

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt (HSX: PDR)
Thủ Thiêm mở chu kỳ mới, lợi nhuận ngắn hạn chịu áp lực lãi vay

- Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng Q3/2026 của PDR đạt 26 tỷ đồng (-69.7% svck) do không có dự án nào được bàn giao trong quý, đồng thời dự kiến không có nguồn doanh thu đột biến từ chuyển nhượng/thoái vốn dự án diễn ra.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng 2026F của PDR ở mức 458 tỷ VNĐ (-11.0% svck) do chi phí lãi vay, dự phòng và thuế tăng mạnh. Lợi nhuận 2027F đạt 732 tỷ (+59.8% svck) nhờ ghi nhận doanh thu từ dự án Bắc Hà Thanh và thoái vốn Thuận An 2.
- Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PDR với mức giá mục tiêu 17,100 VNĐ/cp.

KQKD Q3/2026 chưa khả quan do thị trường vẫn trầm lắng

6T/2026, PDR ghi nhận doanh thu thuần 158 tỷ đồng (-66% svck) do chưa bàn giao đáng kể tại Bắc Hà Thanh, nhưng thu nhập tài chính đạt 1,381 tỷ từ lãi thanh lý khoản đầu tư. Lợi nhuận ròng đạt 213 tỷ (+84% svck), tương đương 25% kế hoạch 868 tỷ của công ty. Lợi nhuận nửa đầu năm bị bào mòn đáng kể do chi phí tài chính 534 tỷ (+310% svck) và thuế TNDN cao trên lãi chuyển nhượng vốn (giao dịch M&A chịu mức thuế cao hơn). Chúng tôi ước tính Q3/2026 lợi nhuận công ty vẫn ở mức thấp do chưa có thông tin về dự án được bàn giao trong quý hoặc kỳ vọng diễn ra giao dịch thoái vốn/chuyển nhượng trong quý thứ 3 của năm 2026.

Triển vọng GD 2026-2027: Từ thoái vốn sang tái đầu tư và bàn giao

Ước tính lợi nhuận 2026 chỉ ở mức 458 tỷ (-11.0% svck) chủ yếu do hoạt động bàn giao dự án chưa thật sự sôi nổi, bên cạnh đó là chi phí dự phòng và thuế tăng mạnh, cùng với chi phí lãi vay tăng cao do dư nợ gia tăng để tài trợ dự án Lotte Eco Smart City. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng 2027F đạt 732 tỷ đồng (+59.8% svck) nhờ lãi thoái vốn Thuận An 2 và bàn giao Bắc Hà Thanh.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 17,100 VNĐ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho PDR với giá mục tiêu 17,100 VNĐ/cp, giảm 16.2% so với báo cáo tháng 03/2026. Mức điều chỉnh này do lùi tiến độ bàn giao dự án Bắc Hà Thanh, chuyển định giá dự án Thuận An sang giá trị sổ sách (dự kiến chuyển nhượng toàn bộ vào năm 2027), cùng chi phí dự phòng và lãi vay tăng cao hơn dự kiến. Cổ phiếu PDR phù hợp cho chiến lược đầu tư dài hạn (trên 1 năm) để phản ánh kỳ vọng từ các dự án tương lai; trong khi ở ngắn hạn, giá cổ phiếu vẫn chịu áp lực từ khó khăn chung của ngành bất động sản và tiến độ bàn giao chậm trong năm 2026.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	822	1,325	1,422	1,546
Lợi nhuận ròng	155	515	458	732
Tăng trưởng doanh thu thuần	33%	61%	7%	9%
Tăng trưởng LN ròng	-77%	232%	-11.0%	59.8%
Biên LN gộp	49%	54%	58%	45%
Biên EBITDA	69%	76%	103%	119%
ROAE	1.4%	4.1%	3.6%	5.4%
ROAA	0.6%	1.9%	1.4%	2.2%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	155	516	459	734
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	11,024	12,400	12,850	13,570

Nguồn: PDR, MBS Research dự phóng

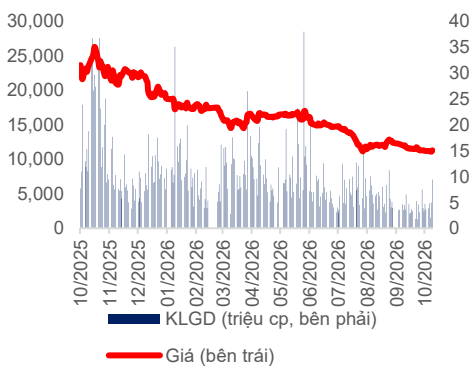
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu 17,100 VNĐ
Tiềm năng tăng giá 54.1%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh giá mục tiêu từ 20,400 VNĐ/cp trong báo cáo PDR tháng 03/2026 về mức 17,100 VNĐ/cp
Điều chỉnh EPS 2026/2027 lần lượt là 459 và 734 VNĐ/cổ phiếu (Báo cáo T03/2026 là 1,007 và 877 VNĐ/cổ phiếu)

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	11,100
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	26,300
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	11,100
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	11,283
P/E (TTM)	18.4
P/B	0.9
Thị suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	6.9%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Ông Nguyễn Văn Đạt	29.54%
Công ty TNHH Phát Đạt Holdings	8.55%
Khác	61.91%

