

CTCP Phú Tài - PTB

Khả quan

Triển vọng tươi sáng hơn kể từ 2024

Giá mục tiêu (12T)

Công nghiệp | CẬP NHẬT

VND56.000

Consensus*: Mua:1 Giữ:3 Bán:0

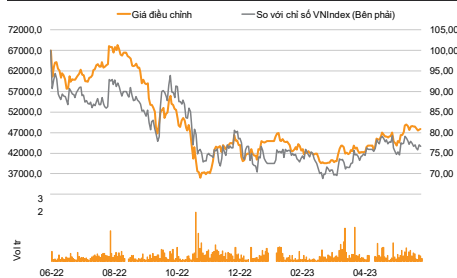
Giá mục tiêu / Consensus: 11,11%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Điều chỉnh EPS 2023/2-24 -19,9%/ +2,8% so với báo cáo trước
- Tăng giá mục tiêu 16,2%.

Khuyến nghị cũ	Trung lập
Giá mục tiêu cũ	VND48.200
Giá thị trường	VND47.850
Cao nhất 52 tuần (VND)	68.300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	36.000
GTGDĐQ 3 tháng (tr VND)	13.088
Thị giá vốn (tỷ VND)	3.252
Free float	54%
Tỷ suất cổ tức	3,1%
P/E trượt (x)	8,07
P/B hiện tại (x)	1,23

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

Lê Văn Vỹ	13,3%
Lê Văn Thảo	8,5%
Nguyễn Sỹ Hòa	6,2%
Khác	72,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phan Thanh Huyền

huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

- PTB ghi nhận lợi nhuận (LN) ròng trong Q1/23 đạt 63 tỷ đồng (-55,4% svck), hoàn thành 13,8% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LN ròng của PTB sẽ giảm 25,2% svck trong năm 2023 và tăng trở lại 49,8% svck trong năm 2024 nhờ nhu cầu đối với các sản phẩm gỗ và đá sẽ phục hồi ở cả trong và ngoài nước sau năm 2023.
- Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 56.000đ/cp.

Tóm tắt Q1/23: Doanh thu sụt giảm nhưng mảng xuất khẩu sản phẩm đá cho thấy tín hiệu tích cực

PTB ghi nhận doanh thu và LN ròng Q1/23 giảm 18,0%/55,4% svck, lần lượt hoàn thành 21,7% và 13,8% dự phóng năm 2023 trước đó của chúng tôi. Mảng gỗ giảm 22,4% svck về doanh thu do nhu cầu yếu tại Mỹ (thị trường xuất khẩu chính của PTB), trong khi mảng đá ghi nhận mức tăng trưởng khả quan 16,3% svck nhờ gia tăng sản lượng xuất khẩu sản phẩm đá thạch anh.

Doanh thu gỗ sẽ tiếp tục giảm trong 2023 trước khi tăng trở lại vào 2024

Giá trị xuất khẩu sản phẩm gỗ của PTB (chiếm 94,7% tổng doanh thu mảng gỗ) giảm 55% svck trong Q1/23, do nhu cầu bị hạn chế khi thị trường nhà ở của Mỹ đình trệ và chi tiêu không thiết yếu bị cắt giảm. Chúng tôi kỳ vọng thị trường bất động sản Mỹ phục hồi từ năm 2024 và kéo theo đó là sự phục hồi trong tiêu thụ đồ nội thất gỗ. Chúng tôi dự báo doanh thu xuất khẩu gỗ của PTB sẽ giảm 7,3% svck trong năm 2023 xuống còn 2.807 tỷ đồng và tăng trở lại 24,0% svck xuống còn 3.480 tỷ đồng trong năm 2024.

Mảng đá có động lực để tăng trưởng tiêu thụ trong giai đoạn 2023-25

PTB đã mở rộng mạng lưới khách hàng cho các sản phẩm đá thạch anh tại thị trường Mỹ, giúp cho doanh thu xuất khẩu sản phẩm đá trong Q1/23 tăng 64,5% svck. Chúng tôi dự phóng xuất khẩu đá năm 2023 đạt 1.073 tỷ đồng doanh thu, trong đó 1.000 tỷ đồng đến từ đá granite. Chúng tôi dự phóng doanh thu từ đá granite sẽ đạt lần lượt 2.131 tỷ đồng và 2.553 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-25 (+6,5%/19,9% svck).

Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 56.000đ/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu 16,2% khi chuyển mô hình định giá sang giữa 2023-24, chúng tôi giảm 19,9% EPS năm 2023 và tăng EPS năm 2024 thêm 2,8% so với dự phóng trước đó. Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) lạm phát hạ nhiệt giúp cho nhu cầu cho đồ nội thất ở Mỹ tốt hơn dự kiến và (2) thị trường bất động sản hồi phục sớm hơn dự kiến giúp thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm đá và gỗ trong nước. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng doanh thu mảng thạch anh chậm hơn dự kiến do thị trường có tính cạnh tranh cao và (2) tiến độ bàn giao các sản phẩm còn lại của dự án Phú Tài Residence chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.492	6.887	6.605	7.523
Tăng trưởng DT thuần	15,9%	6,1%	(4,1%)	13,9%
Biên lợi nhuận gộp	22,4%	22,4%	19,4%	21,1%
Biên EBITDA	8,3%	6,0%	4,4%	6,4%
LN ròng (tỷ)	512	487	365	546
Tăng trưởng LN ròng	42,8%	(4,8%)	(25,2%)	49,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	38,6%	(4,5%)	(25,2%)	49,8%
EPS cơ bản	7.251	6.902	5.163	7.736
EPS điều chỉnh	6.661	6.210	4.684	7.018
BVPS	33.863	39.111	43.463	50.440
ROAE	23,7%	18,9%	12,5%	16,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng tươi sáng hơn kể từ 2024

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 56.000đ/cp

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PTB vì:

- Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh gỗ của PTB sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong giai đoạn 2024-25 do 1) nhu cầu tăng trở lại nhờ thị trường Mỹ và thị trường BĐS nhà ở trong nước phục hồi và 2) nhà máy Phù Cát giai đoạn 3 mở rộng công suất gỗ tinh chế lên 103.000 m³ /năm (+22% so với công suất hiện tại) trong năm 2024. PTB sở hữu FSC-FM (Chúng nhận quản lý rừng) và FSC-CoC (Chúng nhận chuỗi hành trình sản phẩm), đảm bảo cho việc mở rộng kinh doanh lâu dài tại các thị trường phát triển như Mỹ và EU. Chúng tôi ước tính tăng trưởng doanh thu mảng gỗ của PTB là 22,7%/31,7% svck trong giai đoạn 2024-25.
- Chúng tôi ước tính doanh thu mảng đá của PTB sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 12,5% trong giai đoạn 2023-25, nhờ 1) mảng đá thạch anh gia tăng mức đóng góp vào tổng doanh thu khi công ty mở rộng thị trường tiêu thụ thông qua các hội chợ tại Mỹ vào năm 2022 và 2) thị trường BĐS nhà ở trong nước ấm lên sẽ thúc đẩy nhu cầu các sản phẩm đá. PTB là một trong những đơn vị sở hữu trữ lượng đá lớn nhất Việt Nam với tổng công suất khoảng 7,2 triệu m²/năm với sản phẩm đa dạng và chất lượng cao.
- PTB đã công bố kế hoạch mua lại 6,5 triệu cổ phiếu quỹ (9,6% tổng số cổ phiếu đang lưu hành), việc này (nếu được thực hiện) sẽ làm tăng giá trị cho cổ đông hiện hữu vì có tác động tích cực đến EPS.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cao hơn 56.000đ/cp sau khi chuyển mô hình định giá sang giữa năm 2023 và 2024.

