

## QUA CƠ BỞ CỰC, ĐẾN HỒI THÁI LAI

**Ngành Bất động sản | BSC Research**

### CTCP PHÁT TRIỂN BĐS PHÁT ĐẠT – HSX: PDR

Kể từ thời điểm phát hành Báo cáo gần nhất ([Link](#)), giá cổ phiếu PDR ghi nhận mức hiệu suất +32.6% so với 26.5% của VNIndex, đặc biệt kể từ ĐHCĐ năm 2025 cuối T6/2025, PDR đã tăng 45%, Theo chúng tôi, mức tăng ấn tượng trên đến từ triển vọng được củng cố về (1) dòng tiền và (2) mở rộng quỹ đất theo chia sẻ của ban lãnh đạo.

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** và điều chỉnh tăng +29.3% giá mục tiêu lên mức **28,200 VND/CP (upside +17.5%)** chủ yếu do (1) tăng giá bán tại hầu hết các dự án dựa trên giá mở bán mới của các dự án cùng khu vực, (2) điều chỉnh P/B mục tiêu đối với các dự án chưa có kế hoạch triển khai từ 1.4x lên 1.8x – tương đương mức trung bình ngành hiện tại.

#### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, PDR dự kiến sẽ hoàn tất chuyển nhượng 80% khu phức hợp cao tầng Thuận An 1 (một cấu phần của Bình Dương Tower) cho đối tác Nhật Bản trong 3Q2025. Tuy nhiên, những thông tin chi tiết về giao dịch vẫn chưa được công bố, do đó chúng tôi vẫn duy trì giả định rằng PDR sẽ tiếp tục triển khai bán lẻ dự án trên và sẽ cập nhật khi có thông tin cụ thể.

**Năm 2025: BSC điều chỉnh giảm -23% dự phóng doanh thu còn 3,447 tỷ VND (+319% YoY)** chủ yếu do dự án Bắc Hà Thanh bàn giao kém hơn kỳ vọng ban đầu. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ điều chỉnh giảm -3% dự phóng LNST-CDTS còn **714 tỷ VND (+310% YoY)** do được bù đắp bởi lợi nhuận thoái vốn Cadia Quy Nhơn trong 2Q2025.

#### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực khi nhận thấy tín hiệu đảo chiều đã rõ ràng:

- (1) Dòng tiền 2025-2026 cải thiện:** chuyển nhượng 80% Bình Dương Tower (bao gồm cả Thuận An 1 và 2) dự kiến sẽ mang về 4,000-4,500 tỷ VND cho PDR, giúp doanh nghiệp có sự chủ động trong kế hoạch triển khai các dự án khác, đặc biệt là bất động sản du lịch cần vốn đầu tư ban đầu lớn.
- (2) Định giá còn nhiều dư địa để điều chỉnh tăng trong tương lai:** Do cách tiếp cận thận trọng, chúng tôi chỉ (i) áp dụng phương pháp RNAV cho các dự án đã có kế hoạch triển khai rõ ràng, trong khi các dự án áp dụng phương pháp P/B hiện chiếm 31% giá trị hàng tồn kho, đều có pháp lý rõ ràng, (ii) định giá chưa bao gồm Cù Lao Bà Sang (23.9ha, quận 9, HCMC) dự kiến được TP HCM thanh toán đối ứng theo hợp đồng BT tại Khu Cổ Đại.

**RỦI RO:** (1) Thông tin về các dự án gối đầu còn hạn chế, (2) Tiến độ triển khai bán buôn các dự án chậm hơn kỳ vọng

| KQKD            | 2023 | 2024E | 2025F | 2026F |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| Doanh thu thuần | 618  | 822   | 3,447 | 4,831 |
| Lợi nhuận gộp   | 544  | 399   | 1,385 | 1,945 |
| NPATMI          | 684  | 155   | 714   | 850   |
| EPS             | 903  | 173   | 710   | 846   |

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

Giá mục tiêu: 28,200

**Upside: +17.5%**

#### Trung tâm phân tích BSC

Lâm Việt

(Chuyên viên phân tích cao cấp)

[viatl@bsc.com.vn](mailto:viatl@bsc.com.vn)

#### Thông tin doanh nghiệp

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Giá hiện tại (VND):      | 24,000 |
| Cổ phiếu LH (Triệu):     | 872.6  |
| Vốn hoá (Tỷ VND):        | 23,711 |
| Thanh khoản 30n (Triệu): | 10.6   |
| Sở hữu nước ngoài:       | 10.3%  |



