

## CÔNG TY CỔ PHẦN PHÚ TÀI (HSX: PTB)

**Bùi Đức Duy**
*Trưởng nhóm phân tích cơ bản*
*Email: duybd@fpts.com.vn*
*Tel: 1900 6446 – Ext: 4307*

Người phê duyệt báo cáo:

**Nguyễn Thị Kim Chi**
*Giám đốc Phân tích đầu tư*

Giá thị trường (23/06/2023)	<b>48.250</b>
Giá mục tiêu	<b>67.300</b>
Chênh lệch	<b>+39,4%</b>

Khuyến nghị

**MUA**

## ĐIỂM SÁNG KẾT QUẢ KINH DOANH TỪ MẢNG ĐÁ THẠCH ANH NHÂN TẠO

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu PTB của Công ty cổ phần Phú Tài. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu và tự do doanh nghiệp, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu **67.300 VNĐ/cp** cho cổ phiếu PTB, cao hơn **39,4%** so với mức giá đóng cửa ngày 23/06/2023. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PTB ([chi tiết](#)) dựa trên những luận điểm dưới đây.

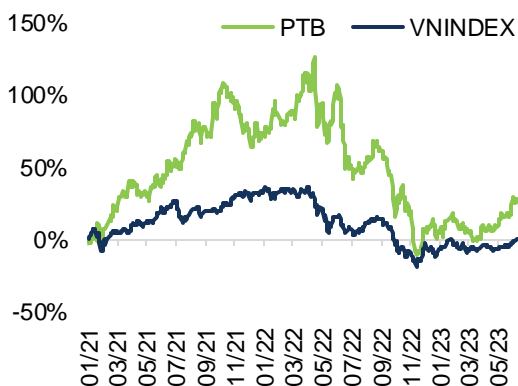
### Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi dự phóng KQKD hợp nhất năm 2023 của PTB ở mức 6.838 tỷ VNĐ (-0,7% yoy & 97,7% KH2023) với doanh thu thuần và 538,5 tỷ VNĐ (-12,3% yoy & 107,6 KH2023) với lợi nhuận trước thuế.

- **Mảng gỗ - Kỳ vọng phục hồi trong 2H2023 so với bức tranh ảm đạm của 1H2023** khi lạm phát tại Mỹ có dấu hiệu dần hạ nhiệt, tốc độ tăng lãi suất của FED đã chậm lại và số nhà ở xây mới tại Mỹ đã đạt đỉnh 12 tháng gần nhất trong tháng 5/2023. Doanh thu thuần hợp nhất mảng gỗ năm 2023 dự phóng là 3.096 tỷ đồng (-8,5% yoy & 101,4% KH2023). Doanh thu xuất khẩu và nội địa lần lượt 2.865 tỷ đồng (-8,0% yoy - tương đương mức sử dụng tổng năng lực chế biến 76,6%) và 231 tỷ đồng (-14,0% yoy). Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng đạt 22,2%; giảm 1,2 đpt svck.
- **Mảng đá – Điểm sáng duy nhất về hoạt động kinh doanh trong năm 2023.** Hiệu ứng kích cầu xây dựng của việc tăng tốc giải ngân vốn đầu tư công trong 2H2023 cùng với diễn biến thuận lợi từ hoạt động xuất khẩu đá nhân tạo tằm lớn với mức giá trung cấp đi thị trường Mỹ. Doanh thu thuần mảng đá năm 2023 dự phóng là 2.282 tỷ đồng (+33,4% yoy & 98,1% KH2023). Trong đó, tỷ trọng doanh thu từ đá thạch anh nhân tạo chiếm 34,2%.
- **Mảng thương mại, dịch vụ - Thị trường ô tô trong nước trầm lắng mặc dù có khả quan hơn trong 2H2023** từ nghị định giảm 50% lệ phí trước bạ cho ô tô sản xuất lắp ráp trong nước. Doanh thu hợp nhất năm 2023 dự kiến đạt 1.215 tỷ đồng (-12,4% yoy & 88,3 KH2023) với 1.769 xe ô tô Toyota bán ra (-11,0% yoy).
- **Mảng bất động sản – Thị trường bất động sản trầm lắng dẫn tới doanh thu dự kiến đạt 245 tỷ đồng (-39,6% yoy)**

### Yếu tố theo dõi:

- Tiến trình các cuộc điều tra thương mại đối với đồ gỗ xuất khẩu của Việt Nam
- Giá nguyên phụ liệu đầu vào cho chế biến gỗ
- Biến động tỷ giá

**Biến động giá PTB & VNINDEX**

**Thông tin giao dịch**
**23/06/2023**

Giá hiện tại (VNĐ)	48.250
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	63.940
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	33.702
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	68.038
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	306.495
EPS trailing	7.052
P/E trailing	8,02x
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.283

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Công ty Cổ phần Phú Tài
Địa chỉ	278 Nguyễn Thị Định, phường Nguyễn Văn Cừ, thành phố Quy Nhơn, tỉnh Bình Định
Doanh thu chính	Đá tự nhiên & nhân tạo, sản phẩm từ gỗ & phân phối ô tô Toyota
Chi phí chính	Nguyên vật liệu đầu vào (đá khối và gỗ nguyên liệu) cùng phụ tùng xe Toyota phục vụ sửa chữa và bảo hành
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu đầu vào Biến động tỷ giá

**Cơ cấu cổ đông**
**(%)**

Lê Vỹ - Chủ tịch HĐQT	12,94
Lê Văn Thảo – Thành viên HĐQT	8,55
Lê Văn Lộc – Thành viên HĐQT	6,08
Nguyễn Sỹ Hòa – Thành viên HĐQT	5,86
Trần Thanh Cung - Thành viên HĐQT	4,27
Khác	62,30

## A. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 1H2023 & KQKD QUÝ 2/2023 DỰ KIẾN

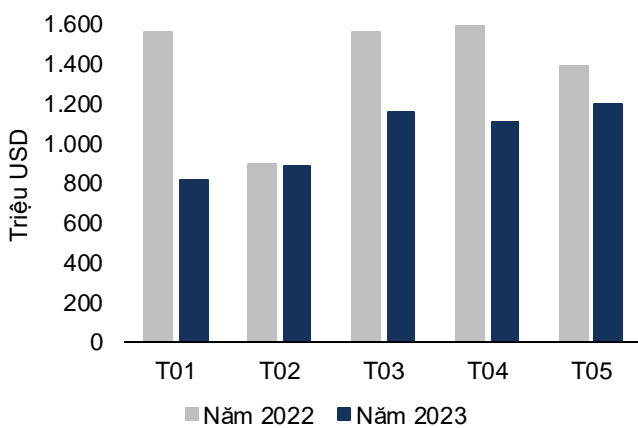
### I. Màng gỗ: Bối cảnh đầu ra ảm đạm với số lượng và giá trị trung bình các đơn hàng xuất khẩu giảm

Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ chế biến của PTB trong năm 2022 lần lượt là thị trường Mỹ (70%), thị trường EU (20%) và các thị trường khác (Canada,...). Trong đó, xét theo dòng sản phẩm; đồ nội thất (tủ bếp chiếm tỷ trọng lớn nhất) và ván gỗ các loại hầu hết xuất Mỹ trong khi đồ gỗ ngoài trời chủ yếu xuất khẩu đi các nước thuộc Liên minh châu Âu (EU).