Hình 1: Định giá từng phần

Định giá từng phần (SOTP)	Phương pháp	Tỷ trọng LNR trung bình 2023-24 (%)	Giá trị (tỷ đồng)	Ghi chú
Gỗ	P/E mục tiêu 8,x	42	1.530	Chúng tôi giảm EPS mảng gỗ 125,8 đồng/cp do hoạt động mở rộng giai đoạn 3 của nhà máy Phù Cát được hoãn lại sang năm 2024
Đá	P/E mục tiêu 8,5x	48	1.858	Chúng tôi tăng EPS mảng đá 504,6 đồng/cp
Phân phối và dịch vụ mảng ô tô	P/E mục tiêu 8,x	8	291	Chúng tôi tăng EPS mảng ô tô 98,1 đồng/cp
Bất động sản	Giá trị tài sản ròng (RNAV)		144	Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo giá trị tài sản ròng với mức chiết khấu 20% nhằm phản ánh những khó khăn hiện hữu trên thị trường bất động sản. Chúng tôi kỳ vọng các căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence sẽ được bàn giao trong 2023-24.
Giá trị doanh nghiệp			3.823	
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)			68	
Giá mục tiêu (làm tròn) (đồng/cp)			56.000	

Kịch bản PTB hoàn tất kế hoạch mua lại cổ phiếu làm cổ phiếu quỹ

Dòng tiền dùng để mua cổ phiếu	(312)
Giá trị doanh nghiệp	3.511
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	62
Giá mục tiêu (làm tròn) (đồng/cp)	57.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 16,2% so với mức định giá trước sau khi giảm 19,9% EPS năm 2023 và tăng EPS năm 2024 thêm 2,8%, do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi ở cả ba mảng kinh doanh chính của công ty nhờ điều kiện kinh tế tốt hơn ở thị trường trong nước và thị trường xuất khẩu từ sau năm 2023.

Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) nhu cầu nội thất cao hơn dự kiến tại Mỹ nhờ lạm phát hạ nhiệt và (2) tiêu thụ nội địa tăng nhờ thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn dự kiến.

Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tốc độ tăng trưởng doanh thu mảng thạch anh chậm hơn dự kiến do thị trường cạnh tranh cao và (2) tiến độ bàn giao các sản phẩm còn lại của dự án Phú Tài Residence chậm hơn dự kiến.

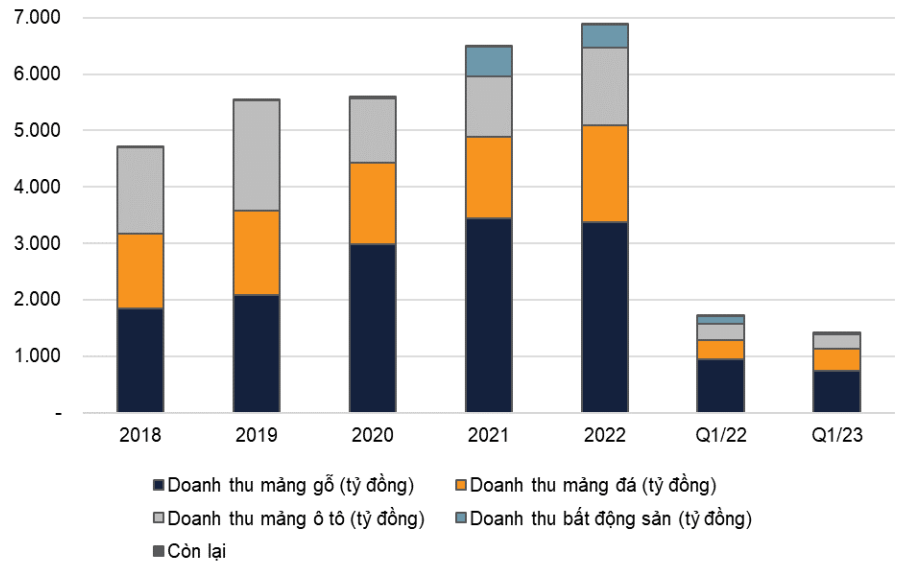
Hình 2: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 21/06/2023)

