

CTCP Phú Tài (PTB)

Xuất khẩu hồi phục trong 2H2023

22/09/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn

Doanh thu và LNST cổ đông công ty mẹ đạt lần lượt 1,474 tỉ VND (-22% YoY) và 106 tỉ VND (-32% YoY)

Kỳ vọng doanh thu mảng đá và gỗ hồi phục trong 2H2023 khi nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ khôi phục

Doanh thu từ Phú Tài Residence được chuyển sang ghi nhận trong năm 2024

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu PTB, giá mục tiêu 67,300 VND/cổ phiếu

Doanh thu 2Q2023 được hỗ trợ nhờ doanh thu mảng khai thác và sản xuất đá nhân tạo, đạt 489 tỉ VND (+26% QoQ), trong khi đó doanh thu mảng gỗ nội thất đạt 732 tỉ VND (-1% QoQ) khi nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ vẫn ở mức thấp. Biên lãi gộp cấp công ty trong 2Q2023 đạt 22% (+200 bps QoQ, -300 bps YoY), LNST cổ đông công ty mẹ đạt 106 tỉ VND (tương ứng với 7%, tăng 300 bps QoQ)

Chúng tôi cho rằng KQKD mảng đá nhân tạo và gỗ nội thất của PTB sẽ hồi phục tốt hơn trong 2H2023 nhờ (1) số lượng giao dịch nhà ở và xây dựng mới quay trở lại tăng trong T7/2023 sẽ tạo động lực tiêu thụ cho các sản phẩm đá thạch anh, đá lát và gỗ nội thất, (2) tồn kho của các nhà phân phối nội thất đã giảm 5 tháng liên tiếp từ T2/2023 và nhu cầu tiêu thụ lớn cho giai đoạn cuối năm sẽ thúc đẩy các nhà bán lẻ gia tăng nhập hàng. Đồng thời, diễn biến thuận lợi của tỉ giá USD/VND cũng sẽ giúp PTB gia tăng lợi nhuận kênh xuất khẩu

Tới cuối 2Q2023, giá trị hàng tồn kho của dự án Phú Tài Residence đạt 235 tỉ VND, tương ứng với doanh thu còn lại là 530 tỉ VND, chúng tôi kỳ vọng phần lớn doanh thu này sẽ được ghi nhận trong 2024. Bên cạnh đó, dự án Phú Tài Central Life (đã hoàn thiện phần móng, đang xây hầm) cũng sẽ được mở bán từ 2Q2024

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của PTB đạt 67,300 VND/cổ phiếu và khuyến nghị **NẮM GIỮ** với PTB

NẮM GIỮ

duy trì

Giá mục tiêu	VND 67,300
Tăng/giảm	12%
Giá hiện tại (21/09/2023)	VND 60,200
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 65,000
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.39/0.16

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	60%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	36.69/1.49
Sở hữu nước ngoài (%)	19.03%
Lê Vỹ (%)	13.25%
Lê Văn Thảo (%)	8.70%

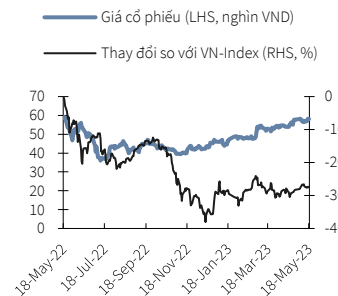
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8	21	46	-3
Tương đối	5	13	31	-2

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,492	6,887	6,321	7,409
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	638	619	464	781
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	512	487	378	625
EPS (VND)	10,532	7,162	5,649	9,332
Tăng trưởng EPS (%)	43%	-32%	-21%	65%
P/E (x)	6.3	5.6	8.4	5.1
P/B (x)	1.4	1.0	1.1	0.9
ROE (%)	23%	19%	13%	19%
Tỉ suất cổ tức (%)	21%	5%	5%	5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cập nhật KQKD