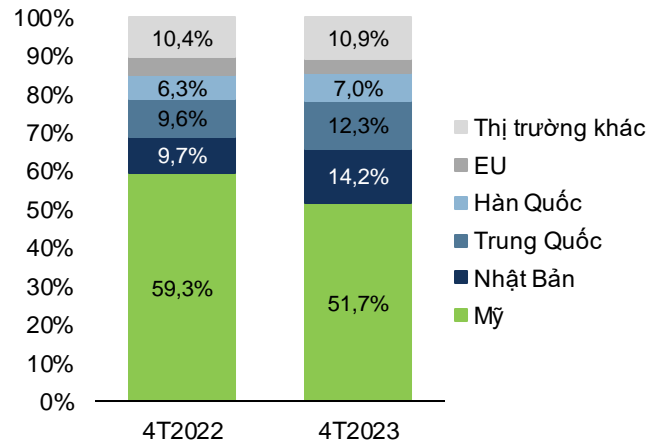
Đối với năm 2023, lãnh đạo doanh nghiệp tiếp tục coi Mỹ là thị trường trọng điểm và chiếm tỷ trọng chính về số lượng và quy mô đơn hàng sản phẩm gỗ chế biến. Do vậy, chúng tôi tập trung xem xét thị trường trọng yếu Mỹ khi đánh giá tình hình hoạt động kinh doanh màng gỗ của doanh nghiệp trong nửa đầu năm 2023.

Bức tranh ngành gỗ chế biến xuất khẩu của Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2023 kém khả quan. Tính chung 5 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ ước đạt 5,1 tỷ USD (-27,3% yoy). Trong đó, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ ước đạt 3,4 tỷ USD (-33,9% yoy).

**Biểu đồ 1: Kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam theo tháng**



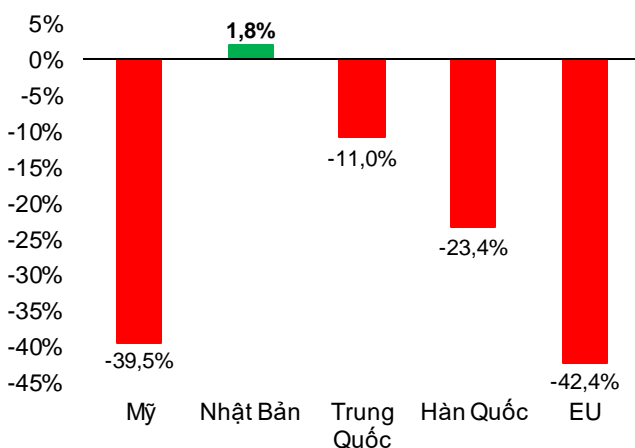
**Biểu đồ 2: Tỷ trọng kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam theo thị trường**



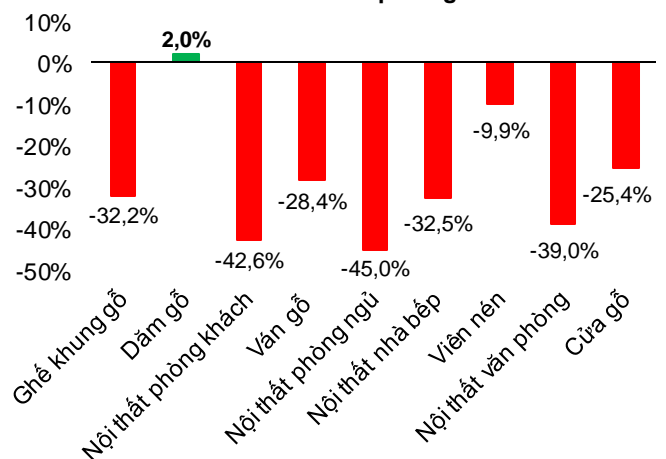
Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, FPTIS Research.

Trong các tháng đầu năm, tác động của tình trạng lạm phát và kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm, đặc biệt tại thị trường Mỹ đã khiến hoạt động chế biến gỗ xuất khẩu của PTB bị ảnh hưởng tiêu cực. Sức mua sụt giảm khiến doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong tìm kiếm đơn hàng. Thông thường, ngay từ tháng 3, doanh nghiệp đã nhận và có đủ đơn hàng để sản xuất liên tục cho 6 tháng tiếp theo. Hiện nay, PTB mới có đơn hàng đến tháng 8/2023 trong khi cùng kỳ năm 2022 thì lượng đơn hàng đã đủ gói liên tục đến tháng 11.

**Biểu đồ 3: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu G&SPG 4T2023 đi 5 thị trường lớn nhất**



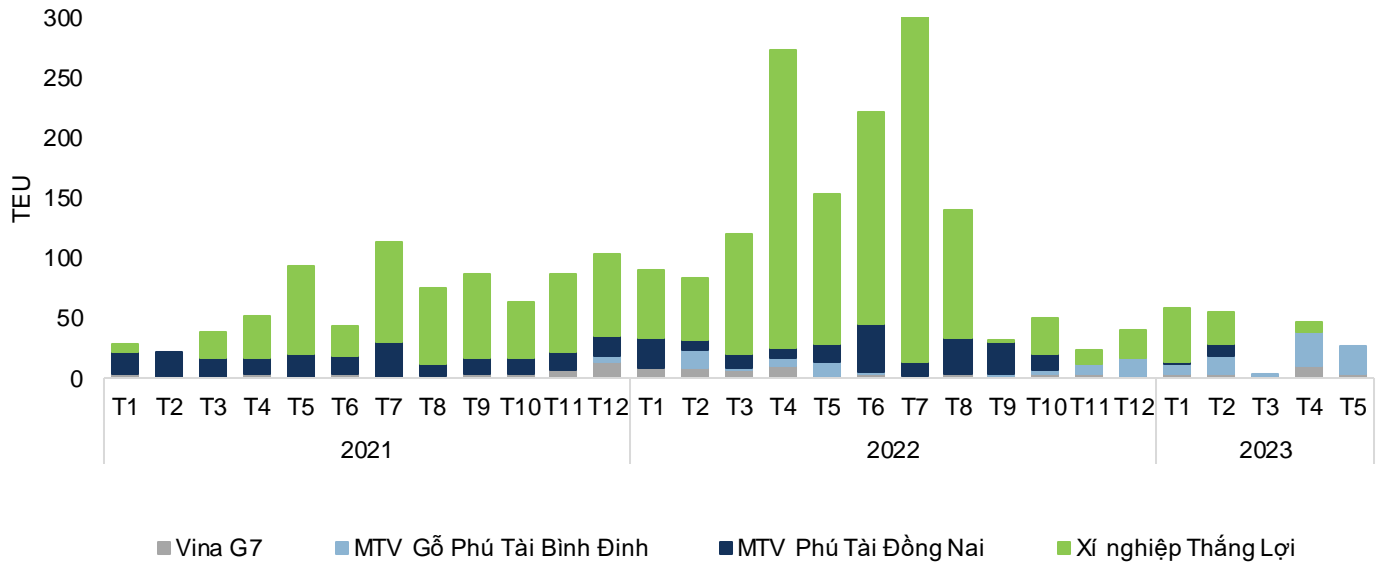
**Biểu đồ 4: Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu G&SPG 4T2023 theo mặt hàng**



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, FPTIS Research.

Theo Tổng cục hải quan Việt Nam, ngành chế biến gỗ Việt Nam ghi nhận sự sụt giảm mạnh trong kim ngạch xuất khẩu G&SPG tới hai thị trường Mỹ và EU (*hai thị trường chính yếu của PTB*) trong các tháng đầu năm 2023. Cụ thể, mức sụt giảm lần lượt là -39,5% và -42,4% đối với Mỹ và EU. Xét theo mặt hàng gỗ xuất khẩu, ngoại trừ dăm gỗ; mức tăng trưởng đều ghi nhận âm hai chữ số đối với đồ nội thất các loại, ghế khung gỗ và ván gỗ các loại.