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Vốn hóa	P/E		Tăng trưởng EPS 3 năm		P/B (x)		EV/EBITDA		ROE	
			Nội tệ	Nội tệ		Triệu USD	Trượt 12T	2023	CAGR (%)	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023	Trượt 12T	2023
Đá															
CTCP CMC	CVT VN	N/A	38.350	N/A	58,1	14,6	N/A	-14,5	1,6	N/A	9,4	N/A	11,3	N/A	
CTCP Vicostone	VCS VN	N/A	57.300	N/A	398,6	10,2	N/A	-3,3	1,9	N/A	7,2	N/A	18,8	N/A	
Carysil Ltd	CARYSIL IN	N/A	654,9	N/A	180,5	23,1	N/A	55,2	5,9	N/A	9,1	N/A	28,9	18,5	
Pokama Ltd	POKR IN	N/A	393,3	N/A	132,5	16,8	N/A	33,0	2,2	N/A	16,6	N/A	13,9	N/A	
Trung bình						16,2		22,3	2,4		10,6		13,2		
Trung vị						15,7		33,0	1,9		9,2		13,9		
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	47.850	56.000	141,3	8,1	8,4	5,4	1,2	6,1	4,6	5,6	17,8	12,5	
Gỗ															
CTCP Gỗ An Cường	ACG VN	Khả quan	68.299	68.300	234,2	10,3	N/A	N/A	1,4	N/A	7,9	N/A	13,6	N/A	
CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành	GDT VN	N/A	29.100	N/A	27,0	11,9	N/A	-2,0	2,1	N/A	8,2	N/A	18,6	14,0	
Lii Hen Industries BHD	LHI MK	N/A	0,8	N/A	0,2	4,4	7,7	15,3	0,9	0,9	2,6	3,1	14,8	11,8	
S Kijchai Enterprise PCL	SKN TB	N/A	4,4	N/A	102,1	6,9	N/A	177,2	1,0	N/A	3,3	N/A	14,2	N/A	
Trung bình						7,6		40,9	1,7		8,6		9,6		
Trung vị						6,9		15,3	1,0		6,4		13,9		
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	47.850	56.000	141,3	8,1	8,4	5,4	1,2	6,1	4,6	5,6	17,8	12,5	
Phân phối và dịch vụ mảng ô tô															
CTCP Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	SVC VN	N/A	36.000	N/A	127,4	10,4	N/A	50,3	1,8	N/A	10,3	N/A	16,9	N/A	
CTCP Dịch vụ Ô tô Hàng Xanh	HAX VN	N/A	19.100	N/A	59,0	5,7	8,0	0,0	1,2	N/A	8,5	10,0	20,5	13,8	
Competent Automobiles Co Ltd	CPA IN	N/A	275,0	N/A	19,1	6,1	N/A	11,7	0,5	N/A	4,7	N/A	8,3	N/A	
Hubei Three Gorges Tourism Group Co Ltd	002627 CH	N/A	5,3	N/A	560,1	385,9	21,7	-23,9	1,3	N/A	N/A	N/A	0,3	5,4	
Trung bình						102,0		9,5	1,2		7,9		11,5		
Trung vị						8,3		5,9	1,3		8,5		12,6		
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	47.850	56.000	141,3	8,1	8,4	5,4	1,2	6,1	4,6	5,6	17,8	12,5	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Tóm tắt Q1/23: Doanh thu sụt giảm nhưng mảng xuất khẩu sản phẩm đá là một điểm sáng

Hình 3: Mảng đá đang gia tăng tỷ trọng đóng góp vào tổng doanh thu kể từ năm 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Hình 4: So sánh KQKD Q1/23

Đơn vị (tỷ đồng)	Q1/23	Q1/22	% svck	% sv dự phóng cả năm 2023	Ghi chú
Doanh thu	1.409	1.719	-18,0%	21,7%	
Gỗ	738	952	-22,4%	26,2%	Doanh thu mảng gỗ giảm 22,4% svck trong Q1/23 do tiêu thụ tại thị trường Mỹ suy giảm, chịu ảnh hưởng bởi 1) sự đình trệ trên thị trường nhà ở và 2) chi tiêu thu hẹp trong bối cảnh lạm phát cao và nền kinh tế nhiều bất định
Đá	387	333	16,3%	19,1%	Doanh thu Q1/23 của mảng đá tăng 16,3% svck nhờ sự gia tăng sản lượng xuất khẩu đá thạch anh khi công ty đã mở rộng thị trường tiêu thụ tại Mỹ kể từ Q3/22.
Phân phối và dịch vụ mảng ô tô	261	283	-7,9%	19,5%	Doanh thu phân phối và dịch vụ mảng ô tô giảm 7,9% svck do nhu cầu cho xe mới yếu đi trong môi trường lãi vay cao và chính sách ưu đãi lệ phí trước bạ hết hiệu lực
Bất động sản	21	147	-85,5%	7,1%	Doanh thu mảng bất động sản thấp hơn kỳ vọng do tâm lý thị trường tiếp tục yếu trong khi chờ đợi các chính sách tháo gỡ thanh khoản. PTB có kế hoạch bàn giao hết các sản phẩm trong dự án Phú Tài Residence trong năm 2023.
LN gộp	285	399	-28,7%	20,0%	
Biên LN gộp	20,2%	23,2%	-3,02 điểm %	-1,74 điểm %	Biên LN gộp giảm hơn 3 điểm %, chịu tác động bởi: 1) công ty giảm giá sản phẩm gỗ để kích thích tiêu thụ và 2) các chi phí đầu tư giai đoạn đầu cho mảng đá thạch anh
Chi phí bán hàng	(116)	(151)	-22,7%	21,9%	
Chi phí QLDN	(61)	(49)	22,6%	29,2%	
LNTT	76	180	-57,5%	13,2%	
LN ròng	63	141	-55,4%	13,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

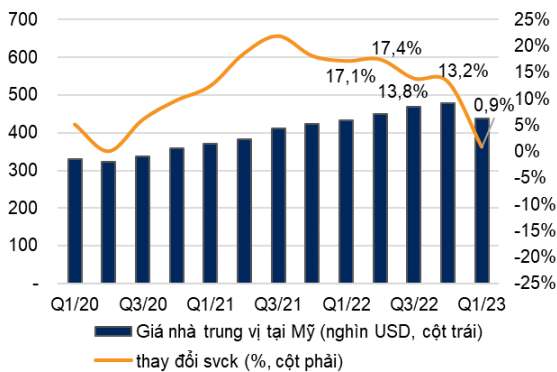
Mảng đồ gỗ nội thất: Triển vọng xuất khẩu tiếp tục âm đạm trong năm 2023

Giá trị xuất khẩu sản phẩm gỗ của PTB (chiếm 94,7% tổng DT gỗ) giảm 18,3% svck trong Q1/23 vì nhu cầu giảm do thị trường nhà ở của Mỹ gặp nhiều khó khăn. Doanh số bán nhà tại Mỹ sụt giảm mạnh kể từ nửa cuối năm 2022 khi lãi vay mua nhà và giá nhà tăng vọt. Lãi suất vay mua nhà 30 năm tại Mỹ đạt 6,57%, cao nhất kể từ năm 2008. Giá nhà trung vị đã đạt mức cao nhất là 479.700 USD vào Q4/22, trước khi nhu cầu suy giảm dẫn đến việc giá nhà đã giảm 9% so với quý trước xuống 436.800 vào Q1/23 (+0,85% svck).

Trong khi đó, doanh số bán nhà xây sẵn đã giảm 3 tháng liên tiếp vào T4/23 (hình 6). Chúng tôi kì vọng chu kì thất chặt tiền tệ sẽ dừng lại vào Q4/23. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sẽ cần thêm thời gian để thị trường phục hồi, qua đó kéo tiêu thụ gỗ nội thất tăng trở lại. Theo Hiệp hội các Doanh nghiệp Xây dựng Mỹ, doanh số bán nhà độc lập xây sẵn ước tính sẽ giảm xuống còn 744.000 căn (-25,5% svck) trong năm 2023 trước khi tăng trở lại 925.000 căn vào 2024.

