổi VLĐ	44	(4,871)	49	(1,784)
LN từ HĐKD	330	167	1,281	2,061	LCTT từ HĐKD	425	(4,616)	1,386	358
EBITDA thuần	342	184	1,325	2,108	Đầu tư TSCĐ	(105)	(77)	(68)	(101)
LN trước thuế & lãi vay	330	167	1,281	2,061	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	-	-	-
Thu nhập lãi	952	401	20	30	Khác	595	987	(552)	61
Chi phí tài chính	(399)	(320)	(442)	(381)	LCTT từ đầu tư	490	910	(619)	(39)
Thu nhập ròng khác	30	63	41	52	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	682	1,343	682	-
TN từ các Cty LK & LD	(23)	(50)	-	-	Tiền vay ròng nhận được	(1,354)	2,202	(1,100)	(650)
LN trước thuế	889	262	900	1,763	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(14)	(28)
Thuế TNDN	(207)	(107)	(180)	(353)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	683	155	720	1,410	LCTT từ hoạt động TC	(672)	3,545	(433)	(678)
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	(0)	1	1	Tiền & tương đương tiền đầu kì	262	505	344	677
Lợi nhuận ròng	684	155	722	1,412	LC tiền thuần trong năm	243	(161)	334	(359)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	505	344	677	318
Lợi nhuận giữ lại	684	155	722	1,412					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2023	2024	2025F	2026F		2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	505	344	677	318	Tăng trưởng doanh thu thuần	-59%	33%	398%	27%
Đầu tư ngắn hạn	15	115	148	188	Tăng trưởng EBITDA	-65%	-46%	622%	59%
Phải thu khách hàng	4,115	6,861	8,191	10,428	Tăng trưởng LN từ HĐKD	34%	51%	768%	161%
Hàng tồn kho	12,200	14,078	13,769	12,865	Tăng trưởng LN trước thuế	-40%	-71%	244%	96%
Tổng tài sản ngắn hạn	16,916	21,483	23,043	24,186	Tăng trưởng LN ròng	-40%	-77%	365%	96%
Tài sản cố định	23	344	344	365	Tăng trưởng EPS	-40%	-77%	365%	96%
Xây dựng cơ bản dở dang	1,170	533	557	591	Biên LN gộp	88%	49%	40%	48%
BĐS đầu tư	65	63	64	65	Biên EBITDA	202%	69%	33%	41%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	111%	19%	18%	27%
Đầu tư vào công ty LD,LK	1,202	38	36	34	ROAE	7.1%	1.4%	5.8%	10.2%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	955	1,085	1,031	1,024	ROAA	3.2%	0.6%	2.8%	5.2%
Tổng tài sản dài hạn	4,151	2,503	3,046	2,998	ROIC	5.4%	0.9%	4.3%	8.1%
Tổng tài sản	21,068	23,986	26,089	27,185					
Vay & nợ ngắn hạn	815	1,383	974	1,100	Vòng quay tài sản	3%	3%	16%	19%
Phải trả người bán	243	348	868	572	Tổng nợ vay/VCSH	32%	48%	34%	26%
Phải trả ngắn hạn khác	8,119	6,831	8,128	8,787	Nợ vay ròng/VCSH	27%	45%	29%	24%
Tổng nợ ngắn hạn	9,177	8,562	9,970	10,459	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	12%	21%	14%	12%
Vay & nợ dài hạn	2,290	3,961	3,269	2,493	Khả năng thanh toán lãi vay	1.0	0.6	3.2	6.3
Các khoản phải trả khác	21	404	404	404	Số ngày phải thu	2,432	3,048	730	730
Tổng nợ dài hạn	2,311	4,365	3,673	2,897	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	60,323	12,153	2,038	1,733
Tổng nợ	3,126	5,747	4,647	3,997	Số ngày phải trả tiền bán	1,203	301	128	77
Vốn điều lệ	7,388	8,731	9,072	9,072	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.8	2.5	2.3	2.3
Thặng dư vốn cổ phần	71	70	411	411	Khả năng thanh toán nhanh	0.5	0.9	0.9	1.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.1	0.0
LN giữ lại	1,832	1,955	2,647	4,003	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	230	244	258	286	EPS (*)	926	178	826	1,617
Vốn chủ sở hữu	9,521	11,000	12,389	13,773	BVPS (*)	12,887	12,599	14,189	15,774
Lợi ích cổ đông thiểu số	58	58	57	56	P/E (*)	17.2	89.5	19.2	9.8
Tổng vốn chủ sở hữu	9,579	11,059	12,446	13,828	P/B (*)	1.2	1.3	1.1	1.0
Tổng nợ và VCSH	21,068	23,986	26,089	27,185					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2024 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: PDR, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyện</i> <i>Phạm Thị Thanh Hương</i>	Bất động sản - VLXD <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i> <i>Nguyễn Phương Anh</i>