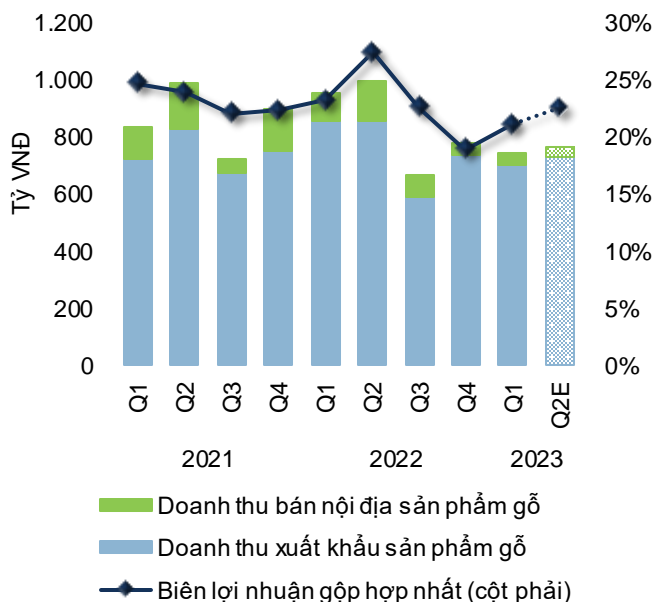
**Biểu đồ 5: Tình hình xuất khẩu sản phẩm gỗ chế biến đi thị trường Mỹ của PTB theo tháng**



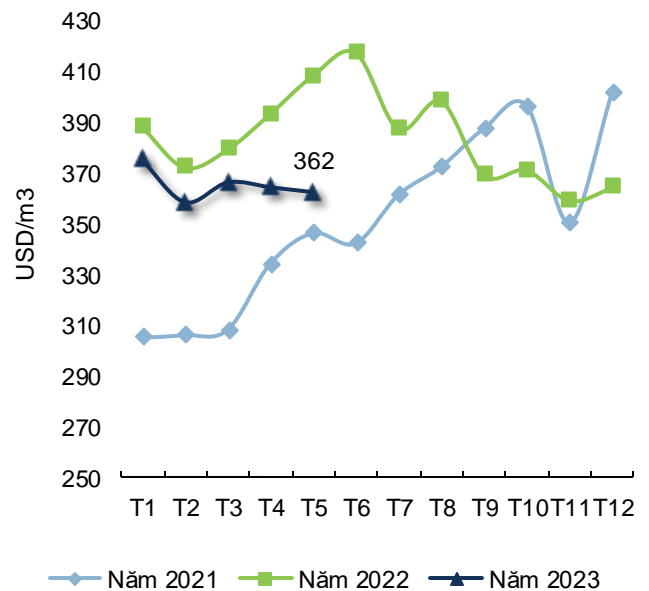
Nguồn: FPT S Research.

Xét tình hình xuất khẩu sản phẩm gỗ chế biến đi thị trường Mỹ thông qua các công ty con và đơn vị trực thuộc của PTB, sản lượng xuất khẩu theo TEU đạt đỉnh trong tháng 7/2022 trước khi giảm và duy trì ở mức thấp như hiện nay. Sức mua sụt giảm mạnh bởi tình trạng lạm phát và lãi suất cao tiếp tục tác động tiêu cực tới hoạt động kinh doanh mảng gỗ của doanh nghiệp. Bộ Công thương ghi nhận sự sụt giảm đối với cả số lượng đơn đặt hàng và giá trị trung bình 1 đơn hàng các doanh nghiệp nước ngoài đặt với các nhà chế biến gỗ xuất khẩu trong nước. Đối với PTB, doanh thu quý 1/2023 lần lượt giảm 18,3% và 59,6% yoy đối với hai mảng xuất khẩu và bán nội địa các sản phẩm gỗ.

**Biểu đồ 6: Kết quả kinh doanh hợp nhất mảng gỗ của PTB**



**Biểu đồ 7: Giá gỗ nguyên liệu nhập khẩu trung bình của Việt Nam**



Nguồn: BCTC PTB, Research.

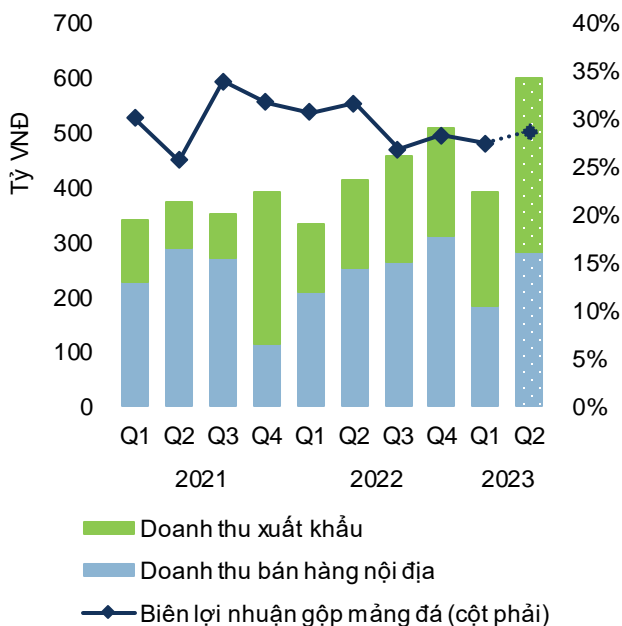
Bối cảnh đầu ra khó khăn với số lượng đơn hàng sụt giảm cũng tác động làm giảm nhu cầu nhập khẩu gỗ nguyên liệu. Tính chung 5 tháng đầu năm, các doanh nghiệp Việt Nam nhập khẩu 1,6 triệu m<sup>3</sup> gỗ nguyên liệu các loại với tổng giá trị 579,2 triệu USD; giảm 31,3% về lượng và giảm 39,9% về giá trị. Nhu cầu đầu ra yếu khiến các doanh nghiệp Việt Nam trong đó có PTB đẩy mạnh sử dụng nguồn nguyên liệu trong nước nhằm giảm giá thành. Biên lợi nhuận gộp mảng gỗ của PTB trong quý 1/2023 ở mức 21,0%; cao hơn 2,2 đpt so với quý liền trước và thấp hơn 2,1 đpt so với cùng kỳ năm 2022.

**Đối với quý 2/2023, chúng tôi dự kiến mảng gỗ của PTB ghi nhận doanh thu hợp nhất ở mức 724,1 tỷ đồng; tương đương mức tăng 3,7% so với quý liền trước và giảm 23,2% so với quý cùng kỳ.** Doanh thu từ xuất khẩu sản phẩm gỗ chiếm 94,7% và đạt 724,1 tỷ đồng (-15,3% yoy). Mức tăng trưởng kém khả quan đến từ tình hình xuất khẩu ảm đạm của ngành gỗ Việt Nam nói chung và PTB nói riêng tại thị trường Mỹ. Sức mua yếu khiến tồn kho của các nhà bán nội ngoại thất tại Mỹ tiếp tục giảm chậm trong quý 2/2023, dẫn tới nhu cầu đặt các đơn hàng mới với các doanh nghiệp chế biến gỗ Việt Nam không cao. **Biên lợi nhuận gộp ước đạt 22,4%** chủ yếu đến từ giá gỗ nguyên liệu tiếp tục trong xu hướng giảm kể từ tháng 3/2023 đến nay.