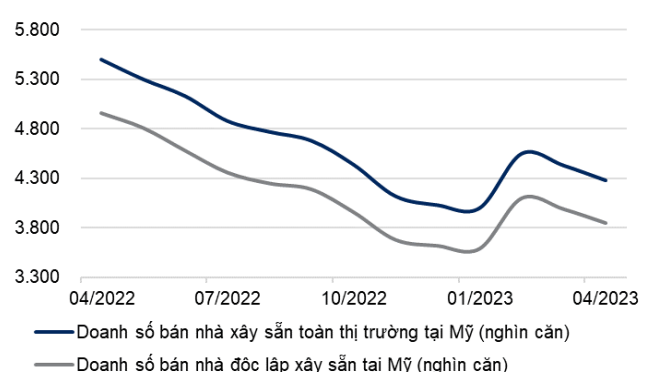
Bên cạnh đó, nhu cầu đối với các sản phẩm đồ gỗ cũng suy giảm do người tiêu dùng cắt giảm chi tiêu đối với những sản phẩm không thiết yếu trong bối cảnh tăng trưởng kinh tế chậm lại và chi phí đi vay cao. PTB vừa thông báo giảm giá bán sản phẩm gỗ nhằm kích cầu tiêu thụ. Do đó, chúng tôi ước tính LN gộp sẽ giảm 2,3 điểm % xuống 21,1% trong năm 2023 và tăng lên 21,9% trong 2024.

Hình 5: Giá nhà trung vị tại Mỹ đã hạ nhiệt



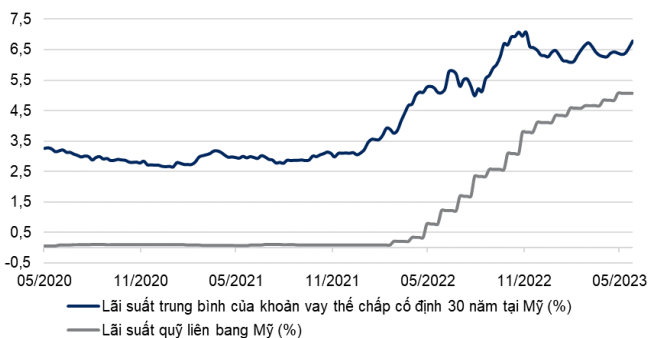
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Cục Thống kê Dân số Mỹ

Hình 6: Doanh số nhà xây sẵn tại Mỹ giảm 22% svck trong T4/23



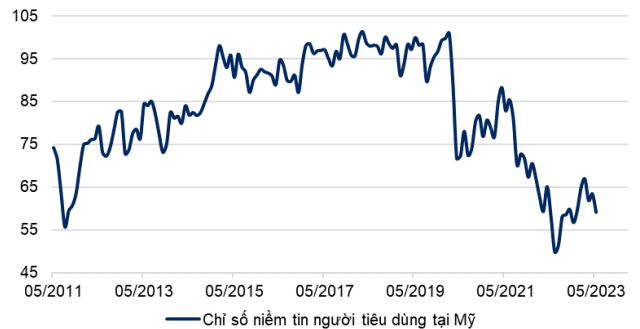
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Hiệp hội các Nhà Môi giới BĐS Mỹ

Hình 7: Lãi suất vay mua nhà tăng trở lại kể từ tháng 5/2023 do FED tiếp tục tăng lãi suất



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, FED, FHLMC

Hình 8: Chỉ số niềm tin người tiêu dùng tại Mỹ ở mức thấp nhất kể từ 2011

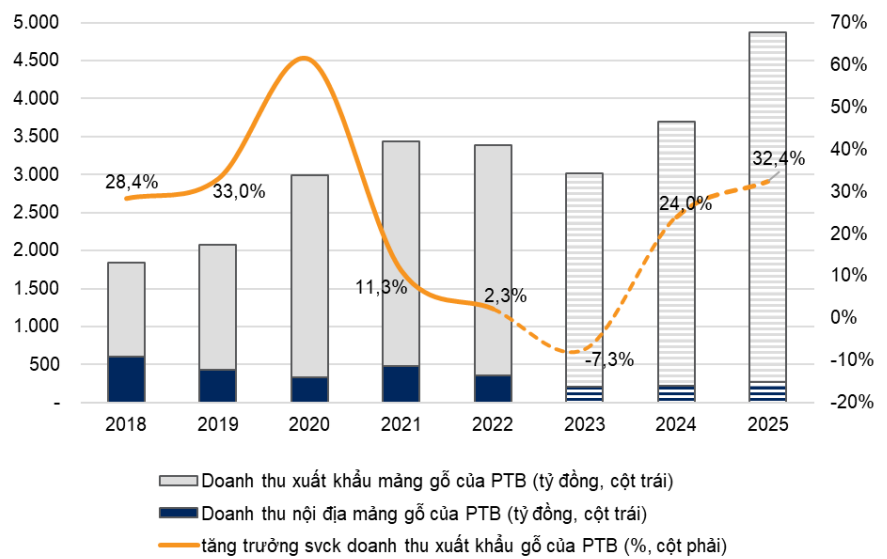


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Đại học Michigan

Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi ở Mỹ sẽ thúc đẩy dự án mở rộng công suất nhà máy Phù Cát (Bình Định) trong 2024, nâng tổng công suất thiết kế gỗ tinh chế lên ~ 103 nghìn m³/năm (+ 22% sv công suất hiện tại). Chúng tôi ước tính mức tiêu thụ gỗ tinh chế của PTB sẽ tăng từ ~ 58.000 m³ trong 2023 (-6,7% svck) lên 92.500 m³ (+32% svck) trong 2025, đóng góp lần lượt 58,4%/64,7% vào tổng tiêu thụ gỗ của công ty trong năm 2023-24.

Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu gỗ sẽ giảm 7,3% svck trong 2023, xuống 2.807 tỷ đồng và tăng 24% svck, đạt 3.480 tỷ đồng trong năm 2024.

Hình 9: Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu gỗ sẽ giảm 7,3% svck trong năm 2023 trước khi tăng trở lại 24% svck trong 2024.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Mảng đá: Những động lực để tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm đá trong 2023-25

Doanh nghiệp đã mở rộng tệp khách hàng thông qua hội chợ thương mại tại Mỹ vào Q3/22, điều này đã giúp doanh thu xuất khẩu các sản phẩm đá trong Q1/23 tăng 64,5% svck. PTB đang tập trung phát triển mảng đá thạch anh để trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của công ty trong dài hạn.