## I. CẬP NHẬT KQKD 1H2025 – Thu nhập bất thường tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận

Bảng 1: Tóm tắt KQKD 1H2025

| (Tỷ VND)               | 2Q2024    | 2Q2025     | %YoY        | 1H2024     | 1H2025     | %YoY        |
|------------------------|-----------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>Doanh thu thuần</b> | <b>8</b>  | <b>20</b>  | <b>141%</b> | <b>170</b> | <b>458</b> | <b>169%</b> |
| Bán căn hộ và BĐS      | -         | 12         | N/A         | 159        | 447        | 81%         |
| Khác                   | 8         | 8          | -9%         | 11         | 10         | -6%         |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>   | <b>2</b>  | <b>5</b>   | <b>193%</b> | <b>163</b> | <b>180</b> | <b>10%</b>  |
| %GPM                   | 21%       | 25%        |             | 96%        | 39%        |             |
| Chi phí bán hàng       | (3)       | (1)        | -54%        | (6)        | (8)        | 34%         |
| Chi phí QLDN           | (44)      | (40)       | -8%         | (87)       | (79)       | -10%        |
| %SG&A/Revenue          | -562%     | -208%      |             | -55%       | -19%       |             |
| EBIT                   | (45)      | (36)       | -19%        | 70         | 93         | N/A         |
| Doanh thu tài chính    | 203       | 226        | 12%         | 204        | 228        | 12%         |
| Chi phí tài chính      | (73)      | (64)       | -12%        | (138)      | (131)      | -5%         |
| <b>LNTT</b>            | <b>87</b> | <b>101</b> | <b>16%</b>  | <b>163</b> | <b>165</b> | <b>1%</b>   |
| <b>LNTT</b>            | <b>50</b> | <b>65</b>  | <b>30%</b>  | <b>102</b> | <b>116</b> | <b>13%</b>  |
| <b>LNST-CDTS</b>       | <b>50</b> | <b>65</b>  | <b>31%</b>  | <b>102</b> | <b>116</b> | <b>13%</b>  |

Nguồn: PDR, BSC Research

**KQKD 2Q2025: DTT = 20 tỷ VND (+141% YoY) và LNST-CDTS = 65 tỷ VND (+31% YoY)** được dẫn dắt hoàn toàn bởi lợi nhuận bất thường bao gồm (1) lãi 139 tỷ VND từ thoái vốn toàn bộ 94% CTCP Phát triển BĐS Ngõ Mây (chủ đầu tư dự án Cadia Quy Nhơn) và (2) 85 tỷ VND lãi chênh lệch tỷ giá đến từ thương vụ hoán đổi khoản nợ 30 triệu USD sang cổ phiếu trong 2Q2025.

**Lũy kế 6T2025: DTT = 458 tỷ VND (+169% YoY) và LNST-CDTS = 116 tỷ VND (+13% YoY)** - hoàn thành 16% kế hoạch kinh doanh của doanh nghiệp và dự phóng của BSC.

Nhìn chung, KQKD 1H2025 từ hoạt động cốt lõi kém hơn kỳ vọng của chúng tôi, đặc biệt là tại dự án Bắc Hà Thanh khi chỉ mới đạt 29% dự phóng cả năm 2025. Điểm nhất lớn nhất trong 1H2025 là nỗ lực thu hồi các khoản phải thu, cải thiện dòng tiền, bao gồm (1) đã thu 771 tỷ VND từ Danh Khôi và 222 tỷ VND từ chuyển nhượng BIDICI trong 1Q2025, (2) tham gia hợp tác đầu tư tại dự án La Pura (Astral City) trong 2Q2025.

## II. CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP 2025

### 1. Dòng tiền trong 2H2025 dự kiến phục hồi mạnh nhờ chuyển nhượng Bình Dương Tower và hợp tác đầu tư La Pura

Bán buôn 80% Bình Dương Tower cho đối tác Nhật Bản với tổng giá trị khoảng 4,000-4,500 tỷ VND. PDR dự kiến sẽ hoàn tất chuyển nhượng Khu phức hợp cao tầng Thuận An 1 trong 3Q2025 và Thuận An 2 trong năm 2026. Dự án thành phần Thuận An 1 có 2,684 sản phẩm căn hộ (tương đương 45% tổng sản phẩm tại Bình Dương Tower), đã hoàn tất các nghĩa vụ tài chính vào T4/2025 và đã được chấp thuận bán hàng vào cuối T6/2025.

