

CTPP PHÚ TÀI (PTB)

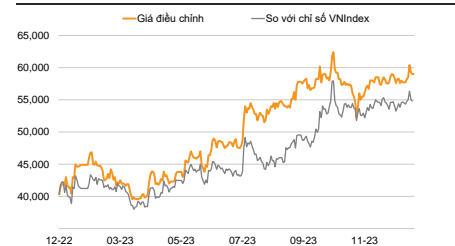
Trung lập (từ Khả quan)

Giá hiện tại	VND59.200
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND62.400/VND39.500
Giá mục tiêu	VND62.900
Giá mục tiêu trước đó	VND56.000
Consensus	8,8%
Tiềm năng tăng giá	6,0%
Tỷ suất cổ tức	2,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	8,6%
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Trung lập
PTKT	Khả quan

Thị giá vốn (tỷ USD)	0,16		
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,75		
Sở hữu NN (tr USD)	7,1		
Số CP lưu hành (tr)	66,9		
Số CP sau pha loãng (tr)	70,6		
	PTB	Ngành	VNI
P/E trượt	12,8x	19,8x	13,8x
P/B hiện tại	1,5x	2,3x	1,7x
ROA	6,2%	4,6%	2,0%
ROE	11,4%	6,3%	11,7%

**dữ liệu ngày 26/12/2023*

Share Price performance



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
PTB	3,5	0,7	43,9
Tương quan với VNI	1,5	2,5	30,5

Ownership

Lê Vỹ	13,2%
Lê Văn Thảo	8,7%
Lê Văn Lộc	6,2%
Khác	71,9%

Business Description

Phú Tài được biết đến là một công ty lớn trong ngành gỗ và sản phẩm gỗ với doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu, trong đó thị trường Mỹ chiếm 70%. PTB còn có mảng đá với công suất hơn 4,3 triệu m²/năm, cung cấp dịch vụ và phân phối ô tô với doanh số 2.000 xe/năm.

Analyst(s):



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Triển vọng đã được phản ánh vào giá

- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ Khả quan sang Trung lập với tiềm năng tăng giá 6,0% với lợi suất cổ tức là 2,6%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 12% khi giá cổ phiếu đã tăng 24% kể từ báo cáo gần nhất.
- Động lực chính cho sự thay đổi giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chuyển mô hình dự phóng sang 2024 và mức P/E mục tiêu cao hơn cho mảng kinh doanh sản phẩm gỗ và đá.
- P/E trượt 12 tháng là 12,8 lần phù hợp với triển vọng tăng trưởng của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- Biên LN gộp Q3/23 tăng 0,2 điểm %. Sự cải thiện 3,7 điểm % trong mảng đá đã bù đắp sự sụt giảm của các mảng khác.
- LN ròng giảm 33,9% svck và 24% sv quý trước xuống 77 tỷ đồng (3,1tr USD) trong Q3/23. PTB đặt mục tiêu doanh thu và LNTT Q4/23 tăng lần lượt 23% và 13% sv quý trước, phản ánh kỳ vọng của công ty vào tăng trưởng tích cực trong mùa cao điểm Q4.
- PTB sẽ chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 15% cho năm 2023 (1.500 đồng/cp), mặc cho lợi nhuận gần đây sụt giảm.

Luận điểm đầu tư

Thị trường nhà ở Mỹ cải thiện sẽ giúp mảng sản phẩm gỗ phục hồi

Chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở Mỹ sẽ dần dần phục hồi trong năm 2024 nhờ việc lãi suất vay mua nhà giảm. Hiệp hội Nhà ở Quốc gia (NAHB) dự báo doanh số bán nhà mới sẽ tăng trong năm 2024 và 2025. Sự tăng trưởng này trong năm 2024 có thể dẫn tới nhu cầu gia tăng với sản phẩm gỗ nội thất, với doanh thu dự kiến sẽ tăng 21,3% svck trong năm 2024 và 13,7% svck trong năm 2025.

Thị trường BĐS VN & nhà máy đá thạch anh mới sẽ thúc đẩy DT mảng đá

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng đá sẽ tăng 9,2% svck trong năm 2024 và 15,0% trong năm 2025. Chúng tôi kỳ vọng thị trường BĐS Việt Nam sẽ cải thiện trong năm 2024 nhờ những vướng mắc về mặt pháp lý được tháo gỡ và dự kiến Luật Đất đai mới được thông qua (có hiệu lực vào đầu năm 2025). Điều này sẽ đặt ra triển vọng tốt hơn cho doanh thu mảng đá tự nhiên của PTB (chủ yếu là tiêu thụ nội địa). Chúng tôi cũng kỳ vọng doanh thu đá thạch anh sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ vào Giai đoạn 2 của nhà máy đá thạch anh và nhu cầu tốt tại Mỹ.

Chưa có động lực ngắn hạn cho mảng kinh doanh ô tô và BĐS

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu ô tô sẽ chỉ tăng nhẹ 5% svck trong năm 2024, chủ yếu do mức cơ sở thấp trong năm 2023 trong khi nhu cầu cho các sản phẩm không thiết yếu và giá trị cao như ô tô vẫn còn yếu. Trong mảng BĐS, chúng tôi chỉ kỳ vọng vào việc bàn giao các căn hộ còn lại ở Phú Tài Residence trong năm 2024, với doanh thu ước tính là 164 tỷ đồng (6,7tr USD).

Giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh đầy đủ tăng trưởng lợi nhuận

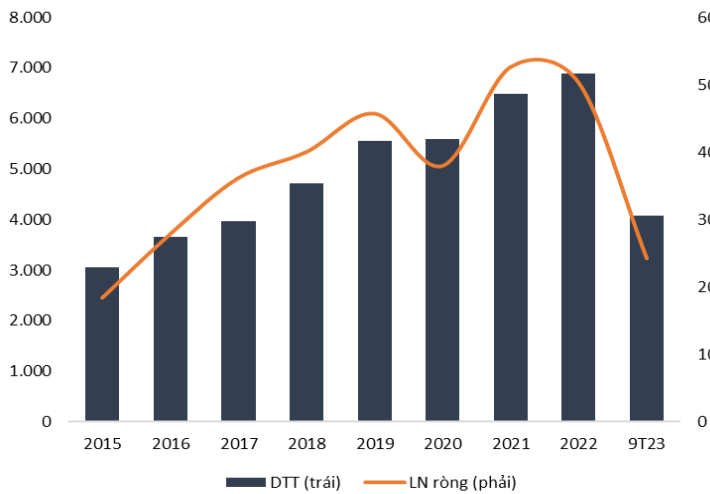
Mặc dù dự báo tăng trưởng lợi nhuận CAGR 2 năm là 24%, chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan sang Trung lập vì chúng tôi cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu từ đầu năm đã phần nào phản ánh những yếu tố tích cực. P/E cho năm 2024-25 là 9,9/ 8,5 lần, sv trung bình P/E 5 năm là 9 lần.