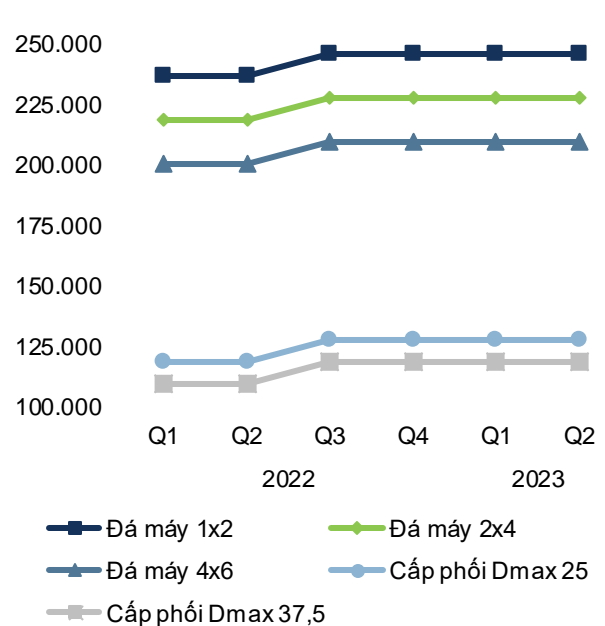
## II. **Mảng đá: Sản lượng xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo tiếp tục tăng trưởng tích cực kể từ quý 3/2022 đến nay**

Mảng khai thác, chế biến đá tự nhiên và sản xuất đá nhân tạo đóng góp lần lượt 24,8% và 27,5% doanh thu thuần hợp nhất năm 2022 và Q1/2023 của PTB. Đối với mảng đá tự nhiên, nguyên liệu đầu vào của doanh nghiệp phần lớn là tự khai thác từ các mỏ đá màu và còn hạn giấy phép khai thác dài từ 20 năm trở lên. Điều này giúp PTB liên tục duy trì được sự chủ động về nguồn cung đá nhưng tuy nhiên, lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ hiện tại phần lớn các mỏ đá tự nhiên đã đến giai đoạn khai thác khó dẫn đến chi phí tăng. Điều này cùng với các loại thuế gia tăng như thuế môi trường và thuế đất dự kiến sẽ thu hẹp biên lợi nhuận gộp mảng đá tự nhiên của doanh nghiệp.

**Biểu đồ 8: Kết quả kinh doanh hợp nhất mảng đá của PTB**

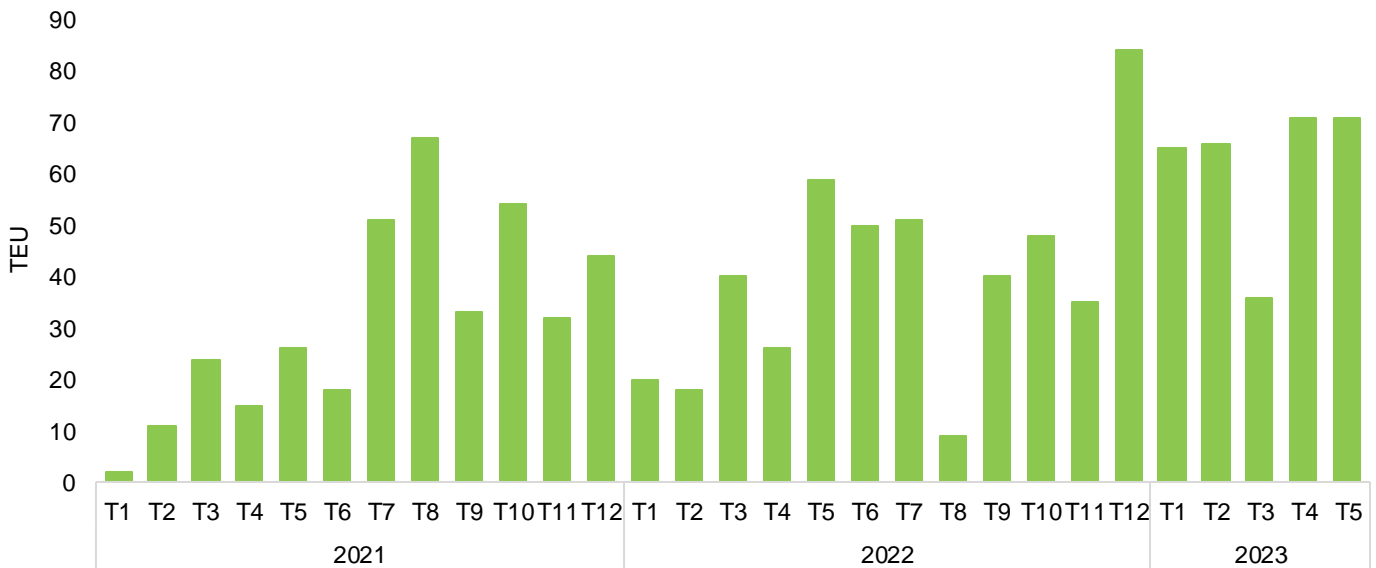


**Biểu đồ 9: Giá bán đá máy tại đơn vị đá trực thuộc PTB**



Nguồn: BCTC PTB, FPT S Research.

Kết thúc Q1/2023, doanh thu mảng đá hợp nhất của PTB đạt 388,4 tỷ đồng (+16,6%). Động lực tăng trưởng đến từ hoạt động xuất khẩu với doanh thu đạt 206,8 tỷ đồng (+64,5% yoy) trong bối cảnh doanh thu bán hàng đá nội địa giảm 12,5% yoy và chỉ đạt 181,7 tỷ đồng. Bức tranh kinh doanh đá nội địa tiêu cực đến từ: (1) giá bán các sản phẩm đá tự nhiên vẫn neo ở mức cao kể từ lần tăng giá gần nhất tại Q3/2022, (2) thị trường xây dựng dân dụng trầm lắng và (3) chi phí khai thác đá trung bình tăng do điều kiện khai thác khó khăn hơn.

**Biểu đồ 10: Tình hình xuất khẩu sản phẩm đá thạch anh nhân tạo đi thị trường Mỹ của PTB theo tháng**


Nguồn: FPT S Research.

Cho năm 2023, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận mảng đá của PTB chủ yếu đến từ mảng sản xuất đá thạch anh nhân tạo xuất Mỹ khi mà kể từ quý 3/2022, hoạt động xuất khẩu đá nhân tạo ghi nhận tăng trưởng tích cực. Tổng công suất đá thạch anh nhân tạo của PTB là 450.000 m<sup>2</sup>/năm và doanh nghiệp có hiện đang đầu tư giai đoạn 2 với 225.000 m<sup>2</sup>/năm và dự kiến hoạt động từ đầu tháng 6/2023.

**Đối với quý 2/2023, chúng tôi dự kiến mảng đá của PTB ghi nhận doanh thu hợp nhất ở mức 598,5 tỷ đồng; tương đương mức tăng trưởng lần lượt 54,1% so với quý liền trước và 45,4% so với quý cùng kỳ.** Trong đó, doanh thu từ xuất khẩu đá chiếm 53,2% và đạt 318,6 tỷ đồng (+98,5% yoy). Biên lợi nhuận gộp mảng ước đạt 28,6% trong quý 2/2023. Theo chia sẻ của lãnh đạo doanh nghiệp, tình hình xuất khẩu tốt các sản phẩm đá nhân tạo tẩm lớn đi Mỹ với mức giá tầm trung khoảng 2,39 triệu đồng/m<sup>2</sup> là động lực tăng trưởng chính cho mảng trong quý 2/2023.