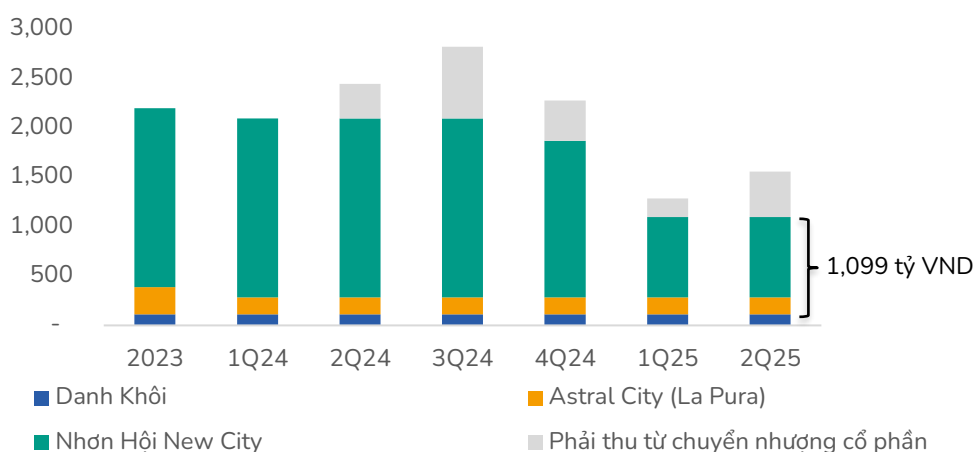
Hình 1: Tiến độ xây dựng tại Thuận An 1



Nguồn: PDR, BSC Research

Hợp tác triển khai La Pura (một phần của Astral City) dưới vai trò đơn vị tư vấn triển khai. Mặc dù đóng góp của dự án vào KQKD không đáng kể, dự kiến mang về doanh thu dịch vụ khoảng 300 tỷ VND nhưng dòng tiền từ dự án sẽ hỗ trợ PDR thu hồi công nợ khoảng gần 1,100 tỷ VND với Danh Khôi.

Hình 2: Các khoản phải thu dài hạn được ưu tiên thu hồi



Nguồn: PDR, BSC Research

## 2. Đa dạng hóa danh mục dự án

**a. Mở rộng quỹ đất BĐS dân cư cho giai đoạn đầu của chu kỳ mới.** Sau Khu dân cư Bắc Hà Thanh (Bình Định), Bình Dương Tower (Bình Dương), danh mục đầu tư của PDR chỉ còn 3 dự án BĐS nhà ở có vị trí trung tâm thành phố nhưng quy mô nhỏ bao gồm Hàn Riverside 0.6ha, dự án Trần Phú 0.2ha (Đà Nẵng) và dự án Trương Định 0.17ha (Quận 3, TP HCM). Do đó, PDR đang hoàn thiện các hồ sơ pháp lý để được triển khai 2 dự án cao tầng tại TP Thủ Dầu Một, tổng diện tích 45 ha đã được tỉnh Bình Dương thông qua thí điểm theo nghị quyết 171/2024/QH15 vào cuối T6/2025.

**b. Tích lũy nguồn lực đầu tư BĐS du lịch.** Dòng tiền từ các dự án đáp ứng nhu cầu thực trong giai đoạn đầu của chu kỳ BĐS mới sẽ hỗ trợ chiến lược xoay trục trọng tâm của doanh nghiệp, đầu tư/hợp tác đầu tư vào các khu phức hợp dịch vụ Serenity Phước Hải, Tropicana Long Hải, Poulo Condo,...

Ngoài ra, ngày 01/08/2025, TP HCM đã công bố quyết định thanh tra đối với 94 dự án nhằm tháo gỡ các vướng mắc trên địa bàn TP HCM bao gồm dự án xây dựng hạ tầng kỹ thuật nội bộ khu I (Khu Cổ Đại) do PDR đồng triển khai theo hình thức BT. **Doanh nghiệp kỳ vọng sẽ chính thức được thanh toán hợp đồng BT trên bằng quỹ đất tại Cù Lao Bà Sang (23.9ha, quận 9, TP HCM) trong năm 2025.**

Chúng tôi cho rằng 2025-2026 là năm của chính sách và kỳ vọng trong thời gian tới sẽ có thêm những tín hiệu tích cực đối với pháp lý của dòng sản phẩm bất động sản du lịch như condotel, biệt thự nghỉ dưỡng... khi du lịch được xác định là ngành kinh tế mũi nhọn của Việt Nam.