Financial summary	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	6,1%	(13,9%)	16,4%	11,2%
Tăng trưởng EPS	(4,8%)	(33,2%)	30,1%	16,4%
Biên lợi nhuận gộp	22,4%	20,3%	20,6%	20,8%
Biên LN ròng	7,1%	5,5%	6,1%	6,4%
P/E (x)	8,55	12,80	9,84	8,45
Rolling P/B (x)	1,10	1,40	1,30	1,20
ROAE	18,9%	11,3%	13,4%	14,0%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	49,1%	57,3%	41,7%	42,7%

Tổng quan doanh nghiệp

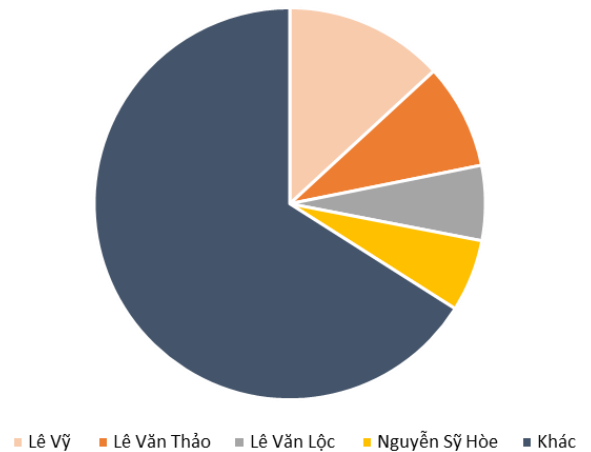
Được thành lập năm 1995, PTB hoạt động trong lĩnh vực gỗ và sản xuất nội thất bằng gỗ, sản xuất đá và đại lý ô tô. Từ ngày đầu đến năm 2004, công ty nằm trong sự quản lý của quân đội Việt Nam. Năm 2014, PTB đã trở thành công ty tư nhân sau khi Bộ Quốc phòng hoàn toàn thoái vốn. Đội ngũ quản lý đã gắn bó với PTB hơn 20 năm và đang nắm giữ 41,5% cổ phần (bao gồm cả những người liên quan). PTB niêm yết cổ phiếu trên Sàn Chứng Khoán HCM vào năm 2011. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 12,4%/15,48% trong giai đoạn 2015-2022.

Hình 1: Tăng trưởng kép doanh thu là 12,4% và tăng trưởng kép LN ròng là 15,5% trong giai đoạn 2015-2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

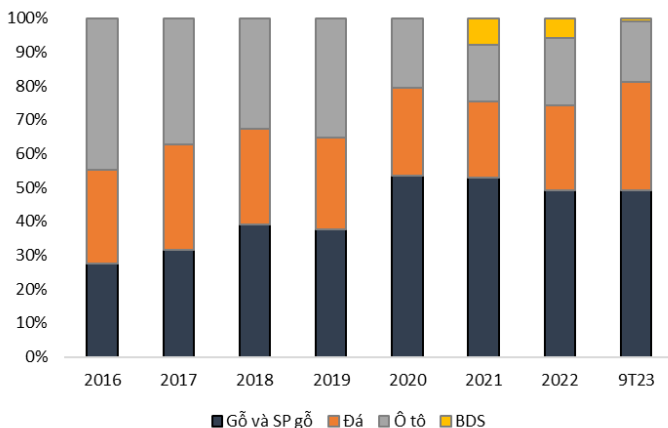
Hình 2: Cơ cấu cổ đông của PTB tính đến T11/23



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

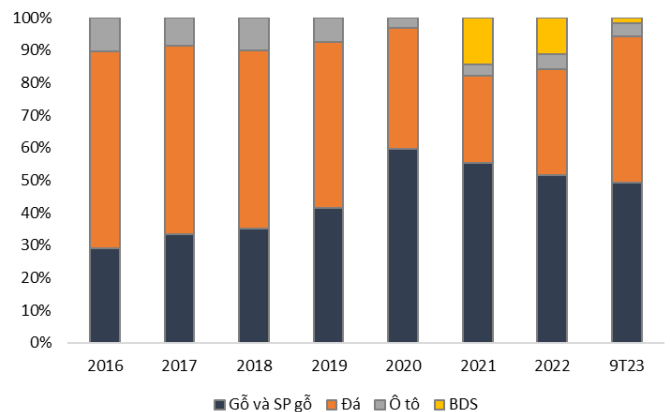
Hiện tại, gỗ và nội thất bằng gỗ của PTB là mảng kinh doanh lớn nhất, chiếm 49,2% doanh thu và 48,9% LN gộp trong 9T23. Sản phẩm đá, được cung cấp cho thị trường nội địa và xuất khẩu, chiếm 31,8% và 45% trong doanh thu và LN gộp 9T23. PTB cũng là đại lý ô tô của Toyota, đóng góp khoảng 16% vào doanh thu 9T23 và 1,6% vào LN gộp. PTB cũng tham gia vào thị trường BĐS với dự án căn hộ đầu tiên ở Quy Nhơn, Bình Định được khởi công vào nửa cuối năm 2021.