Bảng 1: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	2Q2022	2Q2023	+/-%YoY	1H2022	1H2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,898	1,474	-22%	3,617	2,884	-20%	
Sản phẩm đá	413	489	19%	746	877	18%	Doanh thu mảng đá tại thị trường nội địa và xuất khẩu tăng lần lượt 28% và 24% QoQ, tuy nhiên, giá xuất khẩu đá thạch anh vào Mỹ ghi nhận giảm nhẹ 2% QoQ
Sản phẩm gỗ	992	732	-26%	1,944	1,470	-24%	
Bán xe Toyota	360	213	-41%	621	444	-29%	Doanh thu mảng gỗ giảm 26% YoY trong 2Q2023 do nhu cầu yếu tại thị trường Mỹ
Dịch vụ sửa chữa xe	25	29	15%	48	59	24%	
Bất động sản	105	11	-90%	252	32	-87%	Doanh thu Bất động sản 2Q2023 giảm 90% YoY trong bối cảnh giao dịch trên thị trường Bất động sản 1H2023 duy trì ở mức thấp
Giá vốn hàng bán	-1,429	-1,147	-20%	-2,749	-2,272	-17%	
Lãi gộp	469	327	-30%	868	612	-29%	
Sản phẩm đá	131	155	18%	233	260	11%	Biên lãi gộp mảng đá đạt 32% (+5% QoQ)
Sản phẩm gỗ	271	156	-42%	491	312	-36%	Biên lãi gộp mảng gỗ đạt 21%, đi ngang so với 1Q2023
Bán xe Toyota	19	4	-79%	28	10	-64%	
Dịch vụ sửa chữa xe	4	6	70%	8	14	74%	
Bất động sản	44	4	-90%	104	13	-87%	
<i>Biên lãi gộp</i>	25%	22%	-3%	24%	21%	-3%	
Thu nhập tài chính	11	5	-50%	22	10	-55%	
Chi phí tài chính	-39	-33	-15%	-71	-69	-4%	
Chi phí lãi vay	-26	-30	14%	-56	-62	11%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0	0		
Chi phí SG&A	-214	-172	-20%	-414	-349	-16%	
<i>Biên SG&A</i>	11%	12%	0%	11%	12%	1%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	226	128	-43%	403	204	-49%	
Thu nhập khác, ròng	-32	-4	-87%	-29	-3	-88%	
LNTT	194	124	-36%	374	201	-46%	
<i>Biên LNTT</i>	10%	8%	-2%	10%	7%	-3%	
Chi phí thuế	-35	-17	-50%	-69	-32	-55%	
Lợi nhuận sau thuế	159	107	-33%	305	169	-45%	
<i>Biên LNST</i>	8%	7%	-1%	8%	6%	-3%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	155	106	-32%	296	169	-43%	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	8%	7%	-1%	8%	6%	-2%	

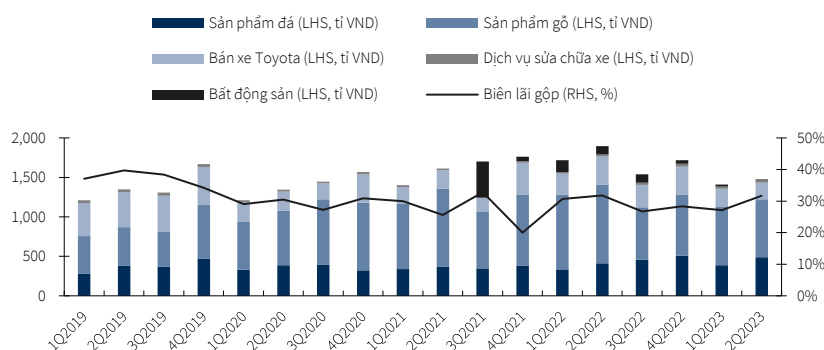
Doanh thu lĩnh vực kinh doanh cốt lõi cải thiện trong 2H2023 nhờ nhu cầu gia tăng và tỉ giá thuận lợi

Tại Mỹ (thị trường đóng góp 60% doanh thu của PTB), lãi suất cho vay mua nhà kỳ hạn 30 năm liên tục tăng song song với những đợt tăng lãi suất của FED, khiến cho số lượng giao dịch Bất động sản suy giảm từ đầu năm 2022 tới nay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng trong 2H2023, nhu cầu tiêu thụ mảng kinh doanh cốt lõi của PTB sẽ được gia tăng nhờ (1) các nhà phân phối nội thất đẩy mạnh tích trữ hàng tồn kho để chuẩn bị cho giai đoạn cuối năm, (2) thị trường Bất động sản tại Mỹ có dấu hiệu hồi phục khi số lượng giao dịch nhà sơ cấp và số lượng nhà ở bắt đầu xây dựng bắt đầu tăng lại trong T7/2023.

Bên cạnh đó, (3) diễn biến tỷ giá USD/VND gia tăng cũng sẽ có tác động tích cực lên hiệu quả kinh doanh của PTB khi phần lớn nguyên liệu đầu vào của PTB đều được khai thác nội địa (đối với các sản phẩm gỗ, Phú Tài tự chủ 40% nguồn nguyên liệu gỗ, 30% thu gom trong nước và 30% còn lại nhập khẩu từ Paraguay, Uruguay, Brazil; đối với mảng đá nhân tạo, Phú Tài sở hữu các mỏ đá granite tại Bình Định, Phú Yên, Yên Bái).