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh

anh.maiduy@mbs.com.vn

CTCP Phát triển Bất động sản Phát Đạt

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

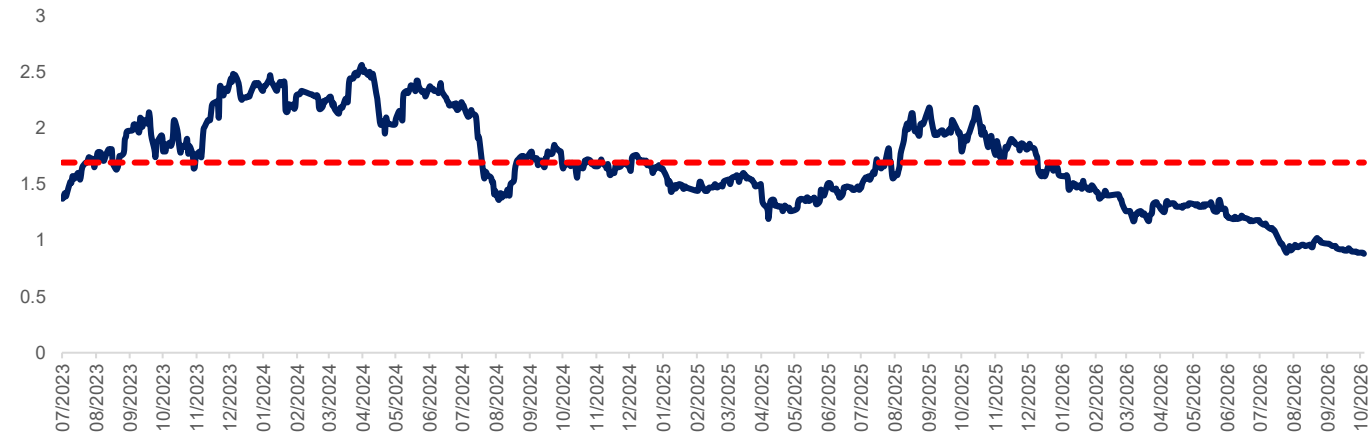
Luận điểm đầu tư

- Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm nâng tầm danh mục quỹ đất của PDR từ nhóm dự án quy mô nhỏ ở các tỉnh sang vị trí lõi khu trung tâm Thương mại của TP. Hồ Chí Minh. Ngày 10/8/2026, PDR hoàn tất thanh toán 7,666 tỷ đồng để sở hữu 35% vốn Lotte Properties HCMC (định giá chủ đầu tư ~21,900 tỷ VNĐ), đồng thời nhận nhiệm vụ phát triển toàn bộ hai khối thương mại 2-1 và 2-3 (~171,580 m² sàn) và đồng phát triển hợp phần nhà ở tại các khối 2-2, 2-4, 2-6. Lễ khởi công hai khối thương mại dự kiến ngày 23/10/2026. Chúng tôi đưa Lotte vào RNAV theo giá vốn (chiếm 29% tổng giá trị dự án) và chưa ghi nhận lợi nhuận trong dự phóng trước 2028.
- Hoạt động cốt lõi dự kiến chuyển pha từ 2027–2028. Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic) giá trị bàn giao ước tính 1,120 tỷ năm 2026F và 1,506 tỷ năm 2027F; 239 Cách Mạng Tháng Tám (TP.HCM) và Poulo Condor (Côn Đảo) mở bán từ 2027 với doanh số ký bán dự phóng lần lượt 5,222 và 2,211 tỷ đồng, tạo nền cho bàn giao 2028–2029 (doanh thu 2028F 11,923 tỷ, lợi nhuận ròng 3,594 tỷ). Dự phóng dồn mạnh về sau 2027 nên nhạy với tiến độ pháp lý và sức mua.

Định giá & Khuyến nghị

Về định giá, chúng tôi ước tính RNAV mới đạt 17,096 tỷ VNĐ, tương đương 17,100 VNĐ/cp, giảm 16.2% so với báo cáo tháng 3 do loại Serenity (-3,954 tỷ VNĐ), giảm Thuận An 2 (-2,325 tỷ VNĐ), tiền mặt giảm (-4,014 tỷ VNĐ) và nợ vay tăng (-6,316 tỷ VNĐ), bù lại bởi Lotte (+7,666 tỷ VNĐ) và EverRich 2&3, Tropicana, 239 CMT8 theo DCF/BV (+5,014 tỷ đồng). Dự án Thuận An 2 chuyển từ phương pháp định giá DCF (RNAV= 3,878 tỷ) sang giá trị sổ sách (1,567 tỷ). PDR hiện giao dịch ở P/B 0.9x, chiết khấu ~34% so với RNAV.

Hình 1: PDR đang giao dịch với mức chiết khấu khá sâu so với P/B trung bình 3 năm



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Hình 2: Tóm tắt định giá

Dự án	PP định giá	NPV/BV (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị thực tế (tỷ VNĐ)
Bắc Hà Thanh	DCF	2,782	100%	2,782
Thuận An 2	BV	1,576	99%	1,567
Poulo Condor	DCF	2,122	100%	2,122
Tropicana Long Hải - Bà Rịa Vũng Tàu	BV	1,995	99%	1,975
239 CMT8	DCF	4,709	50%	2,354
Hàm Ninh - Phú Quốc	BV	401	99%	397
Dự án Bàu Cả	BV	4	100%	4
Cung cấp dịch vụ cho dự án của đối tác	BV	3	100%	3
Quyền sử dụng đất tại phường Bàn Cờ & phường Chợ Quán	BV	1,001	100%	1,001
Dự án The EverRich 2	BV	5,975	100%	5,975
Dự án The EverRich 3	BV	878	100%	878
KĐT Sinh Thái Nhơn Hội	BV	243	100%	243
KDL Sinh Thái Đoàn Ánh Dương	BV	44	100%	44
Lotte Eco Smart City	BV	21,903	35%	7,666
Hàng hóa khác	BV	0	100%	0
Tổng giá trị				27,010
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn				705
(-) Nợ vay				10,619
Giá trị tài sản ròng - RNAV				17,096
Số lượng CP hiện hành (triệu cp)				998
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)				17,100
Giá hiện tại				11,100