Hình 3: Cơ cấu doanh thu theo mảng của PTB trong 2016 – 9T23



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Cơ cấu LN gộp theo mảng của PTB trong 2016



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQHĐKD: Nhu cầu yếu gây áp lực lên kết quả kinh doanh

Hình 5: Kết quả kinh doanh Q3/23 và 9T23

tỷ đồng	Q3/23	% svck	9T23	% svck	9T22/2022	9T23/2023
DTT	1187	-23,3%	4071	-21,2%	75,0%	61,6%
<i>Gỗ và sản phẩm gỗ</i>	533	-19,4%	2002	-23,3%	77,1%	66,3%
<i>Phân phối và dịch vụ ô tô</i>	226	-27,7%	729	-25,7%	71,6%	60,4%
<i>Đá</i>	419	-7,9%	1294	7,7%	70,2%	60,3%
<i>BDS</i>	7	-93,8%	39	-89,1%	88,2%	17,4%
<i>Khác</i>	1	0,0%	6	-56,7%	0,0%	50,0%
LN gộp	262	-22,7%	861	-28,6%	78,4%	67,4%
Chi phí QL&BH	130	-27,6%	467	-21,5%	74,7%	62,6%
LN tài chính ròng	-31	-0,2%	-90	11,5%	64,2%	104,1%
LN trước thuế	94	-35,8%	295	-43,4%	84,9%	64,4%
LN ròng	77	-33,9%	241	-41,5%	84,5%	65,9%
Biên LN gộp	22,1%	0,2 điểm %	21,2%	-2,2 điểm %		
Biên LN ròng	6,5%	-1,0 điểm %	5,9%	-2,1 điểm %		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Kết quả kinh doanh Q3/23 không tốt như dự kiến

Doanh thu thuần Q3/23 giảm 23,3% svck xuống 1,187 tỷ đồng (49tr USD) do nhu cầu yếu ở tất cả các mảng KD. Doanh thu gỗ và sản phẩm gỗ giảm mạnh 19,4% svck do nhu cầu tại thị trường Mỹ và Châu Âu phục hồi chậm hơn dự kiến. Những khó khăn kinh tế từ cuối 2022 đã ảnh hưởng đến niềm tin của người tiêu dùng khiến người dân thắt chặt chi tiêu cho những sản phẩm không thiết yếu như là ô tô, khiến doanh thu mảng này tiếp tục xu hướng giảm (-28% svck). Mặc dù doanh thu Q3/23 giảm 7,9% svck, mảng đá nhìn chung vẫn là một điểm sáng trong 9T23 khi đó là mảng kinh doanh duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng dương (+7.7% svck). Do đó, doanh thu của PTB trong 9T23 đã giảm 21,2% svck.

Biên LN gộp Q3/23 duy trì ổn định nhờ mảng đá cải thiện

Biên LN gộp Q3/23 của PTB đã tăng 0,2 điểm % do sự cải thiện 3,7 điểm % của mảng đá đã bù đắp cho sức ép từ sự sụt giảm trong các mảng khác. Đặc biệt mảng BDS với biên LN gộp cao (>40%) đóng góp chỉ 2% vào LN gộp 9T23 (sv mức 13% trong 9T22), khiến cho biên LN gộp giảm 2,2 điểm %.

Lợi nhuận 9T23 yếu hơn kỳ vọng

LN ròng của PTB giảm 33,9% svck, và 24% sv quý trước xuống 77 tỷ đồng (3,1tr USD) trong Q3/23. PTB đặt mục tiêu doanh thu Q4/23 và LNTT tăng lần lượt 23% và 13% sv quý trước, phản ánh kỳ vọng của công ty vào tăng trưởng dương trong mùa cao điểm Q4. Trong 9T23, LN ròng giảm xuống 241 tỷ đồng (9,9tr USD), xuống 41,5% svck, đạt 65,9% dự báo cả năm của chúng tôi.

Triển vọng 2024-25: Dàn dần phục hồi từ 2024

Thay đổi dự phóng 2023-25

Hình 6: Thay đổi dự phóng 2023-25

Tỷ đồng	Cũ		Mới				Giải thích		
	2023	2024	2023	% svck	2024	% svck		2025	% svck
DTT	6.605	7.523	5.929	-13,9%	6.871	15,9%	7.642,01	11,2%	Chúng tôi giảm doanh thu từ gỗ và sản phẩm gỗ năm 2023-24 khoảng 6,8%/7,7% so với dự báo trước đó vì chúng tôi cho rằng nhu cầu của khách hàng phục hồi chậm hơn dự kiến.
Gỗ và SP gỗ	3.019	3.702	2.814	-16,8%	3.413	21,3%	3.880	13,7%	
Đá	2.145	2.265	2.016	17,8%	2.201	9,2%	2.530	15,0%	Chúng tôi giảm dự phóng cho 2023 để phù hợp với số liệu 9T23
Phân phối và dịch vụ ô tô	1.217	1.525	1.039	-25,1%	1.094	5,2%	1.217	11,3%	Chúng tôi giảm dự phóng mảng phân phối và dịch vụ ô tô trong năm 2023-24 xuống 14,6%/28,9% để phản ánh nhu cầu yếu hơn do suy thoái kinh tế kéo dài
BDS	224	31	60	-85,2%	164	173,7%	-	N/A	Trong mảng bất động sản, chúng tôi chỉ phản ánh việc bàn giao các căn hộ còn lại của Phú Tài Residence vào năm 2024.
Giá vốn hàng bán	5.327	5.327	4.723	-11,7%	5.448	15,3%	6.049	11,0%	
LN gộp	1.278	1.590	1.206	-21,7%	1.424	18,1%	1.594	11,9%	
Biên LN gộp	19,4%	21,1%	20,3%		20,7%		20,9%		
Chi phí bán hàng	528	602	484,4	-13,9%	572,7	18,2%	624,4	9,0%	
Chi phí quản lý DN	218	248	195,6	-15,9%	226,8	15,9%	252,2	11,2%	
Chi phí BH & QLDN	746	850	680	-14,5%	799	17,6%	877	9,7%	
Chi phí bán hàng / DTT	8,0%	8,0%	8,2%		8,3%	0,2%	8,2%		
Chi phí quản lý DN / DTT	3,3%	3,3%	3,3%		3,3%	0,0%	3,3%		
Chi phí BH & QLDN / DTT	11,3%	11,3%	11,5%		11,6%	0,2%	11,5%		
LN từ HĐSXKD	532	739	526	-29,4%	624	18,8%	717	14,8%	
LN tài chính ròng	(73)	(57)	(119)	-5,7%	-92	-22,5%	-97	5,5%	
LN trước thuế	459	687	410	-33,3%	536	30,7%	623	16,4%	
LN ròng	376	563	326	-35,2%	426	30,7%	495	16,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