### III. **Mảng thương mại & dịch vụ: Kết quả kinh doanh sụt giảm từ sự ảm đạm của thị trường ô tô**

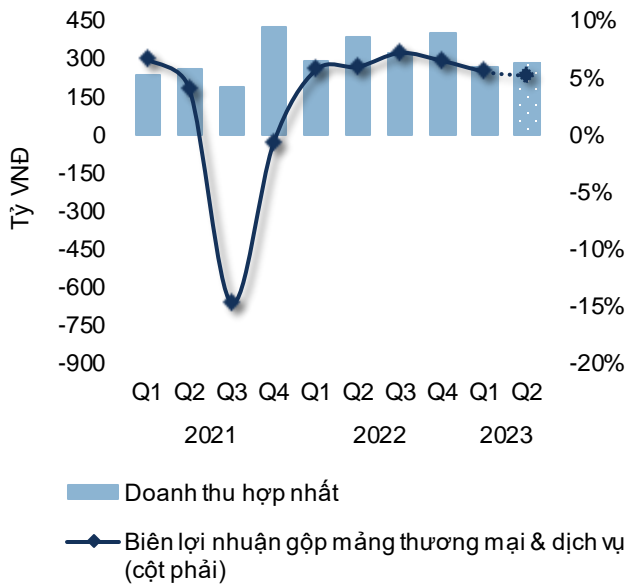
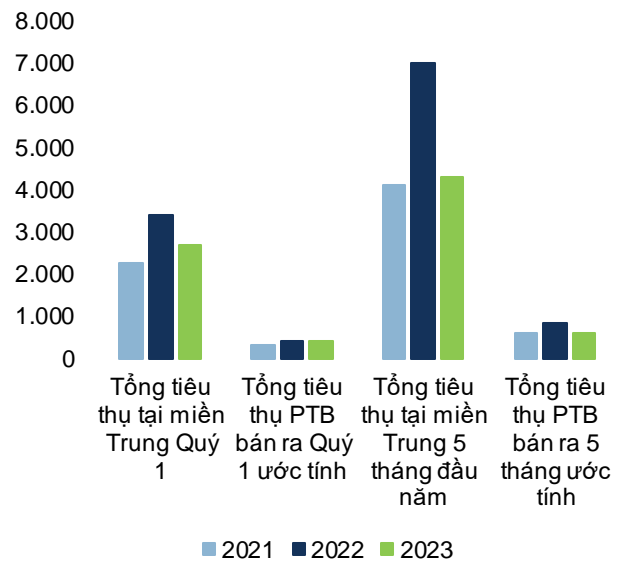
Mảng thương mại & dịch vụ của PTB gồm hai hoạt động chính yếu mang lại doanh thu & lợi nhuận là (1) kinh doanh xe ô tô Toyota và (2) cung cấp dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng xe ô tô. Trong 1H2023, thị trường ô tô trong nước ảm đạm trong bối cảnh chính sách giảm 50% phí trước bạ cho ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước hết hiệu lực, lãi suất vay ở mức cao và nhu cầu chi tiêu của người dân thấp.

Kết thúc Q1/2023, doanh thu hợp nhất mảng thương mại & dịch vụ của PTB đạt 262,2 tỷ đồng (-8,5% yoy) với biên lợi nhuận gộp đạt 5,5%; tương đương mức giảm 0,2 đpt so với Q1/2022. Theo báo cáo bán 5ang của VAMA, tổng sản lượng xe Toyota bán ra tại miền Trung trong quý 1/2023 và 5T2023 lần lượt là 2.700 và 4.305 xe; đều giảm lần lượt 21,0% và 38,4% yoy. Đối với PTB, chúng tôi ước tính doanh nghiệp bán ra được 391 xe (-6,4% yoy) trong quý 1/2023 và khoảng 623 xe trong 5 tháng đầu năm (-27,0% yoy).

Biên lợi nhuận gộp mảng thương mại & dịch vụ trong quý 1/2023 của PTB đạt 5,5% và tiếp tục là quý giảm biên thứ 3 liên tiếp kể từ quý 3/2022. Biến động giảm nhẹ 0,2 đpt so với mức biên gộp ghi nhận tại quý 1/2022 đến từ thị trường trầm lắng khiến giá bán ô tô chững lại cùng với các chính sách chiết khấu nhằm kích cầu dẫn tới lợi nhuận mảng suy giảm 10,5% yoy.

**Đối với quý 2/2023, chúng tôi dự kiến mảng thương mại & dịch vụ của PTB ghi nhận doanh thu hợp nhất ở mức 284,8 tỷ đồng; tương đương mức tăng 8,6% so với quý liền trước và giảm 26,5% so với quý cùng kỳ.** Trong đó, doanh thu từ hoạt động thương mại ô tô Toyota chiếm 92,0% và đạt 262,0 tỷ đồng với lượng xe bán ra dự kiến đạt 422 chiếc; tương đương thị phần 17,3% tổng lượng xe Toyota tiêu thụ tại miền Trung. Biên lợi nhuận gộp mảng ước đạt 5,2% trong quý 2/2023.



**Biểu đồ 11: Kết quả kinh doanh mảng thương mại & dịch vụ của PTB**

**Biểu đồ 12: Tình hình tiêu thụ xe Toyota theo báo cáo bán hàng của VAMA**


Nguồn: VAMA & FPT Research.

#### IV. Mảng bất động sản: Doanh thu sụt giảm do thị trường bất động sản trầm lắng với thanh khoản thấp

Đối với tình hình mảng bất động sản trong 6T2023, PTB hiện đang có 2 dự án là chung cư Phú Tài Residence tại đường Lê Đức Thọ, Quy Nhơn, Bình Định và chung cư Phú Tài 2 – Central Life tại đường Hoàng Văn Thụ, Quy Nhơn, Bình Định.

Dự án Phú Tài Residence là dự án bất động sản đầu tiên của PTB và đã bắt đầu đóng góp doanh thu lần lượt 512 và 406 tỷ đồng trong hai năm 2021 và 2022. Tính đến thời điểm 31/12/2022, tồn kho thành phẩm của dự án này đạt 255,3 tỷ đồng. Với mức biên gộp khoảng 41,3%, chúng tôi dự kiến PTB còn có thể ghi nhận thêm 618,3 tỷ đồng. Trong đó, năm 2023 dự kiến là 245 tỷ đồng và năm 2024 sẽ là 373,3 tỷ đồng.

Dự án chung cư thương mại Phú Tài 2 Central Life là dự án bất động sản tiếp theo của PTB. Dự án đã được Sở Xây dựng tỉnh Bình Định cấp phép vào ngày 30/12/2022 và hiện đã xng phần móng trong cuối tháng 4/2023 và đang trong giai đoạn thi công các tầng hầm. Quy mô dự án có diện tích 2.920 m<sup>2</sup> với 25 tầng nổi và tổng số căn hộ 380 căn (12 shophouse và 368 căn hộ để ở). Tổng mức đầu tư của dự án là 614,9 tỷ đồng. Dự án dự kiến có thể bắt đầu mở bán từ quý 2/2024.