Chi phí VCSH		WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4.5%	Chi phí nợ	12.0%
Beta	1.00	Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.0%	WACC	11.5%
Chi phí VCSH	12.5%		

Rủi ro giảm giá:

- Tiến độ pháp lý, mở bán và bàn giao của Bắc Hà Thanh, 239 CMT8 và Poulo Condor chậm hơn dự kiến do pháp lý và sức mua; lợi nhuận 2028 dồn vào số ít dự án.
- Thanh khoản mỏng: tiền mặt dự phóng chỉ 420 tỷ VNĐ (2026F) và 374 tỷ VNĐ (2027F) trong khi dòng tiền hoạt động âm; PDR phụ thuộc vay mới và thoái vốn.
- Pha loãng cổ phiếu từ đợt chào bán 5:1 giá 10,000 VNĐ và cổ tức cổ phiếu 10%.

Hình 3: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
					2026F	2027F	2026F	2027F
CTCP Vinhomes	VHM	542,181	6.8	2.1	7.3	9.0	22.2	22.0
CTCP Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền	KDH	16,544	9.4	0.9	3.6	6.0	5.8	10.0
CTCP Tập đoàn Đất Xanh	DXG	12,360	64.3	0.9	0.9	1.7	1.6	3.0
CTCP Đầu tư Nam Long	NLG	10,629	17.2	0.9	2.7	3.7	4.1	5.6
Trung bình			24.4	1.2	3.6	5.1	8.4	10.2
CTCP Phát triển BĐS Phát Đạt	PDR	11,283	18.4	0.9	0.9	2.2	2.3	5.5

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

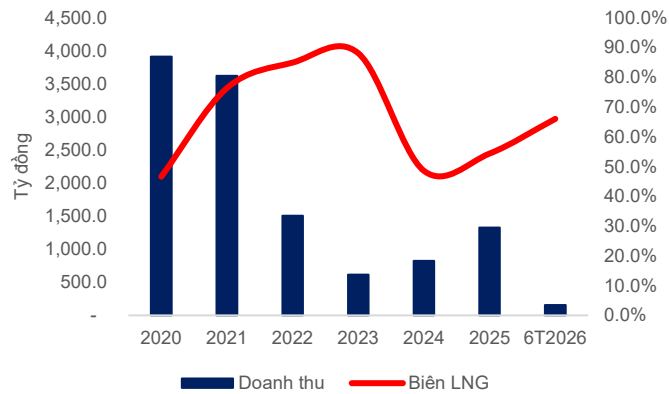
Tổng quan KQKD Q2/2026 và 6T2026: Doanh thu chủ yếu từ thoái vốn dự án

Hình 4: Kết quả kinh doanh Q2/2026 và 6T2026(Đơn vị: tỷ đồng)

Chỉ số KQKD	Q2/2026	%svck	6T26	%svck	%Dự phóng 2026	Đánh giá
Doanh thu thuần	54	+168%	158	-66%	11.1%	Doanh thu Q2 tăng trưởng chủ yếu nhờ doanh thu cung cấp dịch vụ tăng mạnh svck, trong khi đó Q2/2025 cũng không ghi nhận doanh thu từ chuyển nhượng BĐS.
- Cung cấp dịch vụ	51	857.9%	153	2762.5%	52.5%	
- Chuyển nhượng BĐS	0	n/a	0	n/a		
Lợi nhuận gộp	2	-54%	104	-42%	12.6%	Lợi nhuận gộp giảm mạnh do hoạt động bán hàng nửa đầu 2026 bị đình trệ và không có thêm dự án được bàn giao.
Biên lợi nhuận gộp	4.4%	-20.5 đpt	66.0%	26.7 đpt		
- Cung cấp dịch vụ	1.4%	-2.2 đpt	65.9%	62.4 đpt		
- Chuyển nhượng BĐS	0	n/a	0	n/a		
Chi phí quản lý và bán hàng	235	+468%	345	+298%	63.9%	
Thu nhập tài chính	474	+110%	1,381	+506%	99.4%	Doanh thu đầu từ tăng mạnh svck đến từ lãi thanh lý dự án Thuận An 1 và Tam Hiệp, Serenity. Chi phí tài chính tăng mạnh chủ yếu do quý 1 có khoản dự phòng lớn (432 tỷ). Q2 lãi vay tăng nhiều khả năng đến từ tăng dư nợ với MB để tài trợ góp vốn vào dự án Lotte Eco Smart City.
Chi phí tài chính	105	+64%	537	+310%	64.7%	
Lợi nhuận trước thuế	115	+14%	505	+206%	60.6%	
Lợi nhuận sau thuế	81	+24%	218	+89%	74.8%	Lợi nhuận sau thuế nửa đầu năm tăng svck, tuy nhiên mức sụt giảm mạnh khi so với lợi nhuận trước thuế do giao dịch M&A chịu mức thuế suất lớn hơn đáng kể so với mức thuế doanh nghiệp thông thường.
LNST cổ đông công ty mẹ	81	+24%	213	+84%	73.0%	

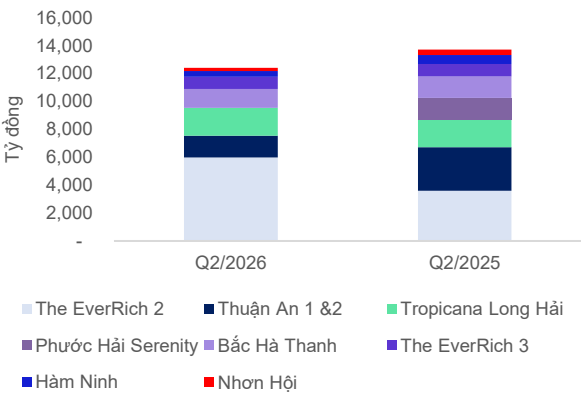
Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 5: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của PDR



Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu hàng tồn kho của PDR



Nguồn: PDR, MBS Research

Dự báo KQKD Q3/2026

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của PDR Q3/2026 đạt 26 tỷ đồng (-69.7% svck). Hiện tại PDR chưa công bố thoái vốn dự án hoặc bàn giao bất động sản trong quý, do đó chúng tôi giả định hầu hết doanh thu trong quý 3 được đóng góp bởi hoạt động cung cấp dịch vụ. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay tăng cao cũng bào mòn đáng kể phần lợi nhuận của công ty khiến lợi nhuận trong quý sụt giảm mạnh svck.