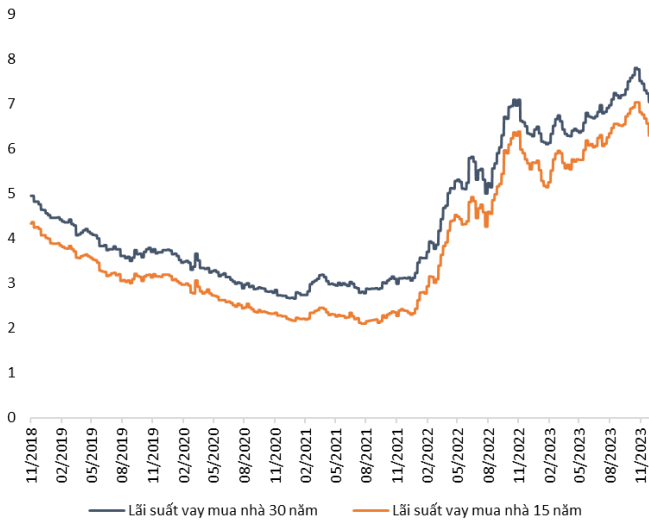
Mảng đồ gỗ nội thất kỳ vọng phục hồi từ sự cải thiện của thị trường nhà ở tại Mỹ vào 2024

Thị trường BĐS Mỹ có thể phục hồi vào 2024

Lãi suất vay mua nhà 30 năm ở thị trường Mỹ ở mức 6,95% tính đến 14/12/2023, mức thấp nhất kể từ tháng 8, giảm tuần thứ bảy liên tiếp. Sự sụt giảm này phản ánh kỳ vọng về việc Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) sẽ cắt giảm lãi suất vào 2024. Với việc lạm phát tiếp tục giảm dần và kỳ vọng lãi suất giảm trong năm tới, chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở Mỹ dần hồi phục trong năm tới.

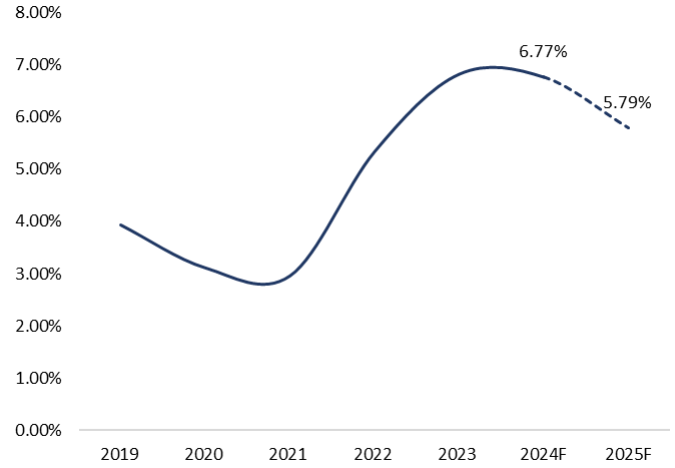
Theo NAHB, số nhà xây dựng một hộ gia đình tăng trở lại vào tháng 11 khi chứng kiến sự gia tăng lượng khởi công nhà mới cho một hộ gia đình (18%) và nhà ở nói chung (15%), đạt mức cao nhất trong năm. Mặc dù vẫn còn khá sớm để khẳng định sự phục hồi từ số liệu này, nhưng các nhà xây dựng nhìn chung vẫn lạc quan, với kỳ vọng số lượng nhà cho một hộ gia đình sẽ bắt đầu tăng lần lượt 3% và 7% vào 2024 và 2025. Điều này, cùng với doanh số bán nhà cho hộ gia đình dự kiến sẽ tăng 7% và 10% trong những năm đó, mang đến một viễn cảnh tích cực cho thị trường nhà ở Hoa Kỳ trong tương lai gần.

Hình 7: Lãi suất vay mua nhà 30 năm tại Mỹ ở mức 6,95% tính đến 14/12/2023



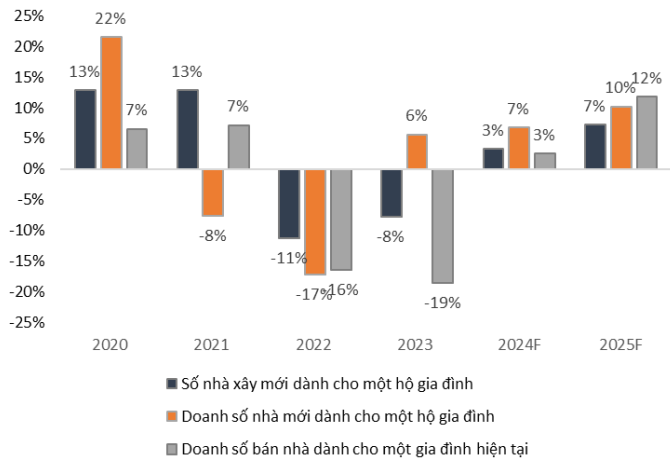
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Freddie Mac kỳ vọng lãi suất vay mua nhà sẽ giảm xuống 6,77%/5,79% trong 2024/25



Nguồn: Freddie Mac

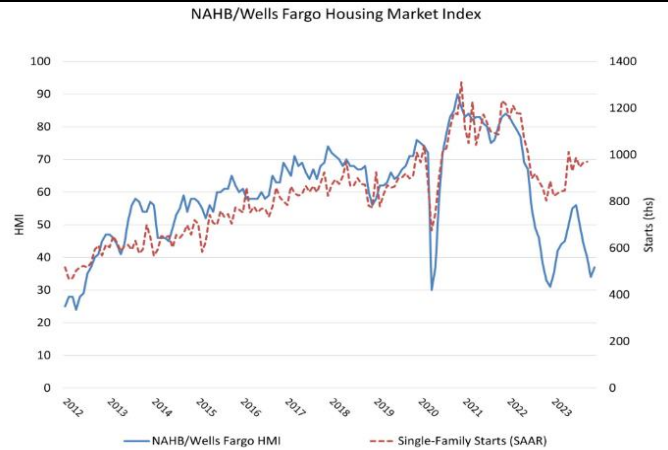
Hình 9: Dự báo tăng trưởng thị trường nhà ở của NAHB