**Bảng 2: Danh mục dự án của PDR**

| Dự án                       | Vị trí     | Quy mô (m2) | Nguồn gốc đất                      | Loại sản phẩm                 | Tình trạng pháp lý                                                                              |
|-----------------------------|------------|-------------|------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Dự án BĐS thương mại</b> |            |             |                                    |                               |                                                                                                 |
| Bình Dương Tower            | Bình Dương | 44,677      | Đấu thầu                           | Căn hộ, Nhà phố               | Dự kiến bán buôn 80%                                                                            |
| KDC Bắc Hà Thanh            | Bình Định  | 431,605     | Đấu giá                            | Đất nền                       | Đang triển khai                                                                                 |
| 223 Trần Phú                | Đà Nẵng    | 2,735       | Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu thầu) | Khách sạn, căn hộ             | Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500                                                                 |
| Hàn Riverside               | Đà Nẵng    | 5,953       | Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu thầu) | Condotel                      | Đã có chủ trương đầu tư, Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500                                        |
| Trương Định                 | TP HCM     | 1,185       | Mua đất sạch từ các hộ dân         | Căn hộ                        | Được xác định phù hợp quy hoạch và không thuộc đối tượng thí điểm theo Nghị quyết 171/2024/QH15 |
| <b>Dự án BĐS du lịch</b>    |            |             |                                    |                               |                                                                                                 |
| Serenity Phước Hải          | Vũng Tàu   | 55,570      | Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu giá)  | Condotel, Nhà phố             | Đang điều chỉnh quy hoạch 1/500 và thiết kế kỹ thuật                                            |
| Poulo Condo                 | Vũng Tàu   | 120,000     | Mua quỹ đất sạch (đã qua đấu giá)  | Condotel, khách sạn, biệt thự | Đã có quy hoạch 1/500, đang trình lại thiết kế nội khu và xin GPXD                              |
| Tropicana Long Hải          | Vũng Tàu   | 99,675      | Mua quỹ đất sạch (đã GPMB)         | Condotel, Shophouse           | Đang xin GPXD và đóng tiền sử dụng đất một lần                                                  |
| KDC làng nghề Hàm Ninh      | Phước Ninh | 796,900     | N/A                                | Các sản phẩm thấp tầng        | Đã có quy hoạch 1/2000, đang lập 1/500                                                          |
| Cù Lao Bà Sang              | TP HCM     | 239,000     | Quỹ đất thanh toán BT              | Khu phức hợp du lịch          | Dự kiến được TP HCM thanh toán trong 2025                                                       |

Nguồn: PDR, BSC Research tổng hợp

### III. DỰ PHÓNG KQKD 2025-2026

Bảng 4: Tóm tắt KQKD 2024-2026

| KQKD (tỷ đồng)       | 2024       | 2025F        | %YoY        | 2026F        | % YoY      |
|----------------------|------------|--------------|-------------|--------------|------------|
| <b>Doanh thu</b>     | <b>822</b> | <b>3,447</b> | <b>319%</b> | <b>4,831</b> | <b>40%</b> |
| - Kinh doanh BĐS     | 798        | 3,441        | 331%        | 4,825        | 40%        |
| - Khác               | 24         | 6            | -75%        | 6            | 0%         |
| Giá vốn hàng bán     | (423)      | (2,062)      | 388%        | (2,886)      | 40%        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | <b>399</b> | <b>1,385</b> | <b>247%</b> | <b>1,945</b> | <b>40%</b> |
| Chi phí bán hàng     | (37)       | (153)        | 316%        | (195)        | 27%        |
| Chi phí QLDN         | (195)      | (209)        | 7%          | (215)        | 3%         |
| <b>Lãi/lỗ HDKD</b>   | <b>167</b> | <b>1,023</b> | <b>513%</b> | <b>1,535</b> | <b>50%</b> |
| Doanh thu tài chính  | 401        | 225          | -44%        | 1            | -99%       |
| Chi phí tài chính    | (320)      | (331)        | 3%          | (376)        | 14%        |
| <b>LNTT</b>          | <b>262</b> | <b>917</b>   | <b>250%</b> | <b>1,160</b> | <b>27%</b> |
| <b>LNST</b>          | <b>155</b> | <b>733</b>   | <b>373%</b> | <b>928</b>   | <b>27%</b> |
| <b>LNST-CDTS</b>     | <b>155</b> | <b>714</b>   | <b>360%</b> | <b>850</b>   | <b>19%</b> |
| % Biên LNG           | 49%        | 40%          |             | 40%          |            |
| % Biên LNR           | 19%        | 21%          |             | 19%          |            |
| % ROE                | 1%         | 5%           |             | 6%           |            |

Nguồn: PDR, BSC Research

Do chi tiết về giao dịch bán sỉ Bình Dương Tower chưa được công bố, dự phóng của chúng tôi vẫn duy trì giả định rằng PDR sẽ tiếp tục triển khai bán lẻ dự án trên và sẽ cập nhật khi có thông tin cụ thể.