Lợi nhuận 2026-2027 ảnh hưởng đáng kể bởi kế hoạch thoái vốn dự án

Hình 7: Bảng dự phóng KQKD của PDR giai đoạn 2026-2027

Các tiêu chí KQKD	2025	2026F	% svck	% thay đổi dự phóng (BC tháng 03/2026)	2027F	% svck	% thay đổi dự phóng	Đánh giá
Doanh thu thuần	1,325	1,422	7.3%	0.0%	1,546	8.7%	0.0%	
- Cung cấp dịch vụ	364	291	-20.1%	0.0%	29	-90.0%	0.0%	
- Chuyển nhượng BĐS	949	1,120	18.0%	0.0%	1,506	34.5%	0.0%	Theo kế hoạch, PDR sẽ bàn giao nốt số căn tại dự án Bắc Hà Thanh trong năm 2026. Chúng tôi ước tính khoảng 611 căn trong nửa cuối 2026 giúp doanh thu mảng chuyển nhượng Bất động sản vẫn đạt tăng trưởng svck.
Lợi nhuận gộp	720	828	15.0%	0.0%	694	-16.2%	0.0%	
Biên lợi nhuận gộp	54.4%	58.3%	3.9 đpt	0.0 đpt	44.9%	-13.4 đpt	0.0 đpt	
- Cung cấp dịch vụ	96.1%	96.1%	0.0 đpt	0.0 đpt	60.0%	-36.1 đpt	0.0 đpt	
- Chuyển nhượng BĐS	38.3%	48.5%	10.2 đpt	0.0 đpt	44.5%	-4.0 đpt	0.0 đpt	Biên lợi nhuận gộp mảng chuyển nhượng BĐS 2026 tăng svck nhờ vào doanh thu tăng nhanh hơn giá vốn hàng bán khi chuyển dịch cơ cấu bàn giao: ước tính 2026 bàn giao nhiều đất nền hơn shophouse (đất nền thường có biên cao hơn do chi phí xây dựng thấp). Ngoài ra ước tính giá bán shophouse tại Bắc Hà Thanh có mức tăng nhẹ trong năm nay.

Chi phí quản lý và bán hàng	261	540	106.9%	346.3%	271	-49.8%	106.9%	Chi phí dự phòng 2026 ghi nhận trong 6T2026 tăng cao (197 tỷ đồng, gấp 14 lần svck). Thu nhập tài chính dự kiến tăng mạnh so với dự phóng báo cáo trước đây của chúng tôi do PDR ghi nhận Thương vụ thoái vốn Thuận An 1, Tam Hiệp, Serenity trong năm 2026 và dự kiến là Thuận An 2 vào năm 2027.
Thu nhập tài chính	638	1,390	117.9%	71.8%	1,435	3.2%	12,945.5%	
Chi phí tài chính	349	831	138.1%	112.5%	798	-4.0%	161.6%	Chi phí tài chính tăng mạnh khi 6T2026 công ty ghi nhận khoản trích lập dự phòng 307 tỷ (cùng kỳ không có khoản này). Đồng thời, dự nợ PDR tăng mạnh để tài trợ cho dự án Lotte Eco Smart City cũng làm chi phí lãi vay tăng cao.
Lợi nhuận trước thuế	651	833	28.0%	-33.7%	1,045	25.5%	-4.4%	Mức lợi nhuận trước thuế 2026 điều chỉnh giảm để phản ánh chi phí tài chính và chi phí quản lý & bán hàng tăng cao so với báo cáo tháng 03/2026 của chúng tôi.
Lợi nhuận sau thuế	515	458	-11.0%	-54.4%	732	59.8%	-16.2%	Lợi nhuận ròng 2026 giảm mạnh so với báo cáo trước đây và sụt giảm khá lớn với lợi nhuận trước thuế do thuế suất đối với giao dịch M&A cao hơn đáng kể so với mức thuế doanh nghiệp.
LNST cổ đông công ty mẹ	515	458	-11.0%	-54.4%	732	59.8%	-16.2%	

Nguồn: PDR, MBS Research

Pipeline dự án 2H/2026–2029

Thị trường bất động sản được hỗ trợ bởi quá trình tháo gỡ pháp lý và đầu tư hạ tầng, nhưng lãi suất vay mua nhà tăng, giá nhà ở mức cao và nguồn cung gia tăng có thể tiếp tục gây áp lực lên sức mua. Do đó, chúng tôi cho rằng 2027 có thể là giai đoạn chuyển tiếp, với tín hiệu phục hồi rõ nét hơn từ cuối năm, thay vì kỳ vọng thanh khoản tăng mạnh ngay đầu năm.

Đối với PDR, chúng tôi ưu tiên dự phóng doanh số ký bán theo tiến độ pháp lý và khả năng hấp thụ của từng dự án, đồng thời xem xét dịch chuyển một phần doanh số từ 2027 sang 2028 so với báo cáo PDR Tháng 03/2026. Doanh thu bàn giao và lợi nhuận sẽ có độ trễ so với doanh số ký bán, chủ yếu phản ánh trong giai đoạn 2028–2029.