*Nhà dành cho một hộ gia đình = single-family home

Nguồn: NAHB

Hình 10: Doanh số bán nhà cho một hộ gia đình bắt đầu tăng khi lãi suất giảm

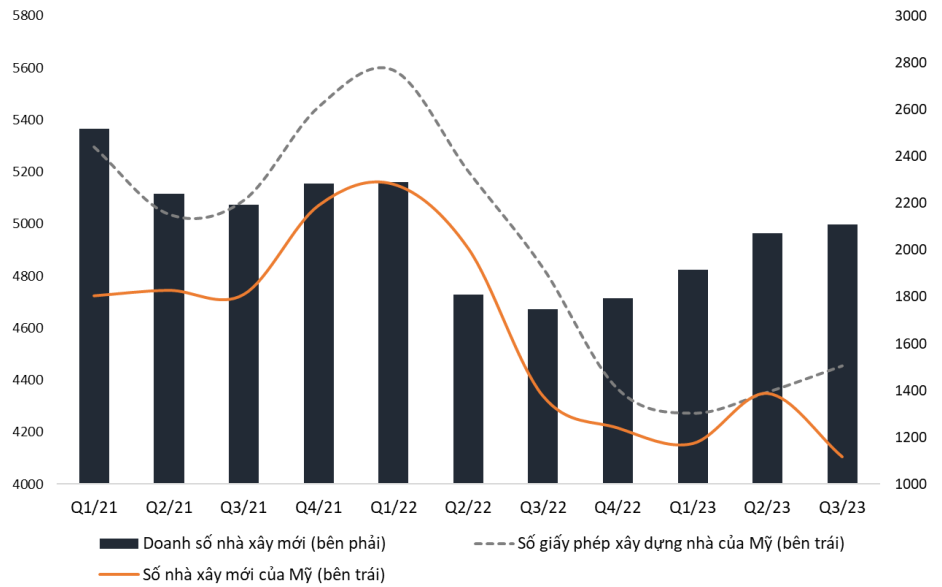


Nguồn: NAHB

Mảng đồ gỗ nội thất của PTB kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ thị trường nhà ở tại Mỹ khởi sắc

Chúng tôi nhận thấy rằng các chỉ báo nhanh về thị trường nhà ở Mỹ như số giấy phép xây dựng hoặc số lượng nhà mới khởi công thường mất khoảng 4-5 quý để phản ánh vào số lượng nhà mới được mua tại Mỹ. Do đó, với dữ liệu cho thấy số lượng nhà xây mới và giấy phép bắt đầu tăng từ tháng 10 năm 2023, chúng tôi cho rằng nhu cầu về sản phẩm đồ gỗ nội thất cũng sẽ bắt đầu trong nửa cuối năm 2024.

Hình 11: Giấy phép xây dựng tại Mỹ bắt đầu tăng



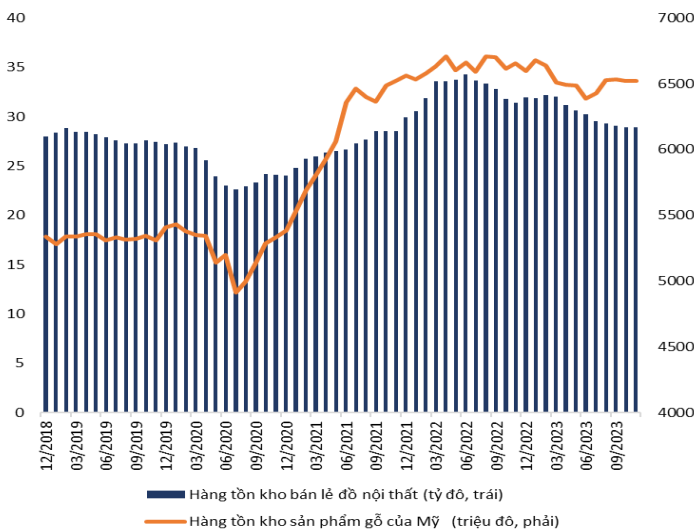
Nguồn: U.S. Census Bureau, VNDIRECT RESEARCH

Trong khi đó, mức tồn kho gỗ và sản phẩm gỗ tại Mỹ đã bắt đầu hạ nhiệt so với mức đỉnh điểm vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu phục hồi của thị trường Mỹ sẽ thúc đẩy việc tái khởi động dự án mở rộng công suất nhà máy Phù Cát (Bình Định) trong 2024, nâng tổng công suất thiết kế gỗ tinh luyện lên khoảng 103.000 m³/năm (tăng 22% sv công suất hiện tại). Chúng tôi ước tính mức tiêu thụ gỗ tinh chế của PTB sẽ tăng trở lại 15% svck trong 2024 từ mức giảm 6,7% svck năm 2023.

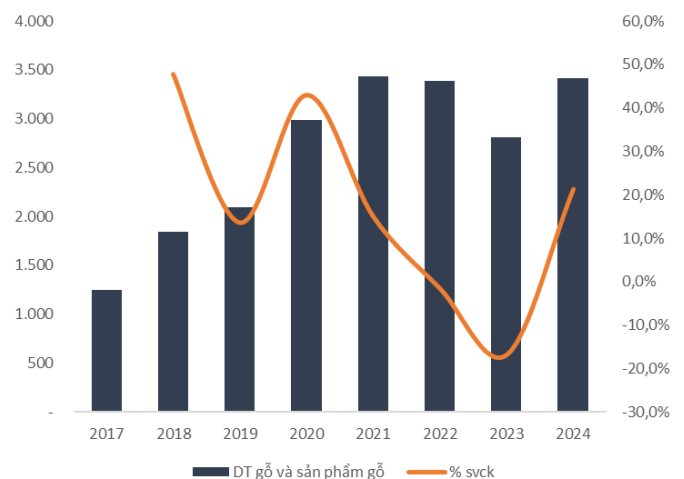
Chúng tôi dự phóng doanh thu xuất khẩu gỗ sẽ giảm 17,7% svck năm 2023 xuống còn 2.534 tỷ đồng (104 triệu USD) và tăng trở lại 22,5% svck lên 3.103 tỷ đồng (128 triệu USD) trong năm 2024.