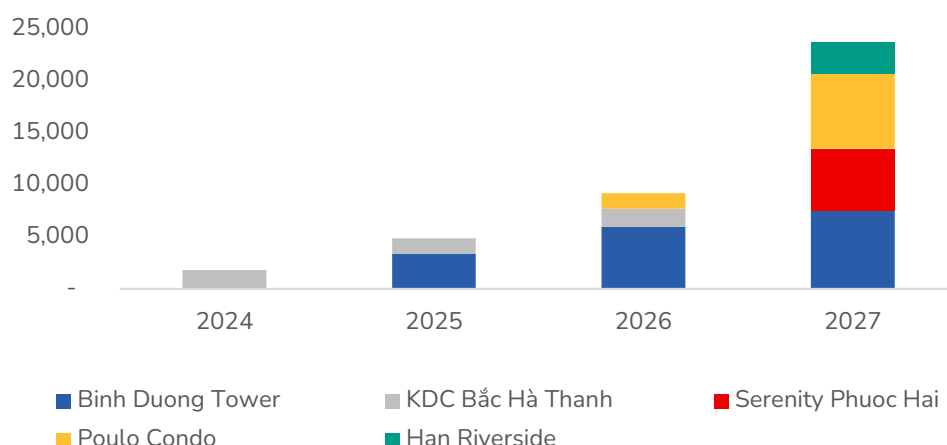
**Năm 2025: BSC điều chỉnh giảm -23% dự phóng doanh thu còn 3,447 tỷ VND (+319% YoY)** chủ yếu do dự án Bắc Hà Thanh bàn giao kém hơn kỳ vọng ban đầu. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ điều chỉnh giảm -3% dự phóng LNST-CDTS còn 714 tỷ VND (+310% YoY) do được bù đắp bởi lợi nhuận thoái vốn 94% Cadia Quy Nhơn trong 2Q2025.

**Đối với doanh số mở bán mới (presales): BSC điều chỉnh giảm lần lượt -22%/-20% dự phóng doanh số mở bán mới trong 2025F/2026F xuống còn 4,871 tỷ VND (+171% YoY)/9,205 tỷ VND (+89% YoY)** chủ yếu do hoãn tiến độ mở bán lẻ của phân khu Thuận An 2 (Bình Dương Tower) và Serenity Phước Hải. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh tăng giá bán tại hầu hết các dự án của PDR khi nhận thấy các dự án mở mới trong 1H2025 ở khu vực lân cận với dự án PDR đều có mức giá mở bán trung bình cao hơn từ 20-30% ước tính thận trọng ban đầu của chúng tôi. Cụ thể:

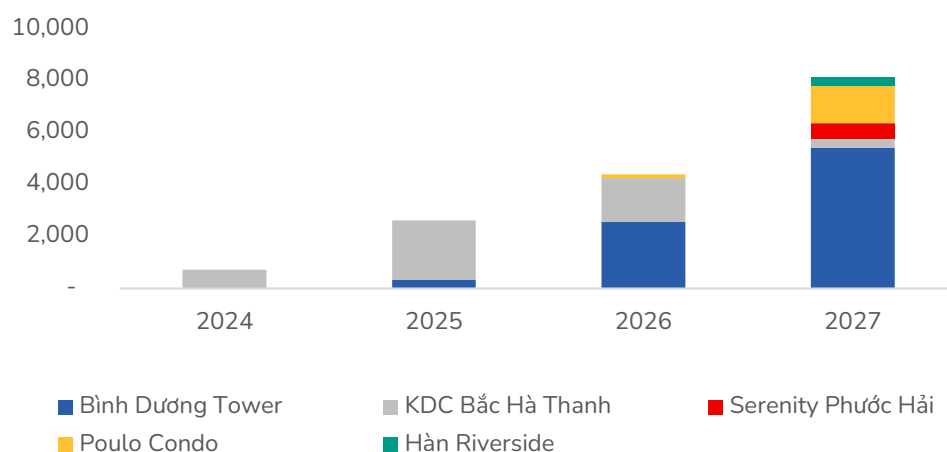
- Bình Dương Tower: +25% từ 40 triệu VND/m<sup>2</sup> lên 50 triệu VND/m<sup>2</sup>
- Hàn Riverside: +25% từ 80 triệu VND/m<sup>2</sup> lên 100 triệu VND/m<sup>2</sup>
- Serenity Phước Hải, Poulo Condo: +33% từ 60 triệu VND/m<sup>2</sup> lên 80 triệu VND/m<sup>2</sup>



Hình 3: Dự phóng doanh số mở bán mới (presales) 2024-2027



Hình 4: Dự phóng dòng tiền vào từ các dự án giai đoạn 2024-2027



Nguồn: BSC Research

#### IV. ĐỊNH GIÁ

Kể từ thời điểm phát hành Báo cáo gần nhất ([Link](#)), giá cổ phiếu PDR ghi nhận mức hiệu suất +32.6% so với 26.5% của VNIndex, đặc biệt kể từ ĐHCĐ năm 2025 cuối T6/2025. PDR đã tăng 45%, Theo chúng tôi, mức tăng ấn tượng trên đến từ triển vọng được củng cố về (1) dòng tiền và (2) mở rộng quỹ đất theo chia sẻ của ban lãnh đạo.

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** và **điều chỉnh tăng +29.3% giá mục tiêu lên mức 28,200 VND/CP (upside +17.5%)** chủ yếu do (1) tăng giá bán tại hầu hết các dự án, (2) điều chỉnh P/B mục tiêu đối với các dự án chưa có kế hoạch triển khai từ 1.4x lên 1.8x – tương đương mức trung bình ngành hiện tại. Ngành BĐS chứng kiến giai đoạn tái định giá mạnh vào 2Q2025 khi được thị trường nhìn nhận lại về triển vọng kinh doanh trước đà tăng giá BĐS của những dự án mở bán mới và quy trình pháp lý dự án được khơi thông rõ rệt.