Trong Q1/2023, doanh thu mảng bất động sản của PTB (hiện chỉ từ dự án Phú Tài Residence) đạt 21,4 tỷ đồng; giảm mạnh 85,5% so với cùng kỳ quý 1/2022. Biên lợi nhuận gộp đạt 41,6% và tương đương với thực hiện quý 1/2022. Thị trường bất động sản trầm lắng với nguồn cung và số lượng giao dịch thành công đều giảm so với cùng kỳ năm 2022 là nguyên nhân chính khiến hoạt động kinh doanh bất động sản của PTB kém khả quan. Trong nửa đầu năm 2023, thị trường bất động sản vẫn gặp nhiều khó khăn khi còn tồn tại nhiều ách tắc về pháp lý và nguồn vốn cũng như lạm phát và lãi suất hiện vẫn còn cao dù đang trong xu hướng giảm.

**Đối với quý 2/2023, chúng tôi dự kiến mảng bất động sản của PTB ghi nhận doanh thu hợp nhất ở mức 52,1 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp dự kiến ở mức 45,0%.**

#### V. Dự kiến kết quả kinh doanh 1H2023

Dựa trên dự kiến doanh thu các mảng kinh doanh của PTB, chúng tôi đưa ra mức dự kiến tổng doanh thu hợp nhất quý 2/2023 của PTB ở mức 1.699 tỷ đồng (-10,5% yoy & 107,4% KHKD Q2/2023). Cơ cấu doanh thu lần lượt mảng gỗ (48,3%), mảng đá (31,7%), mảng bất động sản (2,4%) và mảng thương mại dịch vụ (17,6%). Mức lợi nhuận gộp & lợi nhuận trước thuế lần lượt là 380,7 và 110,4 tỷ đồng với biên lợi nhuận 22,4% và 6,5%.

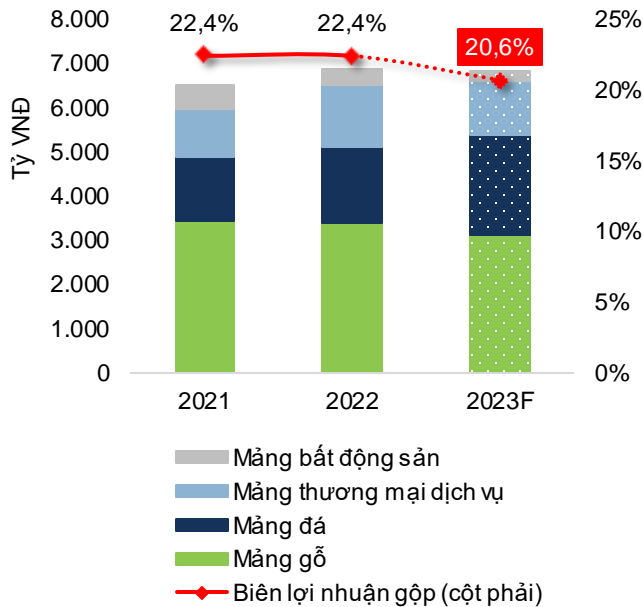
Với mức dự kiến kết quả kinh doanh quý 2/2023 như trên, tổng doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế hợp nhất 6 tháng năm 2023 của PTB đạt 3.109 tỷ đồng (-14,1% yoy) và 186,9 tỷ đồng (-50,0% yoy).

## B. TRIỂN VỌNG 2H2023 & DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

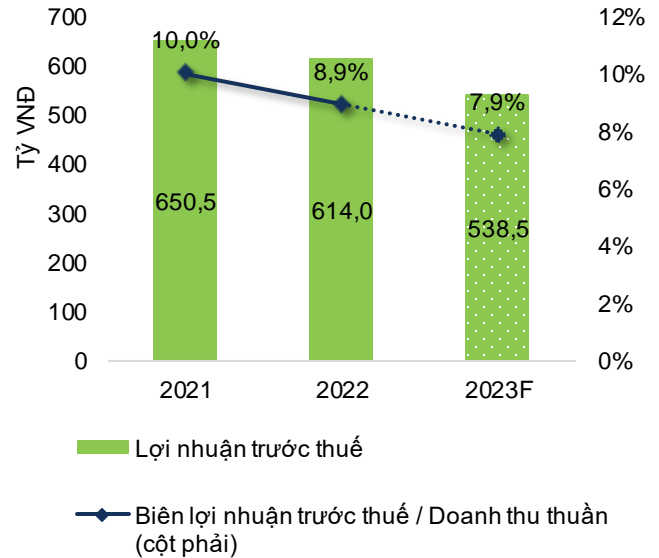
### I. Triển vọng kinh doanh

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế hợp nhất của PTB năm 2023 lần lượt là 6.838 tỷ đồng (-0,7% yoy & 97,7% KH2023) và 538,5 tỷ đồng (-12,3% yoy & 107,6% yoy). Trong đó, tỷ trọng về doanh thu các mảng gỗ, đá, thương mại dịch vụ và bất động sản lần lượt là 45,3%; 33,4%; 17,7% và 3,6%.

**Biểu đồ 13: Dự phóng tổng doanh thu thuần hợp nhất PTB theo mảng kinh doanh**



**Biểu đồ 14: Dự phóng lợi nhuận trước thuế hợp nhất PTB**



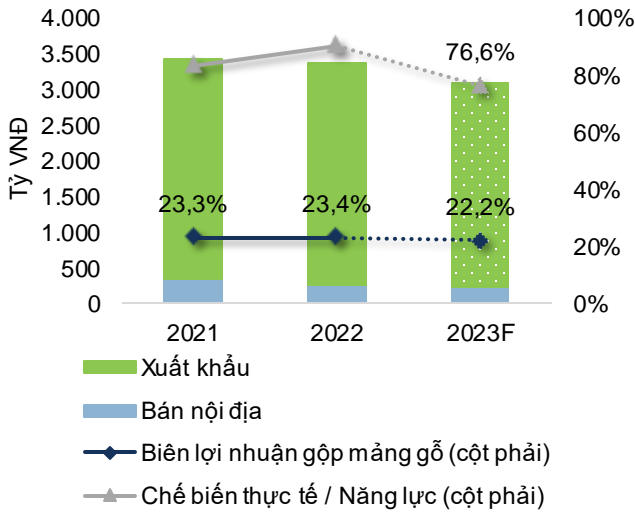
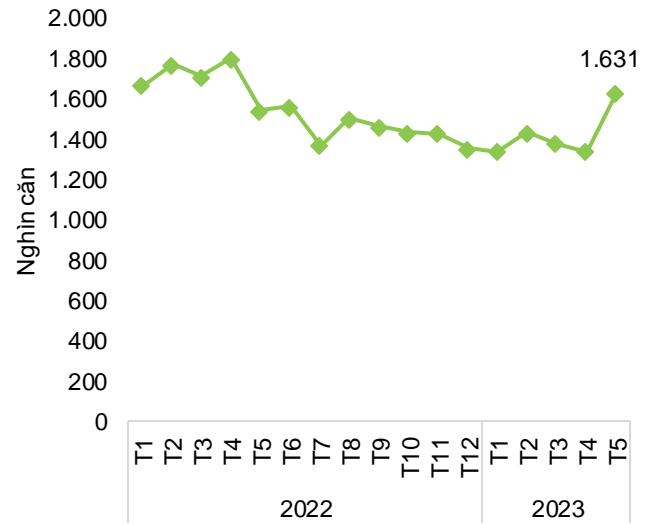
Nguồn: FPT Research.

Chi tiết triển vọng 2H2023 và kết quả kinh doanh dự phóng từng mảng như dưới đây.