Hình 12: Hàng tồn kho đồ nội thất hàng tháng của các nhà bán lẻ Mỹ giảm dần

Hình 13: Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng gỗ sẽ giảm 16,8% svck trong 2023 trước khi tăng trưởng trở lại 21,4% svck trong 2024 (tỷ đồng)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH



Nguồn: BÁO CÁO CÔNG TY, VNDIRECT RESEARCH

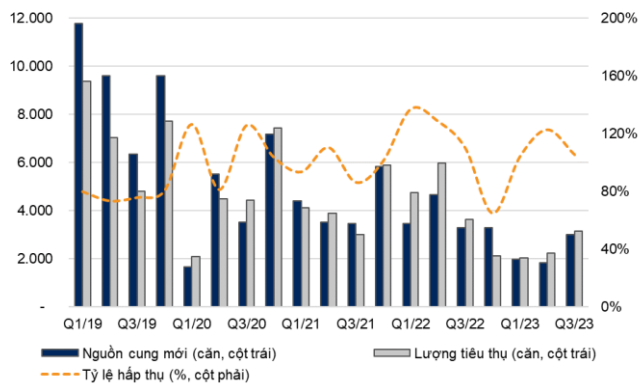
Mảng đá có nhiều triển vọng tích cực

Dấu hiệu phục hồi rõ ràng hơn của thị trường bất động sản Việt Nam

Gần 3.000 căn hộ được chào bán tại Hà Nội trong Q3/23, giảm 8,9% svck nhưng cao hơn 65,0% sv quý trước. Số lượng căn bán được trong kỳ đạt 3.160 căn, giảm 12,8% svck và tăng 41,5% sv quý trước. Nhu cầu, thể hiện qua số lượng căn bán được, tiếp tục cao hơn nguồn cung mới trong ba tháng liên tiếp.

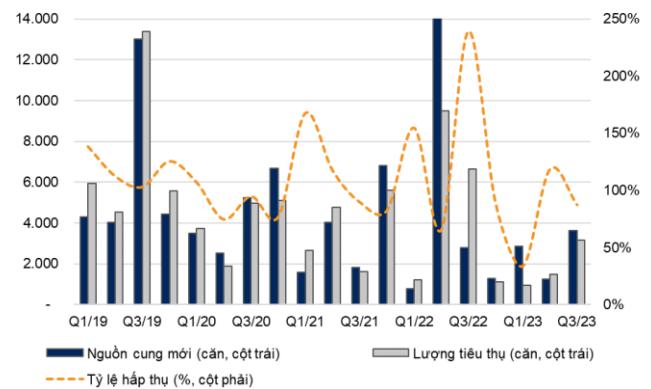
TP.HCM ghi nhận nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh lần lượt 189,1% sv quý trước và 30,5% svck lên 3.625 căn trong Q3/23. Khoảng 2.650 căn đã được bán trong Q3/23, giảm 60,1% svck và tăng 78,3% sv quý trước. Sự tăng trưởng nguồn cung mới svck phản ánh nỗ lực của chính quyền địa phương trong việc giải quyết các vấn đề pháp lý cho các dự án (44 trong số 148 dự án đã được xử lý tính đến 15/11/2023, theo HOREA).

Hình 14: Hà Nội: Nhu cầu tiếp tục vượt xa nguồn cung mới trong 3 tháng liên tiếp



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: TP. HCM: nguồn cung căn hộ mới tăng mạnh trong Q3/23



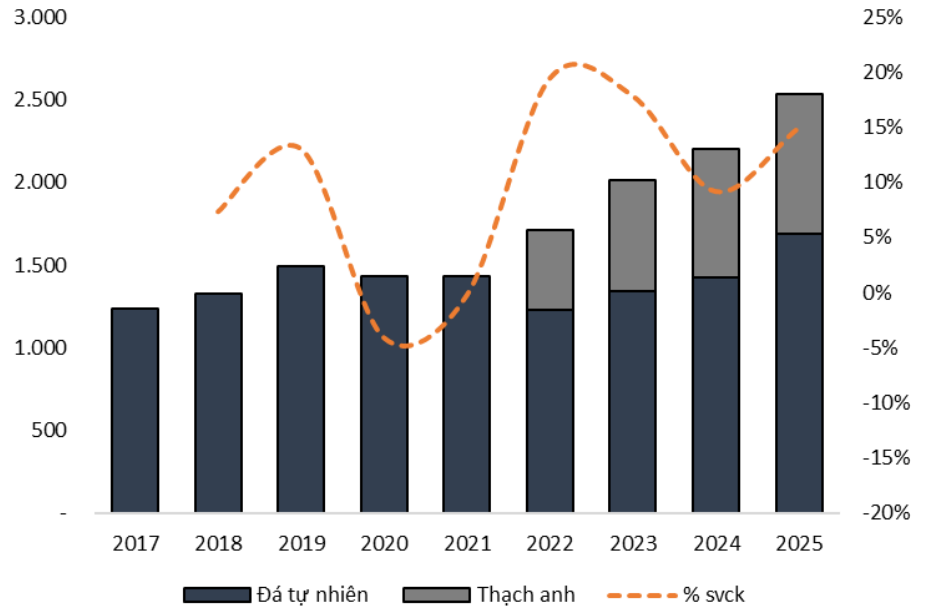
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Theo các doanh nghiệp BĐS, 70-80% khó khăn hiện tại trên thị trường BĐS hiện nay liên quan đến vấn đề pháp lý. Để hỗ trợ thị trường bất động sản, Chính phủ và các địa phương đang tích cực xử lý vướng mắc pháp lý với các dự án bất động sản. TP.HCM đã giải quyết được 30% các dự án vướng mắc, trong khi Hà Nội cũng giải quyết được vướng mắc pháp lý khoảng 60% dự án BĐS. Ngoài ra, lãi suất cho vay giảm 2-3 điểm % sv đầu năm 2023 sẽ thúc đẩy nhu cầu vay thế chấp và cải thiện tình hình tài chính của các doanh nghiệp bất động sản, tạo tiền đề cho thị trường phục hồi vào năm 2024. Khi nhu cầu trong nước về đá tự nhiên tăng mạnh nhờ sự phục hồi này, PTB được hưởng lợi trực tiếp với 60% doanh thu đá đến từ thị trường nội địa.

Mảng đá duy trì đà tăng trưởng trong năm 2023-25

Theo ban lãnh đạo PTB, năm 2023, PTB đã tập trung vào mảng thạch anh do công ty đã mở rộng tệp khách hàng thông qua các hội chợ thương mại tại Mỹ trong Q3/22. PTB cũng đã khởi công xây dựng giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh tại tỉnh Đồng Nai và đi vào hoạt động từ giữa năm với công suất bổ sung 225.000m³/năm, nâng tổng công suất lên 630.000m³/năm (tăng 40% sv công suất cũ). Chúng tôi kỳ vọng mảng đá thạch anh sẽ đóng góp lần lượt 11,3%/11,0% vào doanh thu của PTB trong năm 2024/25. Nhìn chung, chúng tôi dự phóng mảng đá sẽ tăng 9,2%/15% svck trong năm 2024/25.