239 Cách Mạng Tháng Tám là nguồn doanh số ký bán tiềm năng từ năm 2027, với dự phóng 5,222 tỷ đồng năm 2027F và 2,717 tỷ đồng năm 2028F; doanh thu bàn giao dự kiến lần lượt 3,176 tỷ đồng năm 2028F và 4,764 tỷ đồng năm 2029F. Tuy nhiên, tiến độ còn phụ thuộc thời điểm mở bán thực tế; nếu chậm triển khai, một phần doanh số có thể chuyển sang năm 2028.

Poulo Condor được kỳ vọng mở bán từ năm 2027, với doanh số ký bán dự phóng 2,211 tỷ đồng năm 2027F, 4,879 tỷ đồng năm 2028F và 3,026 tỷ đồng năm 2029F. Doanh thu bàn giao dự kiến đạt 5,549 tỷ đồng năm 2028F và 4,439 tỷ đồng năm 2029F. Đây là dự án có tiềm năng đóng góp lớn nhưng rủi ro pháp lý còn đáng kể; cần thận trọng với giá định mở bán năm 2027.

Lotte Eco Smart City là động lực tăng trưởng dài hạn nhờ vị trí tại Thủ Thiêm và quy mô lớn. Tuy nhiên, dự án mới bước vào giai đoạn triển khai xây dựng nên chưa nên kỳ vọng đóng góp doanh thu bàn giao đáng kể trong năm 2027. Chúng tôi ước tính đại dự án này chỉ bắt đầu được mở bán từ năm 2029 trở đi.

Hình 8: Cập nhật tiến độ pháp lý các dự án của PDR

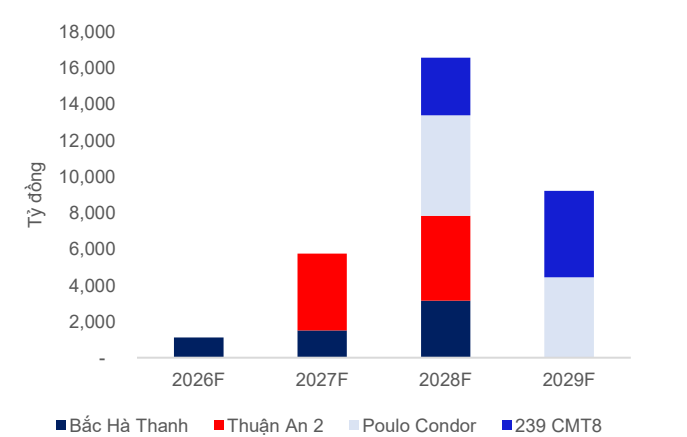
TT	Dự án	Vị trí	Quy mô (ha)	Chủ trương đầu tư	Quy hoạch 1/500	Giao đất / Tiền SDD	Lưu ý
1	KDC Bắc Hà Thanh (Quy Nhơn Iconic)	Gia Lai (Bình Định cũ)	43.2	x	x	x	Đã bàn giao GD1; hoàn tất pháp lý mở bán GD2
2	Thuận An 1&2	TP.HCM (Bình Dương cũ)	4.5	x	x	x	TA1 đã bán 80%; TA2 đã công bố chuyển nhượng chủ đầu tư
3	Poulo Condor	TP.HCM (Côn Đảo)	12.0	x	x		Đang xác định nghĩa vụ tài chính; xin điều chỉnh chủ trương đầu tư
4	Tropicana Long Hải	TP.HCM (Vũng Tàu cũ)	10.0	x			Điều chỉnh quy hoạch chung thị trấn Phước Hải; tài sản bảo đảm vay MB
5	239 Cách Mạng Tháng Tám	TP.HCM (Bàn Cờ)	0.35	x	x		Đã hoàn tất pháp lý; đang thi công hầm
6	Lotte Eco Smart City (35%)	TP.HCM (Thủ Thiêm)	7.5	x	x	x	Đã nộp tiền sử dụng đất; khởi công 23/10/2026
7	Hàn River	Đà Nẵng	0.9	x			Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500
-	Serenity Phước Hải	TP.HCM (Vũng Tàu cũ)	7.3	x	x		Đã thoái vốn toàn bộ (30/6/2026)
-	223 Trần Phú, Cadia Quy Nhơn	Đà Nẵng, Gia Lai	-	x			Đã thoái vốn (2025)

Hình 9: Dự phóng tiến độ mở bán/bàn giao một số dự án trọng điểm



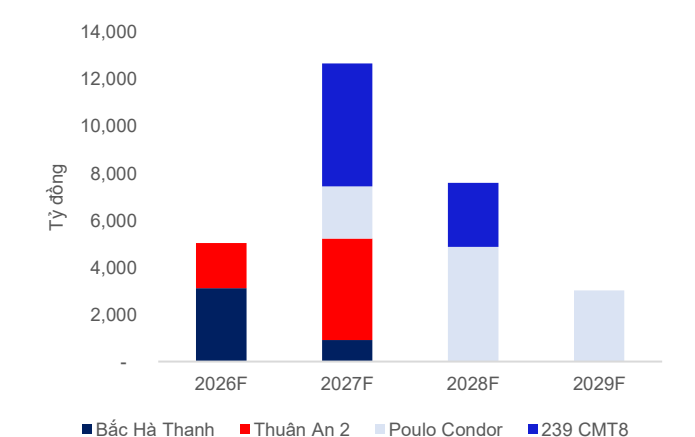
*Hai khối thương mại được dự kiến thi công khoảng 36 tháng kể từ khi khởi công; thời điểm hoàn thành thực tế phụ thuộc tiến độ triển khai. Chưa giả định doanh thu bàn giao trọng yếu trong giai đoạn này.