**Chúng tôi lưu ý rằng mức định giá của PDR vẫn còn nhiều dư địa để được tái định giá.** Mô hình định giá của chúng tôi:

- Chưa bao gồm Cù Lao Bà Sang (23.9ha, quận 9, TP HCM) do hạn chế về thông tin dự án cũng như chưa có quyết định chính thức của các cơ quan quản lý.

- Các dự án áp dụng phương pháp P/B hiện chiếm 31% giá trị hàng tồn kho, nguồn gốc pháp lý rõ ràng với chi phí GPMB thấp.

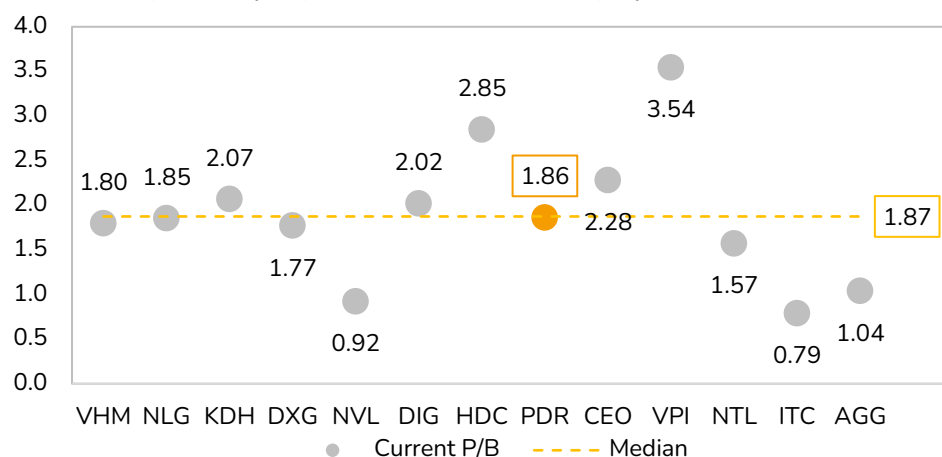
PDR hiện đang giao dịch tại P/B 2025F = 1.7x, thấp hơn mức trung bình ngành hiện tại đang ở mức 1.89x. **Chúng tôi tin rằng mức định giá này sẽ tiếp tục được tái định giá khi PDR chính thức (1) nhận được quỹ đất đối ứng hợp đồng BT và (2) hoàn tất bản sở Bình Dương Tower, mang về dòng tiền thật.**

**Bảng 5: Định giá PDR**

|                                  | Phương pháp | % Tỷ lệ lợi ích | Giá trị đánh giá lại |
|----------------------------------|-------------|-----------------|----------------------|
| Bình Dương Tower                 | RNAV        | 100%            | 3,405                |
| Quy Nhơn Iconic                  | RNAV        | 100%            | 1,119                |
| Serenity Phước Hải               | RNAV        | 99%             | 7,908                |
| Poulo Condo                      | RNAV        | 99%             | 3,598                |
| Hàn Riverside                    | RNAV        | 99%             | 2,226                |
| Tropicana Long Hai               | P/B         | 100%            | 3,589                |
| KDC Hàm Ninh                     | P/B         | 99%             | 714                  |
| 223 Trần Phú                     | P/B         | 99%             | 1,135                |
| Các dự án khác                   | P/B         |                 | 3,523                |
| <b>Tổng giá trị đánh giá lại</b> |             |                 | <b>27,217</b>        |
| (+) Tiền + Đầu tư ngắn hạn       |             |                 | 1,469                |
| (-) Nợ vay + Nợ tiềm tàng        |             |                 | (5,685)              |
| (+ ) Tài sản khác                |             |                 | 5,894                |
| (-) Nợ phải trả khác             |             |                 | (1,277)              |
| <b>Tổng giá trị doanh nghiệp</b> |             |                 | <b>27,618</b>        |
| Số lượng cổ phiếu (triệu)        |             |                 | 979.8                |
| Giá hiện tại                     |             |                 | 24,000               |
| <b>Giá mục tiêu</b>              |             |                 | <b>28,200</b>        |
| <b>Tiềm năng tăng giá</b>        |             |                 | <b>17.5%</b>         |