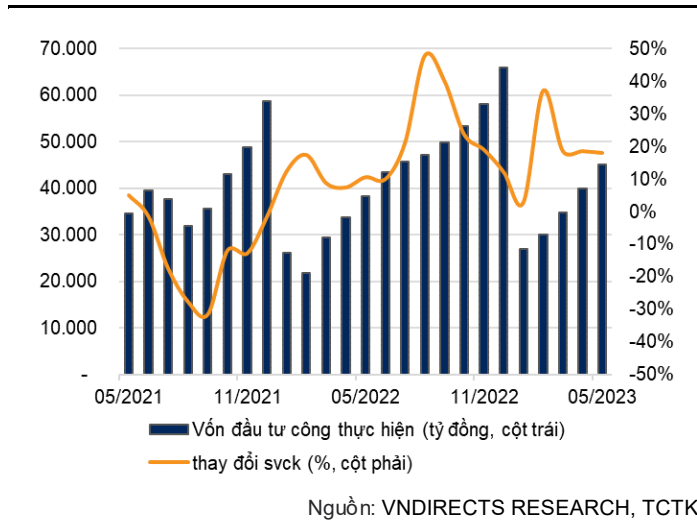
Trong khi măng gỗ được đánh giá có triển vọng kém tích cực trong những tháng cuối năm 2023 thì tổng doanh thu của công ty dự kiến sẽ tăng, chủ yếu nhờ xuất khẩu đá granite. Chúng tôi ước tính doanh thu xuất khẩu đá năm 2023 sẽ đạt 1.073 tỷ đồng (+58,5% svck), trong đó có xấp xỉ 1.000 tỷ đồng đến từ doanh thu đá granite. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đá trong năm nay là 2.145 tỷ đồng (+25,4% svck), thấp hơn so với kế hoạch của công ty tại ĐHCĐ 2023 là 2.326 tỷ đồng.

Trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi hy vọng mức tiêu thụ tại thị trường Mỹ sẽ gia tăng kể từ năm 2024 nhờ chi phí lãi vay giảm, điều này sẽ hỗ trợ các đơn đặt hàng mới liên quan tới các sản phẩm đá granite. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đá granite lần lượt đạt 2.129 tỷ đồng và 2.551 tỷ đồng trong năm 2024-25 (+6,5% /19,8% svck).

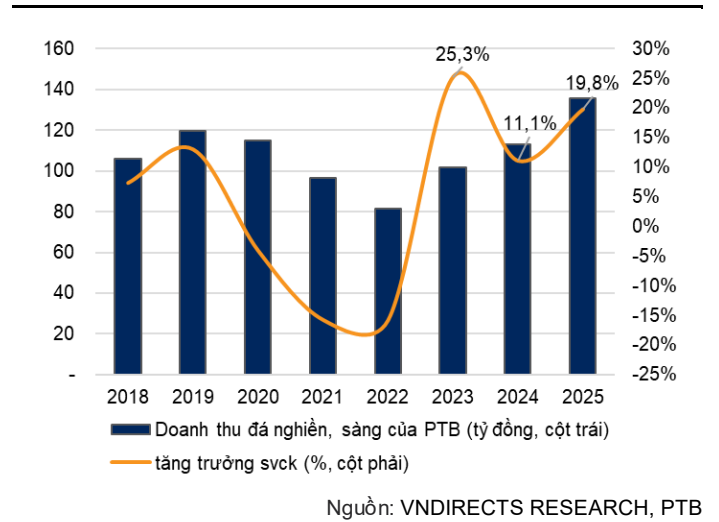
Nhà máy đá thạch anh giai đoạn 2 (Đồng Nai) đang bước vào giai đoạn xây dựng và dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào Q3/23, nâng tổng công suất đá lên 0,63 triệu m²/năm (+40%). Chúng tôi ước tính DT từ mảng đá thạch anh sẽ đóng góp lần lượt 55%/60% vào tổng DT mảng đá của PTB trong năm 2023-24.

Bên cạnh đó, chúng tôi kì vọng mảng đá nghiền, sàng của PTB sẽ được hưởng lợi nhờ giải ngân đầu tư công trong giai đoạn 2023-25 tăng mạnh. Chính phủ Việt Nam đã đẩy mạnh đầu tư công để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế trong bối cảnh vốn đầu tư tư nhân và dòng vốn từ FDI yếu kể từ đầu năm 2023. Chúng tôi dự báo nguồn vốn thực hiện của nhà nước sẽ tăng 25% so với 2022. Dựa trên (1) mức nền thấp trong 2022 và (2) kỳ vọng sự phục hồi của thị trường bất động sản nội địa kể từ năm 2024, chúng tôi ước tính doanh thu mảng đá nghiền, sàng sẽ tăng mạnh với tốc độ tăng trưởng kép là 15,4% trong giai đoạn 2023-25. Tuy nhiên, đá nghiền, sàng chỉ chiếm 5% trong tổng DT mảng đá của PTB nên điều này sẽ không dẫn đến mức tăng đáng kể trong kết quả kinh doanh của công ty.

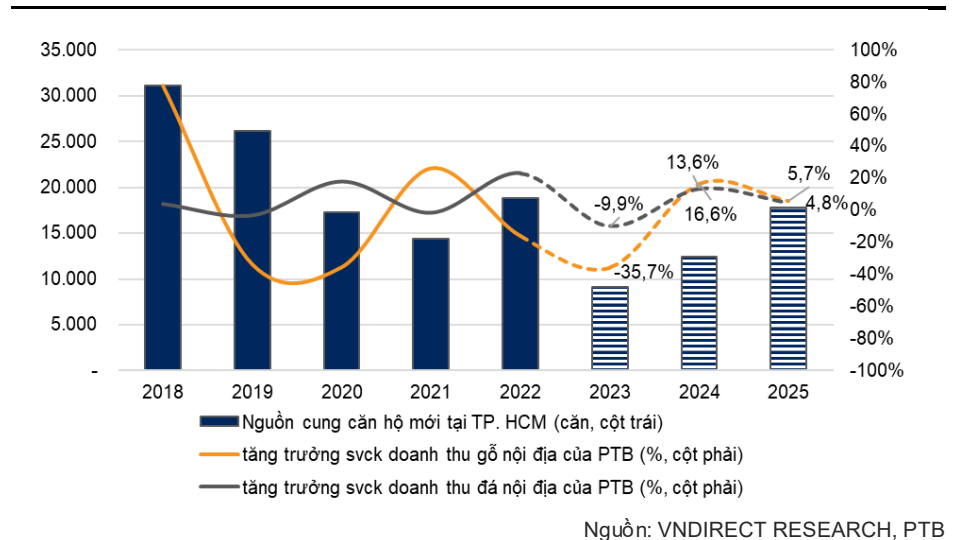
Hình 10: Đầu tư công tăng trưởng ổn định