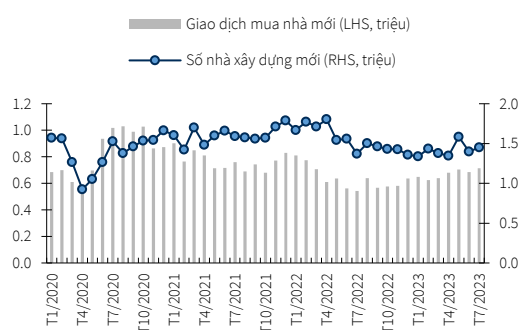
Chúng tôi lưu ý rằng môi trường lãi suất cho vay mua nhà được giữ ở mức cao như hiện tại là một rủi ro tác động tới doanh thu bán lẻ nội thất, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động trong tương lai đã được hạn chế khi tồn kho của các nhà phân phối đã có xu hướng giảm 5 tháng liên tiếp, từ T2/2023.

Biểu đồ 2. Doanh thu các mảng và biên lãi gộp cấp công ty của PTB



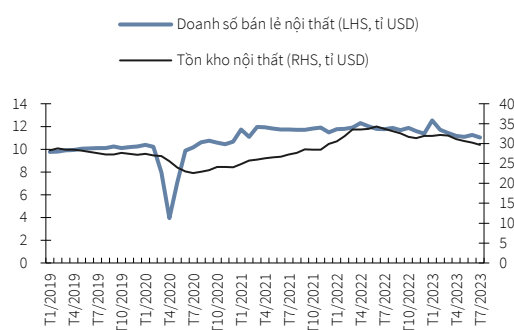
Nguồn: PTB, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Doanh thu đá xây dựng cải thiện trong 2Q2023



Nguồn: U.S Bureau Census, Bloomberg, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 4. Tồn kho nội thất tại Mỹ giảm từ T2/2023

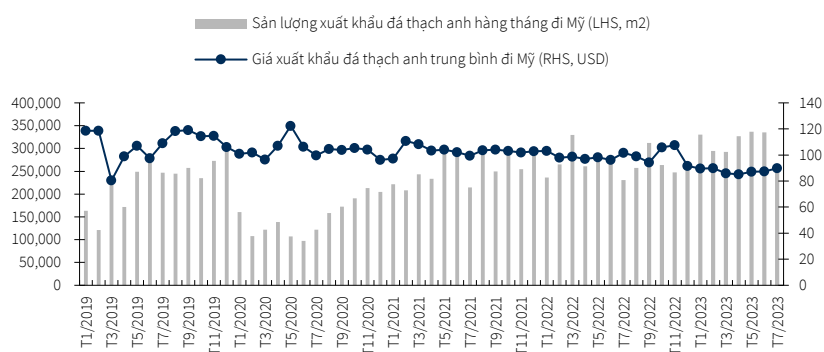


Nguồn: U.S Bureau Census, Bloomberg, KBSV tổng hợp

Mảng đá gia tăng công suất, kỳ vọng duy trì biên lãi gộp trên 30% trong 2023

PTB đầu tư việc mở rộng giai đoạn 2 của nhà máy Đá thạch anh Đồng Nai từ đầu năm, dự kiến nâng công suất thêm 225,000 m²/năm (tổng 675,000 m²/năm). Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động trong 3Q2023, từ đó nâng năng lực sản xuất và cung ứng của PTB trong giai đoạn cao điểm cuối năm. Chúng tôi kỳ vọng biên lãi gộp mảng đá thạch anh có thể duy trì ở mức 30% trong 2023, đi kèm với đó là sự hồi phục từ nhu cầu tiêu thụ tại Mỹ trong nửa cuối 2023.