Nguồn: BSC Research

**Hình 5: Tương quan định giá P/B của các doanh nghiệp BĐS**



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

## PHỤ LỤC

| KQKD (tỷ đồng)       | 2023       | 2024E      | 2025F        | 2026F        |
|----------------------|------------|------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu</b>     | <b>618</b> | <b>822</b> | <b>3,447</b> | <b>4,831</b> |
| Giá vốn hàng bán     | (74)       | (423)      | (2,062)      | (2,886)      |
| <b>Lợi nhuận gộp</b> | <b>544</b> | <b>399</b> | <b>1,385</b> | <b>1,945</b> |
| Chi phí bán hàng     | (14)       | (37)       | (153)        | (195)        |
| Chi phí QLDN         | (199)      | (195)      | (209)        | (215)        |
| <b>Lãi/lỗ HDKD</b>   | <b>330</b> | <b>167</b> | <b>1,023</b> | <b>1,535</b> |
| Doanh thu tài chính  | 954        | 401        | 225          | 1            |
| Chi phí tài chính    | (55)       | (35)       | -            | -            |
| Chi phí lãi vay      | (346)      | (285)      | (331)        | (376)        |
| Lợi nhuận từ CTLĐ/LK | (23)       | (50)       | -            | -            |
| Lãi/lỗ khác          | 30         | 63         | -            | -            |
| <b>LN trước thuế</b> | <b>889</b> | <b>262</b> | <b>917</b>   | <b>1,160</b> |
| Thuế thu nhập DN     | (207)      | (107)      | (183)        | (232)        |
| <b>LN sau thuế</b>   | <b>682</b> | <b>155</b> | <b>733</b>   | <b>928</b>   |
| CĐTS                 | (2)        | 0          | 19           | 78           |
| <b>LNST-CĐTS</b>     | <b>684</b> | <b>155</b> | <b>714</b>   | <b>850</b>   |
| EBITDA               | 342        | 184        | 1,038        | 1,552        |
| EPS                  | 903        | 173        | 710          | 846          |

| LCTT (tỷ đồng)              | 2023         | 2024E          | 2025F        | 2026F          |
|-----------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| (lỗ)/LNST                   | 889          | 262            | 917          | 1,160          |
| Khấu hao và phân bổ         | 13           | 17             | 16           | 17             |
| Thay đổi vốn lưu động       | 796          | (4,261)        | 378          | (1,905)        |
| Điều chỉnh khác             | (1,269)      | (634)          | (564)        | (502)          |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>428</b>   | <b>(4,616)</b> | <b>747</b>   | <b>(1,230)</b> |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (108)        | (77)           | (419)        | (31)           |
| Đầu tư khác                 | 597          | 987            | -            | (500)          |
| <b>LCTT từ HĐ đầu tư</b>    | <b>489</b>   | <b>910</b>     | <b>(419)</b> | <b>(531)</b>   |
| Tiền chi trả cổ tức         | -            | -              | -            | -              |
| Tiền từ vay ròng            | (1,356)      | 2,202          | 341          | 1,158          |
| Tiền thu khác               | 682          | 1,343          | 341          | (0)            |
| <b>LCTT từ HĐ tài chính</b> | <b>(674)</b> | <b>3,545</b>   | <b>682</b>   | <b>1,158</b>   |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 262          | 505            | 344          | 1,354          |
| Tiền trong kỳ               | 243          | (161)          | 1,010        | (604)          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | <b>505</b>   | <b>344</b>     | <b>1,354</b> | <b>750</b>     |

| CĐKT (Tỷ đồng)                     | 2023          | 2024E         | 2025F         | 2026F         |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>            | <b>16,918</b> | <b>21,483</b> | <b>22,736</b> | <b>24,640</b> |
| Tiền & Tương đương tiền            | 505           | 344           | 1,354         | 750           |
| Đầu tư ngắn hạn                    | 15            | 115           | 115           | 115           |
| Phải thu ngắn hạn                  | 4,117         | 6,861         | 5,453         | 4,246         |
| Hàng tồn kho                       | 12,200        | 14,078        | 15,729        | 19,444        |
| TS ngắn hạn khác                   | 82            | 85            | 85            | 85            |
| <b>Tài sản dài hạn</b>             | <b>4,151</b>  | <b>2,503</b>  | <b>2,830</b>  | <b>4,293</b>  |
| Tài sản hữu hình                   | 27            | 744           | 1,164         | 1,195         |
| Tài sản dở dang dài hạn            | 1,170         | 533           | 533           | 533           |
| Đầu tư dài hạn                     | 65            | 63            | 63            | 63            |
| Tài sản dài hạn khác               | 2,890         | 1,162         | 1,069         | 2,501         |
| <b>Tổng Tài sản</b>                | <b>21,070</b> | <b>23,986</b> | <b>25,566</b> | <b>28,933</b> |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>            | <b>4,606</b>  | <b>8,562</b>  | <b>8,161</b>  | <b>12,223</b> |
| Nợ phải trả                        | 245           | 348           | 472           | 583           |
| Vay ngắn hạn                       | 815           | 1,383         | 2,186         | 4,967         |
| Nợ ngắn hạn khác                   | 3,546         | 6,831         | 5,503         | 6,673         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>             | <b>6,885</b>  | <b>4,365</b>  | <b>3,499</b>  | <b>1,876</b>  |
| Vay dài hạn                        | 2,290         | 3,961         | 3,499         | 1,876         |
| Doanh thu chưa thực hiện           | -             | -             | -             | -             |
| Nợ dài hạn khác                    | 4,594         | 404           | -             | -             |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>            | <b>11,491</b> | <b>12,927</b> | <b>11,660</b> | <b>14,099</b> |
| Vốn góp                            | 7,388         | 8,731         | 9,798         | 9,798         |
| Thặng dư vốn cổ phần               | 71            | 70            | 411           | 411           |
| LN chưa phân phối                  | 1,832         | 1,955         | 3,375         | 4,225         |
| Vốn chủ khác                       | 230           | 244           | 244           | 244           |
| Cổ đông thiểu số                   | 58            | 58            | 78            | 156           |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>         | <b>9,579</b>  | <b>11,059</b> | <b>13,906</b> | <b>14,834</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>              | <b>21,070</b> | <b>23,986</b> | <b>25,566</b> | <b>28,933</b> |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu) | 739           | 873           | 980           | 980           |