Hình 11: Chúng tôi dự báo DT đá nghiền, sàng sẽ tăng 25,3% svck trong 2023

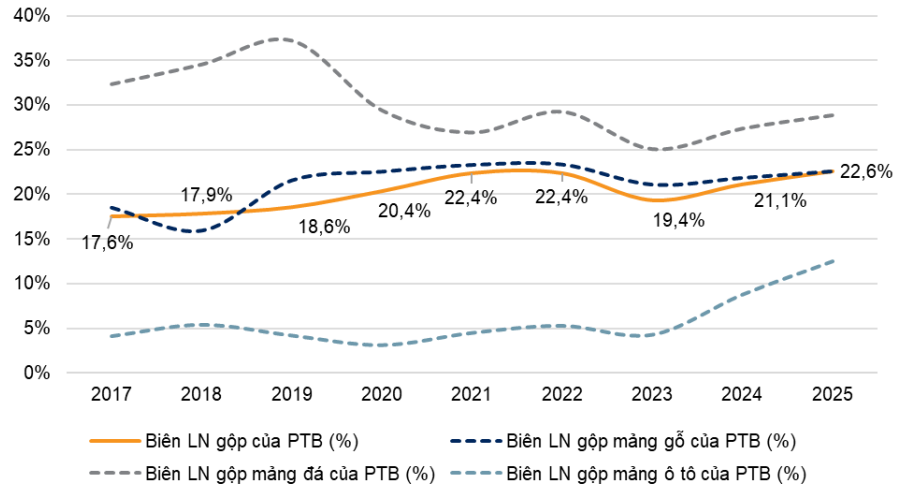


Hình 12: Chúng tôi ước tính doanh thu từ mảng đá của PTB sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 12,5% trong giai đoạn 2023-25



Chúng tôi dự phóng biên LN gộp mảng đá của PTB sẽ giảm từ mức 29,2% của năm 2022 xuống còn 25% trong năm 2023 do phát sinh các chi phí đầu tư cho mảng đá thạch anh trong giai đoạn đầu. Nhà máy đá thạch anh dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào đầu năm 2024, điều này sẽ giúp cải thiện biên LN gộp mảng đá của PTB và lần lượt đạt 27,3%/28,8% trong năm 2024-25.

Hình 13: Chúng tôi ước tính biên LN gộp của PTB sẽ giảm xuống còn 19,4% trong 2023, trước khi tăng trở lại lên mức 21,1%/22,6% trong giai đoạn 2024-25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Nhu cầu trong nước chờ đợi sự phục hồi của thị trường Bất động sản nhà ở trong 2024-25

Chúng tôi nhận thấy ngành BĐS vẫn còn nhiều thách thức trong ngắn hạn khi: 1) Rủi ro doanh nghiệp mất khả năng thanh toán vẫn ở mức cao, với giá trị đảo hạn trái phiếu đạt 37.000 tỷ đồng vào Q2/2023, 2) Mặt bằng lãi suất tuy giảm nhưng chưa đủ để hỗ trợ doanh nghiệp và khó để tiếp cận vốn ưu đãi, 3) Tâm lý thị trường vẫn còn lo ngại trong giai đoạn các nút thắt pháp lý đang được giải quyết, dẫn đến nguồn cung mới vẫn ở mức thấp. Dù vậy chúng tôi tin rằng giai đoạn khó khăn nhất đã qua, thị trường đang có những tín hiệu tốt trong việc giải quyết các nút thắt trong nửa cuối năm 2023 và sẽ ấm dần lên.

PTB đang bàn giao nốt các sản phẩm còn lại thuộc dự án Phú Tài Residence. Chúng tôi ước tính Phú Tài Residence sẽ đóng góp vào DT của công ty 224,2 tỷ đồng trong 2023 và 31,3 tỷ đồng trong Q1/24.

Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng Luật Đất Đai 2023 sẽ có hiệu lực trong nửa cuối năm 2024 và đánh dấu bước ngoặt trong lĩnh vực BĐS vì nó giải quyết được các nút thắt trong quy trình phê duyệt các dự án BĐS dân cư mới. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ kích thích nguồn cung nhà ở và cải thiện tâm lý thị trường giai đoạn 2024-25, từ đó thúc đẩy tiến độ dự án Phú Tài Central Life và sức tiêu thụ các sản phẩm gỗ, đá.

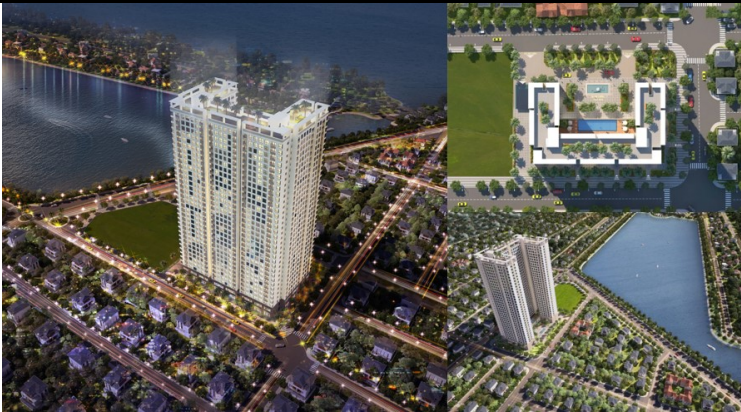
Hình 14: Các dự án bất động sản của PTB

Dự án	Vị trí	Sản phẩm	PTB sở hữu	Diện tích (ha)	Kế hoạch phát triển*									
					2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 trở đi	
Phú Tài Residence	Quy Nhơn, Bình Định	Cao tầng	100%	5,83										
Phú Tài Central Life	Quy Nhơn, Bình Định	Cao tầng	100%	2,92										

(* Kế hoạch phát triển của mỗi dự án (từ lúc mở bán đến lúc hoàn thành) trong ô màu xám. Kế hoạch phát triển chi tiết không được thông báo bởi công ty.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Hình 16: Dự án Phú Tài Residence



- Vị trí: tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích dự án: 5,83 ha
- Mật độ xây dựng: 40,0%
- Tổng số căn hộ: 272 căn hộ
- Sản phẩm chính: Căn hộ
- Tổng giá trị dự án: 876 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: Q4/18, tỷ lệ lấp đầy ~73%
- Tiến độ bàn giao: Q3/21-Q1/24

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Hình 17: Dự án Phú Tài Central Life



- Vị trí: tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích dự án: 2,92 ha
- Mật độ xây dựng: 43,5%
- Tổng số căn hộ: 380 căn hộ
- Sản phẩm chính: Căn hộ
- Tổng giá trị dự án: 615 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: Q4/21
- Tiến độ bàn giao: Q4/24-26

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Mảng phân phối ô tô khởi sắc trong nửa cuối 2023