#### 1. Mảng gỗ

Trước diễn biến khó khăn của ngành gỗ trong 1H2023, chúng tôi kỳ vọng rằng tình hình xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của PTB nửa cuối năm 2023 sẽ chuyển biến khả quan hơn trước khi thực sự có tăng trưởng tích cực trong năm 2024. Cụ thể, với kỳ vọng lạm phát tại Mỹ bắt đầu có dấu hiệu hạ nhiệt cùng hành động giảm tốc độ tăng lãi suất của Cục dự trữ liên bang Mỹ (FED); nhu cầu xây dựng và mua nhà để ở tăng trở lại sẽ có tác động kích cầu đối với các sản phẩm gỗ vật liệu hoàn thiện như ván gỗ & các sản phẩm đồ gỗ nội ngoại thất. Tại Mỹ, số nhà ở bắt đầu xây mới đã tăng mạnh trong tháng 5/2023 lên mức cao nhất 12 tháng gần nhất. Động lực đến từ lãi suất cho vay thế chấp không tăng thêm và giá vật liệu xây dựng ở mức thấp.

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất mảng gỗ của PTB trong năm 2023 là 3.096 tỷ đồng (-8,5% yoy & 101,4% KH2023). Trong đó, doanh thu xuất khẩu và bán nội địa lần lượt là 2.865 tỷ đồng (-8,0% yoy - tương đương mức chế biến gỗ trên tổng năng lực chế biến là 76,6%) và 231 tỷ đồng (-14,0% yoy). Biên lợi nhuận gộp hợp nhất mảng gỗ kỳ vọng đạt 22,2%. Mặc dù giá nguyên liệu gỗ các tháng năm 2023 đều giảm so với cùng kỳ, chúng tôi cho rằng nhu cầu đồ gỗ thấp tại các thị trường xuất khẩu chính của PTB là Mỹ và EU sẽ khiến giá trị trung bình các đơn hàng thấp hơn, dẫn tới suy giảm biên lợi nhuận gộp.

**Biểu đồ 15: Dự phóng doanh thu thuần hợp nhất mảng gỗ của PTB**

**Biểu đồ 16: Thống kê số nhà ở bắt đầu xây mới tại Mỹ theo US Census**


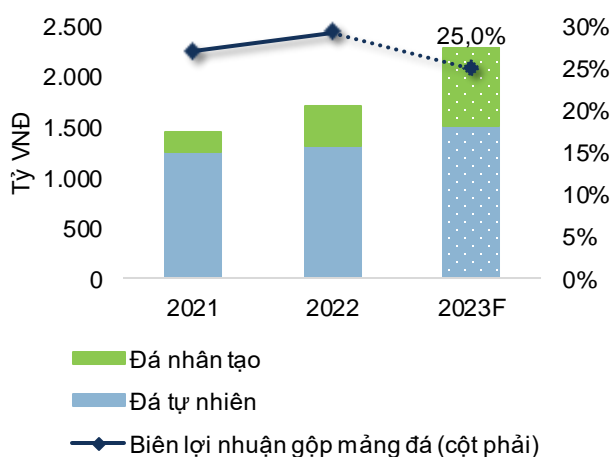
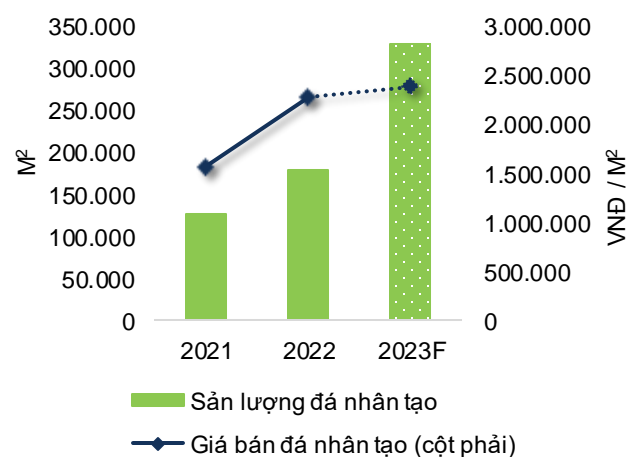
Nguồn: FPT S Research.

## 2. Mảng đá

Chúng tôi kỳ vọng mảng đá là mảng tạo động lực tăng trưởng chính cho kết quả kinh doanh của PTB trong năm 2023, đặc biệt là mảng sản xuất và xuất khẩu đá thạch anh nhân tạo đi Mỹ của doanh nghiệp. **Doanh thu thuần mảng đá của PTB năm 2023 dự phóng ở mức 2.282 tỷ đồng (+33,4% yoy & 98,1% KH2023).**

Đối với mảng đá tự nhiên, kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công lớn trong năm 2023 cùng tốc độ giải ngân đã bắt đầu tăng mạnh trong tháng 5/2023 kỳ vọng sẽ có tác động lan tỏa và thôi thúc nhu cầu xây dựng trong nước vốn rất ảm đạm trong 6 tháng đầu năm. **Chúng tôi dự phóng PTB sẽ tiêu thụ được 2,8 triệu m<sup>3</sup> đá ốp lát (+16,8% yoy); 2.327 m<sup>3</sup> đá thủ công (+30,2% yoy) và 351.363 m<sup>3</sup> đá nghiền sàng (-5,0% yoy). Doanh thu thuần hợp nhất mảng đá tự nhiên dự phóng đạt 1.502 tỷ đồng (+15,0% yoy).**

Đối với mảng đá nhân tạo, trong năm 2023 PTB đã đầu tư và đưa vào hoạt động giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh nhân tạo, nâng tổng công suất thiết kế lên 675.000 m<sup>2</sup>/năm. Diễn biến kinh doanh tích cực kể từ quý 3/2022 đến nay cùng kỳ vọng khả quan hơn của ngành xây dựng mỹ, đặc biệt là xây dựng dân dụng trong nửa cuối năm là động lực tăng trưởng mạnh mẽ của mảng đá thạch anh nhân tạo của doanh nghiệp. **Cụ thể, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần hợp nhất mảng đá thạch anh nhân tạo năm 2023 đạt 780,1 tỷ đồng (+92,7% yoy) với sản lượng tiêu thụ dự kiến 327.006 m<sup>2</sup> và giá bán ở mức 2.385.000 VNĐ/m<sup>2</sup>.**

**Biểu đồ 17: Dự phóng doanh thu thuần hợp nhất mảng đá của PTB**

**Biểu đồ 18: Dự phóng sản lượng tiêu thụ & Giá bán đá nhân tạo của PTB**


Nguồn: FPT S Research.



### 3. Mạng thương mại, dịch vụ

Trái ngược với bức tranh âm ảm đạm của 6T2023, thị trường ô tô trong nước kỳ vọng sôi động hơn trong nửa cuối năm 2023 nhờ ảnh hưởng của nghị định mới về giảm 50% lệ phí trước bạ đối với xe ô tô sản xuất và lắp ráp trong nước kể từ ngày 01/07/2023 đến hết ngày 31/12/2023. Thêm vào đó, quý 4 hàng năm thường là quý cao điểm về nhu cầu mua xe trước tết. **Vi vậy, chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất mạng thương mại dịch vụ năm 2023 của PTB ở mức 1.215 tỷ đồng (-12,4% yoy & 88,3% KH2023)** với số lượng xe bán ra và số lượt cung cấp dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng xe lần lượt là 1.769 xe (-11,0% yoy) và 34.224 lượt (-11,2% yoy).