Hình 16: Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đá của PTB tăng trưởng kép hàng năm 10,0% trong 2017-25 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chưa có động lực ngắn hạn cho mảng kinh doanh ô tô và BĐS

Lệ phí trước bạ đối với xe CKD (Completely Knocked Down - ô tô được lắp ráp tại một công ty sản xuất trong nước) đã giảm 50% có hiệu lực từ 01/07 đến 31/12/2023, nhằm kích cầu tiêu dùng và hỗ trợ sản xuất ô tô trong nước trong bối cảnh kinh tế khó khăn. Bên cạnh đó, NHNN đã thực hiện cắt giảm lãi suất 4 lần kể từ đầu năm 2023. Tuy nhiên, doanh số bán ô tô theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) vẫn thấp hơn 31% so với 4 tháng trước đó trong tháng 11/2023. Giá nhiên liệu tăng cao và điều kiện kinh tế khó khăn được cho là nguyên nhân khiến nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp giảm. Do đó, trước nhu cầu thấp hơn dự kiến trong bối cảnh kinh tế phục hồi chưa rõ ràng và việc năm 2024 không được ưu đãi về phí trước bạ, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng tăng trưởng ngành ô tô của PTB giảm 25% svck trong 2023 xuống còn 1.028 tỷ đồng (42 triệu USD) và tăng 5% svck 1.079 tỷ đồng (45 triệu USD) trong 2024.

Về mảng bất động sản, chúng tôi chỉ phản ánh việc bàn giao các căn hộ còn lại của Phú Tài Residence vào năm 2024 do chưa có đủ thông tin về dự án khác của PTB.

Định giá: Hạ Khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn 62.900 đồng/cổ phiếu

Định giá của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau giữa phương pháp định giá từng phần và định giá DCF. Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 12% so với mức trước đó do: 1) chúng tôi chuyển mô hình dự phóng sang 2024; và 2) chúng tôi tăng P/E mục tiêu cho hai mảng kinh doanh cốt lõi dựa trên kỳ vọng về phục hồi nhu cầu của công ty nhờ điều kiện kinh tế tốt hơn ở cả thị trường xuất khẩu và nội địa trong 2024. Mặc dù dự phóng tăng trưởng LN cao với tốc độ tăng trưởng hàng năm là 24% trong giai đoạn 2024-25, chúng tôi hạ Khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập vì cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu từ đầu năm đã phần nào phản ánh các yếu tố tích cực có thể thúc đẩy giá thị trường khi thể hiện mức P/E cho năm 2024/25 là 9,5x/8,3x, so với mức P/E trung bình 5 năm là 9,0x.

Hình 17: Tổng hợp các phương pháp định giá (Đơn vị: đồng)

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Đóng góp (đồng/cp)
SOTP	59.584	50%	29.792
DCF	66.223	50%	33.111
Giá mục tiêu			62.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Phương pháp định giá từng phần (Đơn vị: Tỷ đồng)

Định giá từng phần	Phương pháp	Đóng góp trong năm 2024	Giá trị (tỷ đồng)
Gỗ	P/E mục tiêu 9,5x	47%	1.900
Đá	P/E mục tiêu 9,5x	45%	1.820
Phân phối và dịch vụ ô tô	P/E mục tiêu 8,5x	3%	109
BDS	Giá trị sổ sách	0,05	160
Giá trị doanh nghiệp			3.988
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)			66,9
Giá mục tiêu			59.584
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)			59.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá định

Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	0,8
Phần bù rủi ro	9,6%
Ke	10,4%
Kd	7,5%
WACC	8,5%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá DCF - Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	525,7	624,4	716,9	749,1	810,6	905,4
Thuế	(74,0)	(96,7)	(112,6)	(126,6)	(138,4)	(155,3)
EBIAT (NOPAT)	451,7	527,7	604,4	622,6	672,2	750,2
Cộng: Khấu hao	315,4	338,5	378,0	406,6	424,4	441,7
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(121,8)	(221,1)	(221,9)	(191,8)	(261,3)	(296,0)
(Tăng)/ Giảm khoản phải thu	94,7	(80,2)	(58,5)	(51,1)	(34,0)	(44,5)
(Tăng)/ Giảm hàng tồn kho	40,6	(170,7)	(187,9)	(165,1)	(246,2)	(273,5)
(Tăng)/ Giảm khoản phải trả	(285,2)	20,4	16,9	17,1	12,9	14,9
(Tăng)/ Giảm chi phí trả trước	28,1	9,4	7,7	7,3	5,9	7,1
Trừ: CAPEX	(263,4)	(276,5)	(284,4)	(289,7)	(258,1)	(276,5)
FCFF	382,0	368,6	476,1	547,7	577,2	619,3
Giá trị hiện tại của FCFF	382,0	339,7	404,5	428,9	416,7	412,1
Giá trị năm cuối						5.559
Giá hiện tại của năm cuối						5.078

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá bao gồm (1) nhu cầu sử dụng nội thất gia đình tại Mỹ cao hơn dự kiến và (2) tiêu thụ nội địa tăng nhờ hoạt động của thị trường bất động sản phục hồi sớm hơn dự kiến.

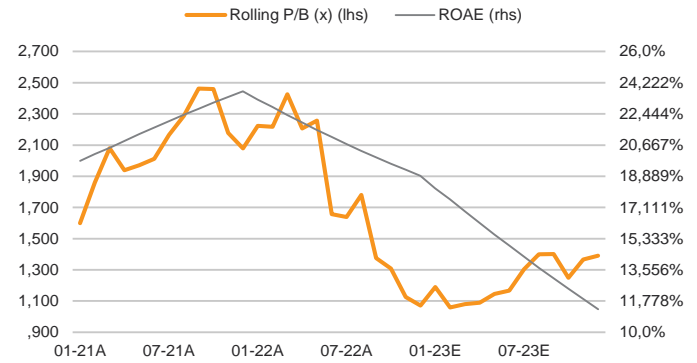
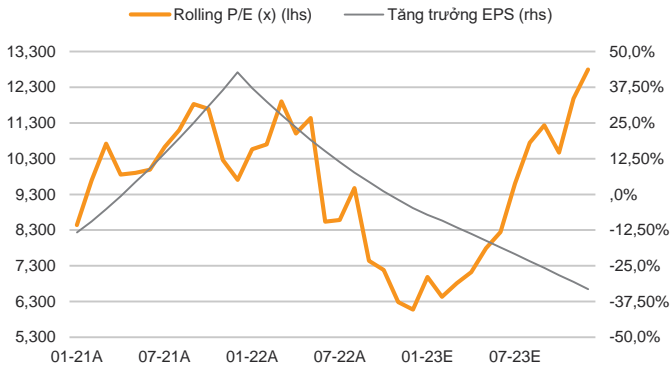
Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) tăng trưởng doanh thu mảng thạch anh chậm hơn dự kiến do thị trường có tính cạnh tranh cao và (2) chậm ghi nhận doanh thu từ Phú Tài Residence.