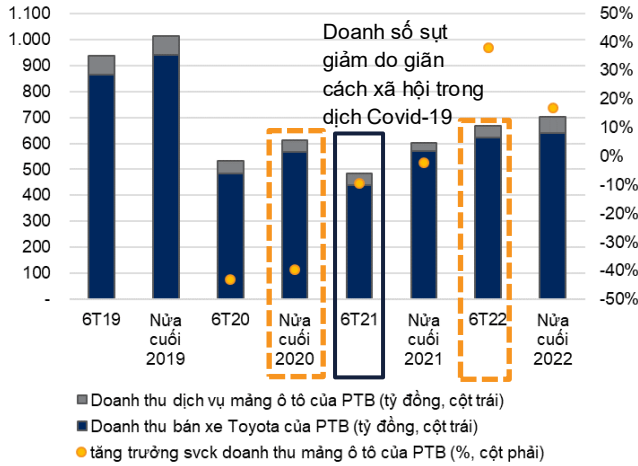
Theo dự thảo Nghị định của Chính phủ về thu lệ phí trước bạ đối với xe lắp ráp CKD (xe lắp ráp trong nước với linh kiện nhập khẩu), lệ phí trước bạ cho xe CKD sẽ được giảm 50% và chính sách này dự kiến sẽ có hiệu lực từ ngày 1/7/2023 cho đến hết năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng chính sách ưu đãi này sẽ hỗ trợ hoạt động phân phối ô tô của PTB trong 6 tháng cuối năm 2023 – nửa đầu năm 2024.

Bên cạnh đó, NHNN đã thực hiện bốn đợt cắt giảm lãi suất điều hành kể từ đầu năm 2023. Với sự khuyến khích từ NHNN, các ngân hàng thương mại đang tiếp

tục xu hướng hạ lãi suất cho vay, chúng tôi kỳ vọng đây sẽ là động lực hỗ trợ tích cực cho nhu cầu tiêu thụ các mặt hàng xa xỉ như ô tô.

Do vậy, chúng tôi dự báo doanh thu phân phối và dịch vụ mắng ô tô của PTB sẽ giảm 12,0% svck trong năm 2023 xuống còn 1.206 tỷ đồng và tăng 25,2% svck đạt 1.510 tỷ đồng vào năm 2024.

Hình 18: Doanh thu mắng ô tô của PTB phục hồi nhờ chính sách giảm lệ phí trước bạ trong nửa cuối 2020 và 6T22



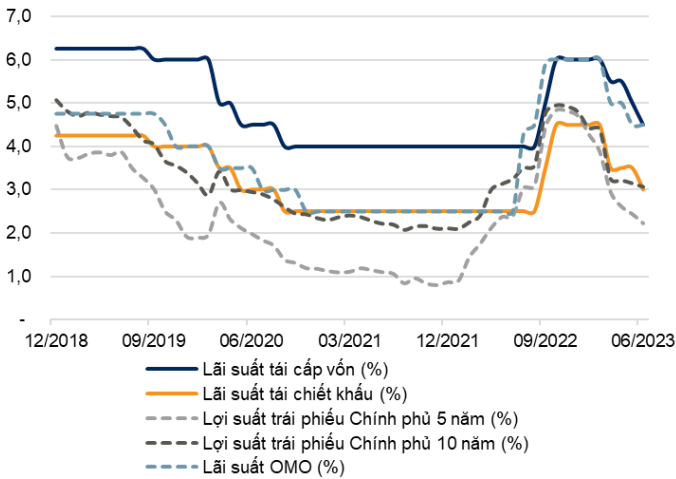
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Hình 19: Những mẫu xe được hưởng ưu đãi giảm thuế trước bạ mà PTB phân phối



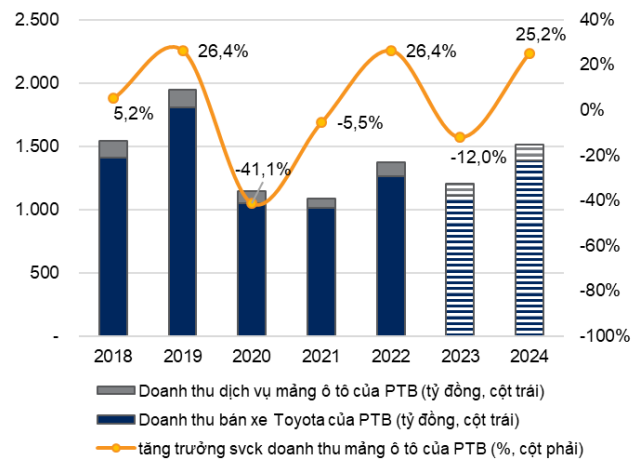
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VAMA

Hình 20: NHNN cắt giảm lãi suất điều hành lần thứ 4 kể từ đầu năm 2023



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, SBV

Hình 21: Chúng tôi dự báo doanh thu mắng ô tô của PTB sẽ tăng trưởng 25,2% trong năm 2024



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PTB

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-25

Hình 22: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-25

Đơn vị (tỷ đồng)	2023				2024				2025	
	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi	Cũ	Mới	% svck	% thay đổi	% svck	
Doanh thu	6.484	6.605	-4,1%	1,9%	7.300	7.523	13,9%	3,1%	9.334	24,1%
Gỗ	2.817	3.019	-10,8%	7,1%	3.399	3.702	22,7%	8,9%	4.877	31,7%
Đá	2.031	2.145	25,4%	5,6%	2.350	2.265	5,6%	-3,6%	2.713	19,8%
Phân phối và dịch vụ mảng ô tô	1.335	1.217	-12,3%	-8,9%	1.551	1.525	25,3%	-1,7%	1.744	14,4%
Bất động sản	300	224	-44,7%	-25,3%	-	31	-86,1%	N/A	-	N/A
LN gộp	1.422	1.278	-17,0%	-10,1%	1.615	1.590	24,3%	-1,6%	2.108	32,6%
Biên LN gộp	21,9%	19,4%	-3,0 điểm %	-2,5 điểm %	22,1%	21,1%	1,7 điểm %	-1,1 điểm %	22,6%	1,4 điểm %
Gỗ	22,9%	21,1%	-2,3 điểm %	-1,8 điểm %	23,1%	21,9%	0,7 điểm %	-1,3 điểm %	22,6%	0,7 điểm %
Đá	28,6%	25,0%	-4,2 điểm %	-3,6 điểm %	29,1%	27,3%	2,3 điểm %	-1,8 điểm %	28,8%	1,5 điểm %
Chi phí BH&QLDH	(1.002)	(746)	-6,2%	-25,5%	(832)	(850)	13,9%	2,2%	(1.055)	24,1%
LNTT	579	459	-25,3%	-20,8%	675	687	49,8%	1,8%	1.005	46,3%
LNST	455	365	-25,2%	-19,9%	531	546	49,8%	2,9%	799	46,3%
EPS	6.689	5.358	-25,2%	-19,9%	7.809	8.027	49,8%	2,8%	10.677	33,0%