Hình 10: Ước tính doanh thu Chuyển nhượng BĐS theo từng dự án



Nguồn: PDR, MBS Research

Hình 11: Ước tính ghi nhận bán hàng (presales) theo từng dự án



Nguồn: PDR, MBS Research

Chuỗi thoái vốn thành công, nhưng chất lượng lợi nhuận cần theo dõi

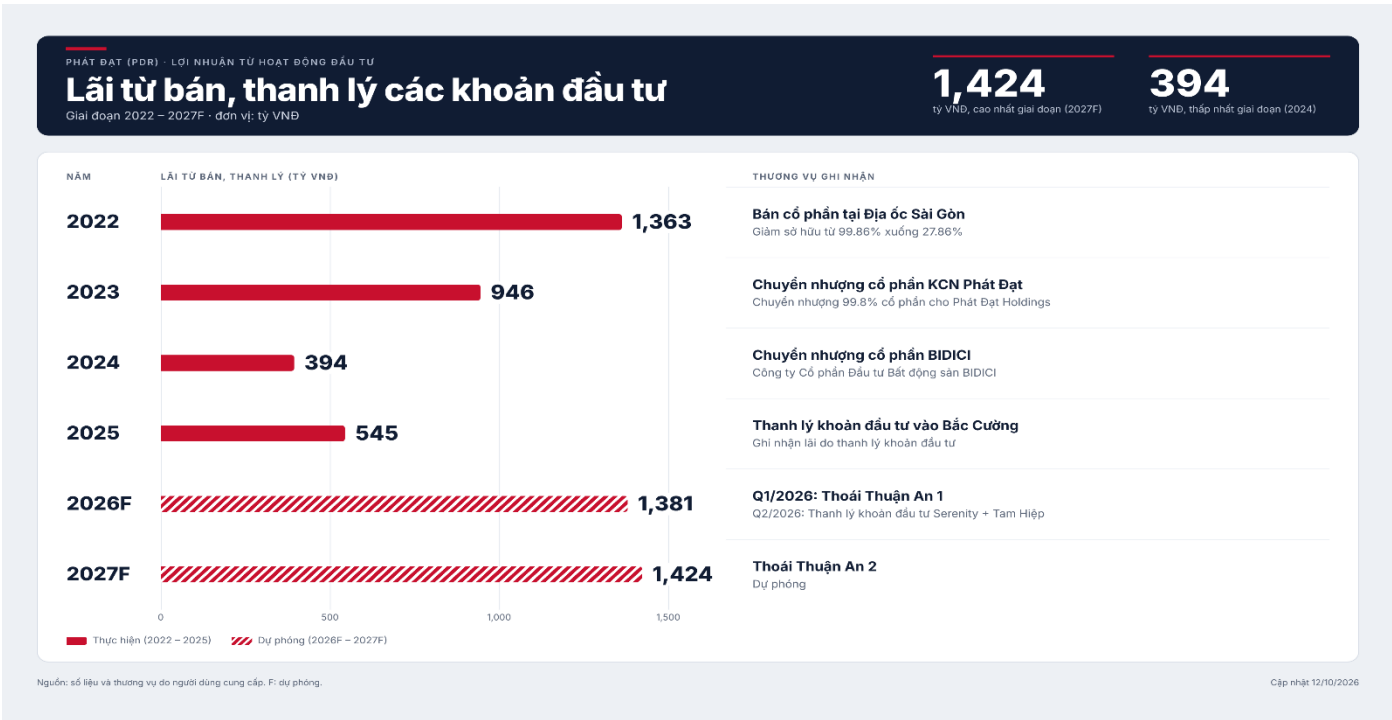
Từ đầu 2026, PDR liên tiếp bán các dự án đã hoàn thiện phần lớn đầu tư để dồn vốn cho các dự án lõi quy mô lớn hơn: 80% Thuận An 1 (hơn 1,900 tỷ, bán cho Mitsubishi), 99.34% Serenity Phước Hải (2,500 tỷ), 30% Tam Hiệp (khoảng 638 tỷ) và Thuận An 2 (không thấp hơn 3,000 tỷ, giá chốt theo BCTC kiểm toán). Các thương vụ này là “cầu nối” lợi nhuận khi dự án mới chưa đến kỳ bàn giao. Năm 2026F nhờ Thuận An 1, Tam Hiệp và Serenity, năm 2027F nhờ Thuận An 2. Trong 6T2026, lãi thanh lý đầu tư 1,381 tỷ giúp LNTT đạt 505 tỷ, trong khi hoạt động kinh doanh chính lỗ 241 tỷ.

Ba điểm cần theo dõi:

- Serenity: PDR bơm thêm 982 tỷ vào tháng 1/2026 rồi bán trong 5 tháng. Bên mua Fortis mới thành lập từ tháng 3/2026, và PDR còn khoảng 694 tỷ phải thu dài hạn liên quan.
- Phải thu khác: tăng lên gần 5,000 tỷ (gấp khoảng 4.7 lần đầu năm), trong đó có khoảng 1,700 tỷ phải thu từ cá nhân.
- Thuận An 2: giá chưa chốt, cách ghi nhận kế toán (thời điểm, thuế) có thể khác dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng chuỗi thoái vốn giúp cải thiện cấu trúc tài chính, nhưng lợi nhuận 2026–2027 đang phụ thuộc vào lãi thoái vốn một lần, không phải hoạt động kinh doanh chính. Nếu PDR thu hồi đúng hạn các khoản phải thu và tái đầu tư hiệu quả vào Lotte, 239 CMT8 và Poulo Condor, đây là yếu tố tích cực. Nếu phải thu kéo dài, rủi ro thanh khoản sẽ tăng.

