

## CTCP Phú Tài (HSX: PTB)

### Kỳ vọng thị trường xuất khẩu phục hồi mạnh mẽ

- Lãi suất vay mua nhà 30 năm của Mỹ hạ nhiệt giúp thị trường nhà ở phục hồi qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nội thất gỗ từ Q4/2024.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PTB năm 2024 tăng 47.3% svck và tăng lần lượt 49.9% svck và 4.2% svck trong năm 2025 và 2026, chủ yếu nhờ doanh thu mảng gỗ tăng trưởng tích cực.
- Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho PTB với giá mục tiêu 73,800 đ/cp.

### Lãi suất vay mua nhà 30 năm của Mỹ ở mức thấp nhất kể từ tháng 2/2023 là động lực phục hồi cho mảng gỗ của PTB

Với việc FED cắt giảm lãi suất tại kỳ họp tháng 9, lãi suất cho vay mua nhà 30 năm của Mỹ đã giảm hơn nửa phần trăm trong sáu tuần vừa qua. Chúng tôi dự kiến lãi suất cho vay mua nhà 30 năm tại Mỹ sẽ về mức 5.5 – 5.9% trong năm 2025, giúp thị trường BĐS nhà ở Mỹ sôi động trở lại giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm nội thất gỗ, qua đó giúp doanh thu mảng gỗ tăng 15.63% svck trong năm 2024 và tăng lần lượt 22.32%/12.85% svck trong 2025 - 2026.

### Sản lượng tiêu thụ đá ốp lát nội địa cải thiện nhờ BĐS hồi phục

Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM cho thấy sự cải thiện khi số căn chào bán mới trong quý 2 tăng 142.4% so với Q1/2024. Với kỳ vọng nguồn cung căn hộ được cải thiện, PTB sẽ được hưởng lợi trực tiếp khi hơn 50% doanh thu đá ốp lát của doanh nghiệp phụ thuộc vào thị trường nội địa với khu vực phía Nam là thị trường chính. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đá sẽ tăng 3.14% svck trong 2024 và tăng lần lượt 11.51%/8.59% svck trong giai đoạn 2025-2026.

### Lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng trở lại trong giai đoạn 2024-26

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu của PTB sẽ tăng 8.6% trong 2024 và tăng 19.7% và 9.4% trong giai đoạn 2025-26. Chi phí QLDN dự kiến giảm 9.6% svck năm 2024 khi công ty giảm chi phí trích lập dự phòng nợ xấu trước khi tăng 8.5% và 19.7% svck trong giai đoạn 2025-26. Chi phí tài chính giảm 25.2% trong 2024 khi mật bằng lãi suất ở mức thấp, trước khi tăng nhẹ 0.5% và 14.3% svck trong 2025 – 2026. Tổng hợp lại LN ròng của PTB sẽ tăng 47.3% svck trong 2024 và 49.9% và 4.2% svck trong giai đoạn 2025-26.

### Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của PTB là 73,800 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 73,800đ/cp sử dụng phương pháp định giá SOTP. Giá cổ phiếu đã giảm 19.3% so với vùng đỉnh từ giữa năm do phản ảnh việc PTB không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ và nợ xấu tiềm ẩn, tuy nhiên chúng tôi tin rằng mức giá hiện tại đã phản ánh hầu hết các yếu tố tiêu cực này. Trong bối cảnh chuẩn bị bước vào mùa cao điểm tiêu thụ các sản phẩm nội thất gỗ ở Mỹ, cùng với việc PTB đã quay lại danh sách các mã cổ phiếu được giao dịch ký quỹ, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu PTB.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	6,887	5,619	6,097	7,295	7,981
Lợi nhuận ròng	502	259	382	573	597
Tăng trưởng doanh thu thuần	6.1%	-18.4%	8.5%	19.7%	9.4%
Tăng trưởng LN ròng	-4.5%	-48.4%	47.3%	49.9%	4.2%
Biên LN gộp	22.4%	20.4%	20.1%	20.8%	21.3%
Biên EBITDA	14.9%	12.4%	14.2%	15.4%	14.9%
ROAE	19.5%	9.4%	13.8%	19.7%	18.8%
ROAA	9.4%	4.9%	7.1%	9.9%	9.5%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,162	3,851	5,674	8,505	8,859
BVPS (VND/cổ phiếu)	40,584	41,482	41,500	45,294	49,543