Biểu đồ 5. Sản lượng và giá xuất khẩu đá thạch anh trung bình vào Mỹ



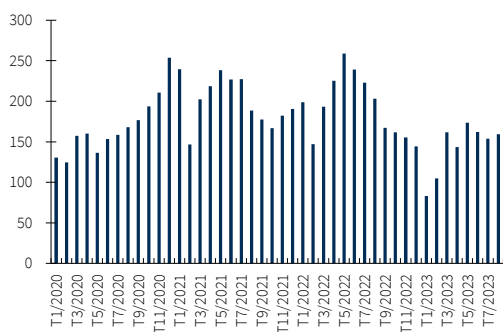
Nguồn: USITC, KBSV ước tính

Xuất khẩu gỗ cải thiện trong 2H2023 với đơn hàng mới gia tăng

Thị trường gỗ nội thất Việt Nam gặp rủi ro bị Mỹ đánh thuế chống bán phá giá, chống trợ cấp trong trường hợp lỗi sản phẩm sử dụng ván bóc nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế lần lượt là 183% và 23-195%). Chúng tôi cho rằng PTB sẽ không gặp quá nhiều khó khăn với cuộc điều tra của DOC do sở hữu giấy chứng nhận FSC xác minh nguồn gốc nguyên vật liệu (70% gỗ nguyên liệu sử dụng nguồn nội địa) với chuỗi sản xuất khép kín trong nước.

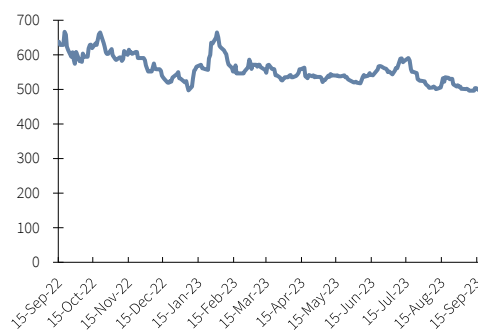
Về nhu cầu, đơn hàng xuất khẩu đã được ký đến T12/2023, tuy nhiên thời gian giao hàng được rút xuống 2-3 tháng thay vì 5-6 tháng như giai đoạn 2022 khi các nhà phân phối nỗ lực quản trị tốt hàng tồn kho. Chúng tôi cho rằng PTB có thể duy trì biên lãi gộp mảng gỗ ở mức 22% trong 2023 khi giá gỗ nguyên liệu đang trong xu hướng đi ngang.

Biểu đồ 6. Xuất khẩu G&SPG tăng trong T8/2023 (tr. USD)



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 7. Giá hợp đồng tương lai gỗ duy trì ở mức thấp (USD)



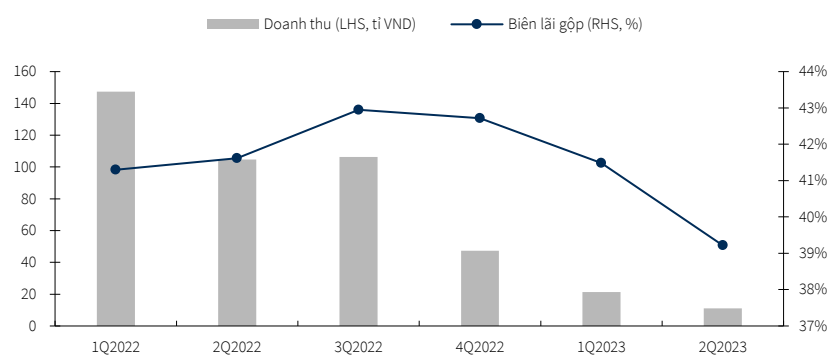
Nguồn: CME, Bloomberg, KBSV ước tính

Kỳ vọng hoàn tất bàn giao căn hộ tại dự án Phú Tài Residence trong 2024, doanh thu còn lại ước tính đạt 530 tỉ VND

1H2023, PTB ghi nhận 32 tỉ VND doanh thu từ mảng Bất động sản, chủ yếu từ việc bàn giao căn hộ tại dự án Phú Tài Residence, với biên lãi gộp đạt 41% trong nửa đầu 2023. Tới cuối 2Q2023, giá trị hàng tồn kho của dự án đạt 255 tỉ VND, tương ứng với 530 tỉ VND doanh thu có thể được hạch toán phần lớn trong 2024, khi thị trường Bất động sản dân cư hồi phục.

Đối với dự án Phú Tài Central Life, PTB đã hoàn thành thi công phần móng và đang thực hiện thi công tầng hầm. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu được mở bán từ cuối 2Q2024.