Hình 12: Tóm tắt hoạt động thoái vốn/chuyển nhượng dự án của PDR



Nguồn: PDR, MBS Research

Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm – Bước ngoặt về chất lượng quỹ đất, đi kèm gánh nặng vốn

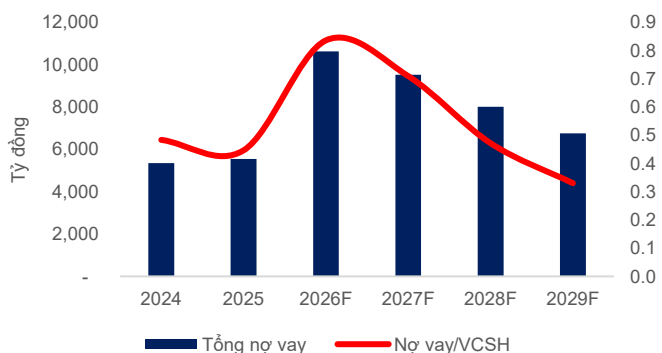
Ngày 10/8/2026, PDR hoàn tất thanh toán tổng cộng 7,666 tỷ VNĐ để nhận chuyển nhượng 35% vốn điều lệ Lotte Properties HCMC – pháp nhân thực hiện dự án – hàm ý định giá vốn chủ sở hữu khoảng 21,900 tỷ đồng. Sau giao dịch, cơ cấu vốn gồm Lotte Shopping (30.59%), Hotel Lotte (22.94%), Lotte Engineering & Construction (11.47%) và Phát Đạt (35%). Theo thỏa thuận, nếu Lotte Properties HCMC tăng vốn điều lệ lên 12,000 tỷ VNĐ, PDR dự kiến góp thêm khoảng 2,726 tỷ VNĐ để duy trì tỷ lệ 35%, nâng tổng vốn PDR tham gia dự án lên hơn 10,000 tỷ VNĐ.

Theo dự phóng của chúng tôi, tổng nợ vay tăng từ 5,544 tỷ VNĐ cuối 2025 lên 10,619 tỷ VNĐ cuối 2026F, đưa nợ vay/VCSH từ 45% lên 84% và nợ vay ròng/VCSH từ 42% lên 81%. Chi phí lãi vay tăng từ 347 tỷ (2025) lên 617 tỷ (2026F) và 767 tỷ (2027F), trong khi EBIT chỉ 288 và 423 tỷ VNĐ, nên khả năng thanh toán lãi vay giảm xuống 0.5x và 0.6x. Lợi nhuận từ Lotte chỉ được ghi nhận khi bàn giao, nhiều khả năng từ 2028, nên giai đoạn 2026–2027 PDR chịu chi phí vốn nhưng chưa có đóng góp tương ứng.

Hình 13: Sơ lược thông tin về dự án Lotte Eco Smart City



Hình 14: Ước tính tỷ lệ đòn bẩy của PDR



Hình 15: Ước tính chi phí lãi vay và khả năng thanh toán lãi vay của PDR



Phụ lục

Hình 16: Thông tin tiến độ dự án



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, Gia Lai (Bình Định cũ)
- Quy mô: 43.16 ha
- Dòng sản phẩm chính: biệt thự, nhà phố, shophouse, đất nền (1,422 sản phẩm)

Tiến độ: đã bán và bàn giao một số sản phẩm giai đoạn 1 (627 sản phẩm đủ điều kiện bán hàng); đang hoàn tất pháp lý mở bán giai đoạn 2; mục tiêu bán dứt điểm trong 2026



Dự án: Lotte Eco Smart City Thủ Thiêm

- Tỷ lệ sở hữu: 35% (Lotte Shopping 30.59%, Hotel Lotte 22.94%, Lotte E&C 11.47%)
- Vị trí: Phân khu chức năng 2A, Khu đô thị mới Thủ Thiêm (~7,45 ha), gồm 6 lô đất (từ 2-1 đến 2-6).
- Tổng mức đầu tư: Dự kiến ~60.000 tỷ VNĐ (>2 tỷ USD).
- Tiền sử dụng đất: Đã nộp đủ ~17.569 tỷ VNĐ vào cuối tháng 7/2026.
- Tiến độ mặt bằng: Đã hoàn tất giải phóng mặt bằng, hiện đang thi công cọc móng.
- Vai trò của PDR:
 - Khối Thương mại – Dịch vụ (Lô 2-1 & 2-3): Đảm nhiệm phát triển toàn bộ (2 cao ốc, khối đế thương mại 4 tầng + tầng hầm; tổng diện tích sàn ~171.580 m²). Dự kiến khởi công 23/10/2026, hoàn thành sau 36 tháng (23/10/2029).
 - Khối Nhà ở (Lô 2-2, 2-4 & 2-6): Đồng phát triển (khoảng 6 tháp, 1.634 căn hộ).



Dự án: 239 Cách Mạng Tháng Tám (AKYN)

- Tỷ lệ sở hữu: 50%
- Vị trí: phường Bàn Cờ, TP.HCM
- Quy mô: ~3,500 m² đất; tổng mức đầu tư ~5,500 tỷ VNĐ (2026–2030)
- Dòng sản phẩm chính: căn hộ (363 căn theo dự phóng) kết hợp thương mại, dịch vụ, văn phòng

Tiến độ: đã hoàn tất pháp lý, đang thi công phần hầm; dự kiến mở bán cuối 2026–đầu 2027



Dự án: Poulo Condor (Côn Đảo)

- Tỷ lệ sở hữu: 100%
- Vị trí: Bãi Vông, Côn Đảo
- Quy mô: 12 ha; tổng vốn đầu tư 8,282 tỷ VNĐ
- Dòng sản phẩm chính: condotel, khách sạn, biệt thự nghỉ dưỡng