Hình 21: So sánh DN cùng ngành (dữ liệu ngày 25/12/2023)

Mã	Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	LN ròng	%svck	Nợ ròng/vốn CSH	ROE	P/E	P/B
Đơn vị			tr USD	tr USD	%	x	%	x	x
<i>Mảng đá</i>									
VCS VN	CTCP Vicostone	VN	NA	34,3	(37,5)	21,0	NA	11,4	1,7
CARYSIL IN	Carysil Ltd	IN	280,2	6,6	(19,1)	76,5	18,8	44,4	7,7
ASIAN IN	Asian Granito India Ltd	IN	118,5	(10,8)	NA	17,7	(6,7)	NA	0,8
POKR IN	Pokarna Ltd	IN	182,6	8,2	(16,0)	90,4	13,9	23,1	3,0
Trung bình				9,6	(24,2)	51,4	8,7	26,3	3,3
Trung vị				7,4	(19,1)	48,8	13,9	23,1	2,4
<i>Mảng gỗ</i>									
ACG VN	Công ty gỗ An Cường	VN	234,5	18,7	(20,5)	7,9	11,1	13,2	1,4
GDT VN	Duc Thanh Wood Processing JSC	VN	20,4	1,6	(50,4)	22,1	12,4	14,5	1,8
NHT VN	SX & T.mại Nam Hoa	VN	11,4	0,4	(72,4)	41,4	6,3	17,2	1,0
TTF VN	Gỗ Trường Thành	VN	69,6	(2,4)	N/A	15,4	(15,0)	N/A	5,6
WOOD IJ	Integra Indocabinet Tbk PT	ID	124,6	(4,4)	N/A	71,2	(1,7)	N/A	0,5
LHI MK	Lii Hen Industries BHD	MY	109,0	13,4	(15,7)	8,0	12,2	8,5	1,0
EVF MK	Evergreen Fibreboard Bhd	MY	55,6	(19,1)	N/A	16,3	(8,3)	NA	0,3
SKN TB	S Kijichai Enterprise PCL	TH	97,0	14,5	(37,6)	2,4	14,3	6,6	0,9
Trung bình				2,8	(39,3)	23,1	3,9	12,0	1,6
Trung vị				1,0	(37,6)	15,9	8,7	13,2	1,0
<i>Mảng ô tô</i>									
SVC VN	DV tổng hợp SG	VN	81,2	8,5	(69,6)	110,7	6,1	21,9	1,2
HAX VN	DV Ô tô Hàng Xanh	VN	53,8	2,6	(81,6)	46,1	6,1	27,9	1,2
CPA IN	Competent Automobiles Co Ltd	IN	31,2	3,1	27,1	73,7	8,3	10,3	0,8
002627 CH	Hubei Three Gorges Tourism Gro	CN	535,9	13,9	124,1	14,4	3,3	55,2	1,2
Trung bình				7,0	0,0	61,2	6,0	28,8	1,1
Trung vị				5,8	(21,2)	59,9	6,1	24,9	1,2
PTB VN	CTCP Phú Tài	VN	165,6	13,4	(41,0)	59,1	11,7	12,9	1,5

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	5.929	6.903	7.677
Giá vốn hàng bán	(4.723)	(5.478)	(6.082)
Chi phí quản lý DN	(196)	(228)	(253)
Chi phí bán hàng	(484)	(575)	(627)
LN hoạt động thuần	526	622	714
EBITDA thuần	246	307	376
Chi phí khấu hao	279	315	338
LN HĐ trước thuế & lãi vay	526	622	714
Thu nhập lãi	31	34	35
Chi phí tài chính	(150)	(126)	(133)
Thu nhập ròng khác	3	3	4
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	410	533	620
Thuế	(74)	(96)	(112)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(10)	(13)	(15)
LN ròng	326	423	493
Thu nhập trên vốn	326	423	493
Cổ tức phổ thông	(100)	(100)	(100)
LN giữ lại	225	323	392

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	262	240	127
Đầu tư ngắn hạn	63	66	68
Các khoản phải thu ngắn hạn	679	790	882
Hàng tồn kho	1.726	1.898	2.088
Các tài sản ngắn hạn khác	480	228	512
Tổng tài sản ngắn hạn	3.209	3.222	3.678
Tài sản cố định	1.904	1.945	1.959
Tổng đầu tư	15	15	15
Tài sản dài hạn khác	287	294	372
Tổng tài sản	5.415	5.474	6.024
Vay & nợ ngắn hạn	1.620	1.476	1.573
Phải trả người bán	133	154	171
Nợ ngắn hạn khác	298	352	389
Tổng nợ ngắn hạn	2.051	1.982	2.133
Vay & nợ dài hạn	358	152	145
Các khoản phải trả khác	12	13	14
Vốn điều lệ và	680	680	680
LN giữ lại	693	982	1.325
Vốn chủ sở hữu	2.995	3.327	3.731
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	5.415	5.474	6.024

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
LN trước thuế	410	533	620
Khấu hao	315	338	378
Thuế đã nộp	(74)	(96)	(112)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLD	(53)	(260)	(385)
LC tiền thuần HKKD	598	515	501
Đầu tư TSCĐ	(263)	(277)	(284)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	7	5	7
Các khoản khác	6	7	7
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(250)	(265)	(271)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	378	346	262
Dòng tiền từ HĐTC khác	(388)	(628)	(724)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(100)	(100)	(100)
LC tiền thuần HĐTC	(111)	(382)	(563)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	272	262	240
LC tiền thuần trong năm	237	(132)	(333)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	509	130	(93)

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

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

Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Thanh Tuấn – Trưởng phòng

Email: tuang.nguyenthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: Hang.nguyenthanh3@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>