| Chỉ số (%)                 | 2023   | 2024E  | 2025F | 2026F |
|----------------------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |        |        |       |       |
| Hệ số TT ngắn hạn          | 3.7    | 2.5    | 2.8   | 2.0   |
| Hệ số TT nhanh             | 1.0    | 0.9    | 0.9   | 0.4   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |        |        |       |       |
| Hệ số Nợ/TTS               | 15%    | 22%    | 22%   | 24%   |
| Hệ số Nợ/Nguồn vốn         | 33%    | 49%    | 41%   | 47%   |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |        |        |       |       |
| Số ngày HTK                | 60,237 | 12,153 | 4,968 | 3,442 |
| Số ngày phải thu           | 2,433  | 3,048  | 987   | 450   |
| Số ngày phải trả           | 16,924 | 5,240  | 1,094 | 796   |
| CCC                        | 45,746 | 9,961  | 4,861 | 3,096 |
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b>   |        |        |       |       |
| Biên Lợi nhuận gộp         | 88%    | 49%    | 40%   | 40%   |
| Biên Lợi nhuận ròng        | 110%   | 19%    | 21%   | 19%   |
| ROE                        | 7.1%   | 1.4%   | 5.3%  | 6.3%  |
| ROA                        | 3.2%   | 0.6%   | 2.9%  | 3.2%  |
| <b>Định giá</b>            |        |        |       |       |
| PE                         | 26.8   | 139.7  | 33.8  | 28.4  |
| PB                         | 2.49   | 2.16   | 1.70  | 1.60  |
| <b>Tăng trưởng</b>         |        |        |       |       |
| Tăng trưởng DTT            | -59%   | 33%    | 71%   | 40%   |
| Tăng trưởng EBIT           | -66%   | -49%   | 71%   | 50%   |
| Tăng trưởng LNTT           | -41%   | -77%   | 40%   | 27%   |
| Tăng trưởng EPS            | -45%   | -81%   | 22%   | 19%   |



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings  
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place  
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Bến Nghé,  
Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

## Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

| Xếp hạng khuyến nghị | Định nghĩa                                            |
|----------------------|-------------------------------------------------------|
| MUA MẠNH             | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên  |
| MUA                  | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%  |
| NĂM GIỮ              | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15% |
| BÁN                  | Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%   |

## Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

### Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

[Longtt@bsc.com.vn](mailto:Longtt@bsc.com.vn)

### Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

[Khoabn@bsc.com.vn](mailto:Khoabn@bsc.com.vn)

### Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

[Buupq@bsc.com.vn](mailto:Buupq@bsc.com.vn)

### Nhóm Ngân hàng, Tài chính

#### Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhdq@bsc.com.vn](mailto:Minhdq@bsc.com.vn)

#### Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

[Tridm@bsc.com.vn](mailto:Tridm@bsc.com.vn)

### Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

#### Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Tuntc@bsc.com.vn](mailto:Tuntc@bsc.com.vn)

#### Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

[Linhlt2@bsc.com.vn](mailto:Linhlt2@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

[Truongnd@bsc.com.vn](mailto:Truongnd@bsc.com.vn)

### Nhóm Bất động sản, VLXD

#### Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Minhpm@bsc.com.vn](mailto:Minhpm@bsc.com.vn)

#### Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

[Vietl@bsc.com.vn](mailto:Vietl@bsc.com.vn)

#### Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

[Duyhch@bsc.com.vn](mailto:Duyhch@bsc.com.vn)

### Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

#### Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

[Chauptm@bsc.com.vn](mailto:Chauptm@bsc.com.vn)

#### Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

[Tungtl@bsc.com.vn](mailto:Tungtl@bsc.com.vn)

#### Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

[Huytnt@bsc.com.vn](mailto:Huytnt@bsc.com.vn)