Tiến độ: đã có điều chỉnh quy hoạch 1/500; đang xác định nghĩa vụ tài chính; dự phóng mở bán từ 2027

Nguồn: MBS Research tổng hợp

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	822	1,325	1,422	1,546	LN trước thuế	262	651	833	1,045
Giá vốn hàng bán	(423)	(605)	(593)	(852)	Khấu hao	17	13	20	21
Lợi nhuận gộp	399	720	828	694	Lãi/lỗ không bằng tiền	285	347	617	767
Chi phí quản lý DN	(195)	(237)	(498)	(232)	Các khoản điều chỉnh khác	(308)	(544)	(1,398)	(1,416)
Chi phí bán hàng	(37)	(25)	(43)	(39)	Thay đổi VLĐ	(4,871)	(2,979)	(3,976)	(2,826)
LN từ HĐKD	167	459	288	423	LCTT từ HĐKD	(4,616)	(2,513)	(3,904)	(2,409)
EBITDA thuần	184	472	308	444	Đầu tư TSCĐ	(77)	(27)	256	(24)
LN trước thuế & lãi vay	167	459	288	423	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	-	0	-	-
Thu nhập lãi	401	638	1,390	1,435	Khác	987	287	(1,089)	3,476
Chi phí tài chính	(320)	(349)	(831)	(798)	LCTT từ đầu tư	910	260	(833)	3,452
Thu nhập ròng khác	63	(84)	(14)	(15)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	1,343	179	-	-
TN từ các Cty LK & LD	(50)	(13)	-	-	Tiền vay ròng nhận được	2,202	2,106	5,075	(1,102)
LN trước thuế	262	651	833	1,045	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	(9)	(90)
Thuế TNDN	(107)	(136)	(375)	(314)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	155	515	458	732	LCTT từ hoạt động TC	3,545	2,285	5,066	(1,192)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0)	0	0	1	Tiền & tương đương tiền đầu kì	505	344	376	705
Lợi nhuận ròng	155	515	458	732	LC tiền thuần trong năm	(161)	32	329	(148)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	Tiền & tương đương tiền cuối kì	344	376	705	557
Lợi nhuận giữ lại	155	515	458	732					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026F	2027F		2024	2025	2026F	2027F
Tiền và tương đương tiền	344	376	705	557	Tăng trưởng doanh thu thuần	33%	61%	7%	9%
Đầu tư ngắn hạn	115	-	-	-	Tăng trưởng EBITDA	-46%	157%	-35%	44%
Phải thu khách hàng	6,861	7,000	4,739	7,731	Tăng trưởng LN từ HĐKD	51%	275%	63%	147%
Hàng tồn kho	14,078	16,715	22,223	21,340	Tăng trưởng LN trước thuế	-71%	149%	28%	25%
Tổng tài sản ngắn hạn	21,483	24,176	27,779	29,764	Tăng trưởng LN ròng	-77%	232%	-11%	60%
Tài sản cố định	344	333	331	328	Tăng trưởng EPS	-77%	232%	-11%	60%
Xây dựng cơ bản dở dang	533	533	267	280					
BĐS đầu tư	63	62	62	63	Biên LN gộp	49%	54%	58%	45%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên EBITDA	69%	76%	103%	119%
Đầu tư vào công ty LDLK	38	711	1,138	1,138	Biên LN ròng	19%	39%	32%	47%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	1,085	980	967	970	ROAE	1.4%	4.1%	3.6%	5.4%
Tổng tài sản dài hạn	2,503	3,096	5,289	3,240	ROAA	0.6%	1.9%	1.4%	2.2%
Tổng tài sản	23,986	27,271	33,068	33,004	ROIC	0.9%	2.9%	2.0%	3.2%
Vay & nợ ngắn hạn	1,383	1,106	1,636	968	Vòng quay tài sản	3%	5%	4%	5%
Phải trả người bán	348	164	172	155	Tổng nợ vay/VCSH	48%	45%	82%	70%
Phải trả ngắn hạn khác	6,831	8,988	9,254	9,667	Nợ vay ròng/VCSH	45%	42%	77%	66%
Tổng nợ ngắn hạn	8,562	10,259	11,062	10,790	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	21%	19%	30%	27%
Vay & nợ dài hạn	3,961	4,438	8,983	8,549	Khả năng thanh toán lãi vay	0.6	1.3	0.5	0.6
Các khoản phải trả khác	404	151	151	75	Số ngày phải thu	3,048	1,928	1,217	1,825
Tổng nợ dài hạn	4,365	4,589	9,133	8,625	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	12,153	10,088	13,672	9,137
Tổng nợ	5,747	5,695	10,769	9,592	Số ngày phải trả tiền bán	301	99	106	66
Vốn điều lệ	8,731	9,978	9,978	9,978	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.5	2.4	2.5	2.8
Thặng dư vốn cổ phần	70	410	410	410	Khả năng thanh toán nhanh	0.9	0.7	0.5	0.8
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.1	0.0	0.1	0.1
LN giữ lại	1,955	1,736	2,181	2,892	Định giá				
Các quỹ thuộc VCSH	244	248	253	259	EPS (*)	155	516	459	734
Vốn chủ sở hữu	11,000	12,373	12,822	13,540	BVPS (*)	11,024	12,400	12,850	13,570
Lợi ích cổ đông thiểu số	58	51	51	50	P/E (*)	71.7	21.6	24.6	15.4
Tổng vốn chủ sở hữu	11,059	12,424	12,873	13,590	P/B (*)	1.0	0.9	0.9	0.8
Tổng nợ và VCSH	23,986	27,271	33,068	33,004					

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	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	Trưởng phòng
<i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	<i>Nguyễn Tiến Dũng</i>