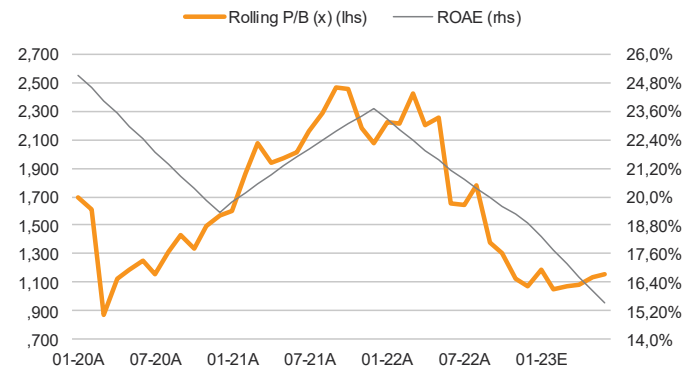
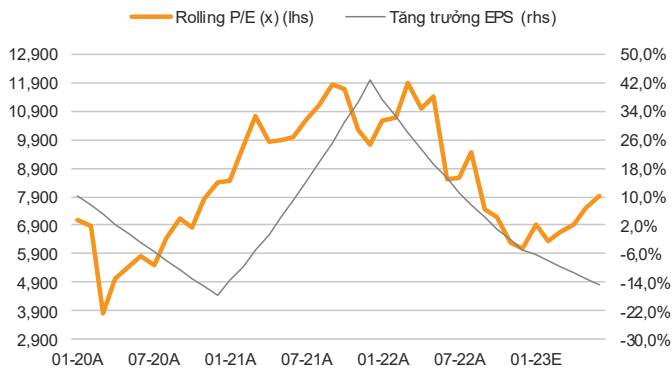
Nguồn : VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi thay đổi dự báo về KQKD của PTB trong 2023-24 như sau:

- Chúng tôi tăng doanh thu mảng gỗ trong năm 2023-24 thêm 7,1%/8,9% so với dự báo trước do chúng tôi kỳ vọng nhu cầu dự trữ hàng tồn kho của khách hàng sẽ bắt đầu phục hồi từ cuối năm 2023.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đá tăng 5,6% trong 2023 nhờ nhu cầu gia tăng. Do mức nền cao của 2023, chúng tôi điều chỉnh giảm 3,6% doanh thu mảng đá năm 2024.
- Chúng tôi giảm doanh thu mảng ô tô trong năm 2023-24 xuống 8,9%/1,7% nhằm phản ánh dự báo về nhu cầu yếu hơn.
- Chúng tôi giảm 25,3% doanh thu bất động sản trong năm 2023 do điều chỉnh tiến độ bàn giao của dự án Phú Tài Residence, theo đó PTB sẽ hoàn thành quá trình bàn giao trong Q1/24.
- Chúng tôi giảm biên LN gộp 2,5/1,1 điểm % cho giai đoạn 2023-24 do việc giảm giá bán sản phẩm gỗ và gia tăng các chi phí phát triển cho mảng thạch anh trong thời gian đầu.

Như vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm 19,9% dự phóng LN ròng năm 2023 và tăng dự phóng LN ròng năm 2024 thêm 2,9%.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	6.887	6.605	7.523
Giá vốn hàng bán	(5.346)	(5.327)	(5.934)
Chi phí quản lý DN	(233)	(218)	(248)
Chi phí bán hàng	(563)	(528)	(602)
LN hoạt động thuần	745	532	739
EBITDA thuần	430	253	424
Chi phí khấu hao	314	279	315
LN HĐ trước thuế & lãi vay	745	532	739
Thu nhập lãi	45	31	34
Chi phí tài chính	(171)	(117)	(101)
Thu nhập ròng khác	(5)	13	15
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	614	459	687
Thuế	(112)	(83)	(124)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(15)	(11)	(17)
LN ròng	487	365	546
Thu nhập trên vốn	487	365	546
Cổ tức phổ thông	(37)	(68)	(68)
LN giữ lại	451	297	478

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	272	305	323
Đầu tư ngắn hạn	22	63	66
Các khoản phải thu ngắn hạn	793	772	879
Hàng tồn kho	1.757	1.937	2.131
Các tài sản ngắn hạn khác	217	220	248
Tổng tài sản ngắn hạn	3.061	3.298	3.647
Tài sản cố định	1.834	1.904	1.945
Tổng đầu tư	15	15	15
Tài sản dài hạn khác	328	321	150
Tổng tài sản	5.238	5.537	5.756
Vay & nợ ngắn hạn	1.476	1.620	1.476
Phải trả người bán	418	150	167
Nợ ngắn hạn khác	416	329	387
Tổng nợ ngắn hạn	2.310	2.099	2.030
Vay & nợ dài hạn	152	358	152
Các khoản phải trả khác	15	12	13
Vốn điều lệ và	680	680	680
LN giữ lại	493	765	1.205
Vốn chủ sở hữu	2.761	3.068	3.561
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.238	5.537	5.756

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	614	459	687
Khấu hao	279	315	338
Thuế đã nộp	(112)	(83)	(124)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLD	(279)	(341)	(277)
LC tiền thuần HKKD	503	350	624
Đầu tư TSCĐ	(283)	(263)	(263)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	84	7	5
Các khoản khác	1	6	7
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(198)	(250)	(252)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(352)	388	340
Dòng tiền từ HĐTC khác	220	(388)	(628)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(37)	(68)	(68)
LC tiền thuần HĐTC	(169)	(67)	(355)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	136	272	305
LC tiền thuần trong năm	136	33	18
Tiền & tương đương tiền cuối kì	272	305	323

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	7,1%	5,5%	7,3%
Vòng quay TS	1,29	1,23	1,33
ROAA	9,1%	6,8%	9,7%
Đòn bẩy tài chính	2,07	1,85	1,70
ROAE	18,9%	12,5%	16,5%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	37,5	39,9	40,0
Số ngày nắm giữ HTK	120,0	132,7	131,4
Số ngày phải trả tiền bán	28,5	10,2	10,3
Vòng quay TSCĐ	3,69	3,53	3,91
ROIC	11,1%	7,2%	10,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,3	1,6	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,2
Vòng quay tiền	129,0	162,4	161,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	6,1%	(4,1%)	13,9%
Tăng trưởng LN từ HKKD	6,8%	(28,6%)	39,0%
Tăng trưởng LN ròng	(4,8%)	(25,2%)	49,8%
Tăng trưởng EPS	(4,8%)	(25,2%)	49,8%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Chu Đức Toàn – Trưởng phòng

Email: toan.chuduc@vndirect.com.vn

Phan Thanh Huyền – Chuyên viên Phân tích

Email: huyen.phanthanh@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>