### 4. Mạng bất động sản

**Doanh thu hợp nhất mạng bất động sản năm 2023 của PTB được dự phóng dựa trên kế hoạch của doanh nghiệp là 245 tỷ đồng (-39,6% yoy) với biên lợi nhuận gộp 41,3%**. Đối với năm 2024, chúng tôi dự kiến PTB có thể ghi nhận 592,3 tỷ đồng với 373,3 tỷ từ dự án Phú Tài Residence và 219 tỷ từ dự án Phú Tài 2 – Central Life.

## II. Rủi ro kinh doanh

### 1. Tiến trình của Mỹ trong cuộc điều tra thương mại đối với gỗ dán nhập khẩu từ Việt Nam

Tại ngày 25/07/2022, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã ban hành kết luận sơ bộ của vụ việc, cho rằng sản phẩm gỗ dán nhập khẩu từ Việt Nam vào Mỹ nếu có lỗi sử dụng nguyên liệu là ván bóc nhập khẩu từ Trung Quốc sẽ bị áp dụng thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp như đang áp dụng với gỗ dán nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế chống bán phá giá là 183,36% và thuế chống trợ cấp từ 22,98% đến 194,90%). Gỗ dán từ Việt Nam nếu có lỗi sử dụng nguyên liệu là ván bóc sản xuất tại Việt Nam hoặc tại các nước khác không bị áp dụng thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp.

Tuy nhiên, Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam cho biết DOC vừa tiếp tục gia hạn thời gian ban hành kết luận cuối cùng của cuộc điều tra đến ngày 14/07/2023. Đây là lần thứ tám phía Mỹ gia hạn thời gian ban hành kết luận cuối cùng.

### 2. Diễn biến giá nguyên liệu gỗ đầu vào

Giá gỗ nguyên liệu đầu vào chiếm tới 41% chi phí giá vốn hàng bán của các doanh nghiệp chế biến đồ gỗ nội ngoại thất xuất khẩu. Tính đến hết tháng 6/2023, giá nhập khẩu nguyên liệu gỗ theo tháng của Việt Nam đều giảm so với cùng kỳ năm 2022. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm 2023, với việc nhu cầu đồ gỗ kỳ vọng có sự phục hồi, giá gỗ nguyên liệu đầu vào là yếu tố cần theo dõi nhằm đánh giá và dự kiến biên lợi nhuận gộp mảng gỗ của PTB.

### 3. Biến động tỷ giá

Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu dự kiến của PTB trong năm 2023 trên tổng doanh thu hợp nhất ở mức 53,3%. Do vậy, biến động tỷ giá là yếu tố cần theo dõi do có ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, đặc biệt là tỷ giá VND với USD và EUR do Mỹ và Liên minh châu Âu là hai thị trường xuất khẩu trọng điểm của PTB.

### C. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ ([quay lại](#))

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PTB với mức giá mục tiêu là **67.300 VNĐ/cp**, cao hơn **39,4%** so với mức giá đóng cửa ngày 23/06/2022.

Mức giá mục tiêu của PTB giảm 45,7% so với [Báo cáo cập nhật định giá tháng 03/2022](#) (124.000 VNĐ/cp). Mức giá mục tiêu giảm chủ yếu đến từ thay đổi trong giả định kết quả kinh doanh và chiết khấu của mô hình định giá.

#### Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	<b>67.396</b>	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	<b>67.136</b>	50%
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>		<b>67.300</b>	

#### Lịch sử khuyến nghị:

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
<b>MUA</b>	03/2022	<a href="#">Báo cáo cập nhật định giá</a>
<b>MUA</b>	03/2021	<a href="#">Báo cáo định giá lần đầu</a>

#### Cập nhật giả định kinh doanh cho năm 2023

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá 03/2022	Báo cáo cập nhật định giá 06/2023	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần hợp nhất (Tỷ VNĐ)</b>	<b>7.598</b>	<b><u>6.838</u></b>	
- Gỗ	4.235	<u>3.096</u>	Động thái liên tục tăng lãi suất của FED từ cuối tháng 3/2022 và lạm phát cao tại Mỹ đã khiến nhu cầu đồ gỗ tại quốc gia này giảm mạnh. Điều này dẫn tới cập nhật doanh thu dự phóng mảng gỗ thấp hơn trong năm 2023 so với báo cáo 03/2022.
- Đá tự nhiên & nhân tạo	1.879	<u>2.282</u>	Hoạt động kinh doanh đá nhân tạo xuất Mỹ thực tế diễn ra tích cực hơn so với kỳ vọng tại báo cáo 03/2022. Thay đổi tăng của cập nhật dự phóng doanh thu mảng đá năm 2023 đến từ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh hơn kỳ vọng và việc PTB đầu tư và đưa vào hoạt động giai đoạn 2 nhà máy đá nhân tạo.
- Bất động sản	0	<u>245</u>	Lạm phát toàn cầu cùng lãi suất tăng cao và các quy định siết chặt về trái phiếu phát hành bởi các doanh nghiệp bất động sản kể từ cuối tháng 3/2022 đã khiến thị trường bất động sản rơi vào trầm lắng, dẫn tới việc bán hàng dự án Phú Tài Residence của PTB chậm hơn dự kiến và không bán hết trong năm 2022.
- Thương mại, dịch vụ ô tô	1.484	<u>1.215</u>	Bối cảnh lạm phát và nền lãi suất vay cao cùng nghị định giảm 50% lệ phí trước bạ kết thúc vào đầu năm 2023 khiến cập nhật dự phóng doanh thu mảng thương mại dịch vụ ô tô của PTB thấp hơn so với báo cáo 03/2022.
Biên lợi nhuận gộp	21,9%	<u>20,6%</u>	Thay đổi biên lợi nhuận gộp giả định các mảng kinh doanh của PTB so với báo cáo 03/2022 dẫn đến cập nhật điều chỉnh giảm biên lợi nhuận gộp chung của doanh nghiệp.
LNST hợp nhất	644	<u>431</u>	Doanh thu dự phóng năm 2023 thay đổi đáng kể so với dự phóng cho cùng năm tại báo cáo cập nhật định giá 03/2022 dẫn tới thay đổi lợi nhuận sau thuế hợp nhất.
CAGR LNST Giai đoạn dự phóng	7,23%	<u>11,64%</u>	Doanh thu đá nhân tạo điều chỉnh tăng cùng với doanh thu thêm từ dự án mới Phú Tài 2 Central Life khiến LNST dự phóng tăng

**Thay đổi giả định mô hình DCF**

Giả định mô hình	03/2022	06/2023	Giả định mô hình	03/2022	06/2023
WACC	9,10%	<b>12,08%</b>	Phần bù rủi ro	9,46%	<b>12,03%</b>
Chi phí sử dụng nợ	6,83%	<b>7,01%</b>	Hệ số Beta	0,61	<b>0,71</b>
Chi phí sử dụng VCSH	12,17%	<b>16,00%</b>	Tăng trưởng dài hạn	1%	<b>2%</b>
Lãi suất phi rủi ro	2,18%	<b>3,02%</b>	Thời gian dự phóng	6 năm	<b>6 năm</b>

**Tổng hợp kết quả định giá**

<b>Tổng hợp định giá FCFF</b>		<b>Giá trị</b>
Lãi suất chiết khấu		12,08%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		6.180.788
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		14.676
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		1.627.612
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>4.567.852</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		68,038
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>67.136</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFE</b>		<b>Giá trị</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>4.585.507</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>67.396</b>

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu PTB và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130 Đống  
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446  
Fax: (84.236) 3553 888