Biểu đồ 8. Doanh thu Bất động sản của PTB



Nguồn: PTB, KBSV ước tính

Dự phóng KQKD

Bảng 9: Dự phóng KQKD 2023 - 2024

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	6,887	6,321	-8%	7,409	17%	
Sản phẩm đá	1,711	1,898	11%	2,047	8%	Doanh thu mảng đá có thể được cải thiện nhờ sự hồi phục ở thị trường xuất khẩu cũng như là đà hồi phục của thị trường Bất động sản trong nước từ 2Q2024
Sản phẩm gỗ	3,383	3,216	-5%	3,676	14%	Kỳ vọng Nhà máy Phú Tài giai đoạn 3 đi vào hoạt động từ 2024 giúp cải thiện công suất, cùng với đó là nhu cầu cải thiện tại Mỹ nhờ các khách hàng lớn như Masterland và Melissa & Doug gia tăng hàng tồn kho
Bán xe Toyota	1,261	1,000	-21%	1,000	0%	
Dịch vụ sửa chữa xe	109	100	-9%	100	0%	
Bất động sản	406	116	-71%	587	404%	PTB ghi nhận phần doanh thu còn lại tại dự án Phú Tài Residence và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Phú Tài Central Life từ 3Q2024
Giá vốn hàng bán	-5,346	-4,970	-7%	-5,743	16%	
Lãi gộp	1,540	1,350	-12%	1,666	23%	
Sản phẩm đá	500	573	15%	611	7%	Kỳ vọng biên lãi gộp mảng đá duy trì ở trên mức 30% cho 2023 và 2024
Sản phẩm gỗ	790	809	2%	968	20%	Giá gỗ nguyên liệu đầu vào ổn định giúp duy trì biên lãi gộp ở mức 22% cho 2023 và 2024
Bán xe Toyota	49	30	-39%	30	0%	
Dịch vụ sửa chữa xe	23	20	-14%	20	0%	
Bất động sản	170	235	38%	145	-38%	
<i>Biên lãi gộp</i>	22%	21%	-1%	22%	1%	
Thu nhập tài chính	45	27	-38%	86	212%	
Chi phí tài chính	-171	-155	-9%	-160	3%	
Chi phí lãi vay	-111	-155	40%	-160	3%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-795	-759	-5%	-874	15%	
<i>Biên SG&A</i>	12%	12%	0%	11%	-1%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	619	464	-25%	781	68%	
Thu nhập khác, ròng	-5	-3	-27%	0	-100%	
LNTT	614	460	-25%	781	70%	
<i>Biên LNTT</i>	9%	7%	-2%	11%	3%	
Chi phí thuế	-112	-82	-26%	-156	90%	
Lợi nhuận sau thuế	502	378	-25%	625	65%	
<i>Biên LNST</i>	7%	6%	-1%	8%	2%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	487	378	-22%	625	65%	

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu PTB, giá mục tiêu 67,300 VND/cổ phiếu,

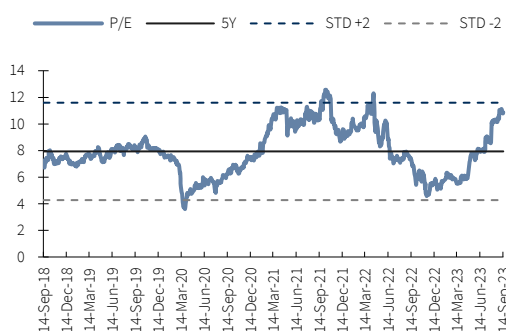
Chúng tôi áp dụng phương pháp SOTP, bao gồm P/E mục tiêu năm 2024 của mảng kinh doanh cốt lõi và RNAV cho 2 dự án Bất động sản, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của PTB là 67,300 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức upside 12% so với giá đóng cửa ngày 22/09/2023.

Bảng 10. Bảng tổng hợp định giá

	Đơn vị	Phương pháp	Mục tiêu	WACC	Giá trị
Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Tỉ VND	P/E	12x		5,746
Bất động sản	Tỉ VND	DCF		8.1%	193
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND				5,940
Tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND				266
Nợ vay ngắn và dài hạn	Tỉ VND				1,696
Giá trị VCSH	Tỉ VND				4,510
Số lượng cổ phiếu	Triệu				66.9
Giá mục tiêu	VND/cổ phiếu				67,300
Giá hiện tại	VND/cổ phiếu				60,200

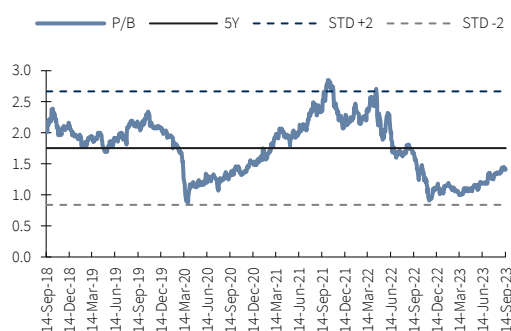
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 11. Diễn biến lịch sử P/E của PTB



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 12. Diễn biến lịch sử P/B của PTB



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhdt@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.