Nguồn: MBS Research dự phóng

### KHẢ QUAN

#### Giá mục tiêu

VND73,800

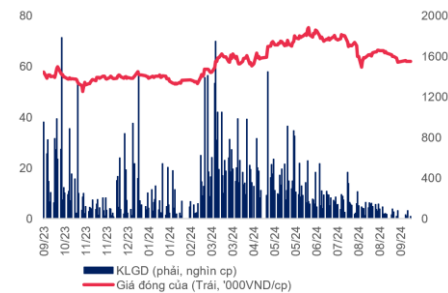
#### Tiềm năng tăng giá

19.8%

#### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

N/A

#### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: GSO, MBS Research

Giá thị trường (VND)	61,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	75,400
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50,300
Vốn hóa (tỷ VND)	4,069
P/E (TTM)	12.41
P/B	1.68
Thị suất cổ tức (%)	4.84
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	24,76%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Cơ cấu sở hữu

Lê Vy	13.3
Lê Văn Thảo	8.7
Nguyễn Sỹ Hòa	6.3
Lê Văn Lộc	6.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

#### Chuyên viên phân tích

##### Võ Đức Anh

Anh.voduc@mbs.com.vn

## CTCP Phú Tài (HSX: PTB)

### Luận điểm đầu tư và định giá

#### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu của PTB là 73,800 đồng/cổ phiếu (sử dụng phương pháp định giá từng phần) dựa trên các luận điểm chính:

- Thị trường BĐS nhà ở của Mỹ phục hồi do lãi suất vay mua nhà 30 năm dự kiến giảm về 5,5 – 5,9% trong năm 2025, qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm nội thất gỗ. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp sản lượng tiêu thụ gỗ sẽ tăng 9.57% svck trong năm 2024 và 13.16%/7.13% svck tương ứng trong năm 2025/2026. Qua đó giúp doanh thu mảng gỗ trong năm 2024 sẽ tăng trưởng 15.63% svck trong 2024 và tiếp tục tăng 22.32%/12.85% svck trong 2025/2026.
- Nhu cầu tiêu thụ đá ốp lát nội địa cải thiện khi thị trường BĐS Việt Nam ấm lên và nguồn cung căn hộ được dự báo sẽ tăng trưởng trở lại trong 2025. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đá nội địa sẽ tăng 5.7% svck trong 2024 và 9.3%/6% svck trong 2025/2026, qua đó giúp doanh thu mảng đá nội địa sẽ tăng 10.5% svck trong 2024 và tăng 12.8%/10.1% svck trong năm 2025/2026.
- Chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ bán và bàn giao hết các căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence trong năm 2025 và sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu dự án Phú Tài Central Life với kỳ vọng dự án Phú Tài Central Life sẽ mang lại 189.1 tỷ đồng / 248.4 tỷ đồng doanh thu trong 2025/2026.
- Giá cổ phiếu đã giảm 19.3% so với vùng đỉnh từ giữa năm sau khi PTB bị thêm vào danh sách không đủ điều kiện giao dịch ký quỹ và nợ xấu tiềm ẩn, tuy nhiên chúng tôi tin rằng mức giá hiện tại đã phản ánh hầu hết các yếu tố tiêu cực này. Khi chuẩn bị bước vào mùa cao điểm tiêu thụ các sản phẩm nội thất gỗ ở Mỹ, cùng với việc PTB đã quay lại danh sách các mã cổ phiếu được phép giao dịch ký quỹ, chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu PTB. P/E forward 2024 của PTB hiện đạt 10.4 lần, là mức hấp dẫn với dự báo tăng trưởng kép LN giai đoạn 2024-26 đạt 32%.

#### Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi định giá cho PTB dựa trên phương pháp định giá từng phần. Chúng tôi xác định P/E mục tiêu cho từng hoạt động kinh doanh của PTB dựa trên P/E trung vị 3 năm của các công ty cùng ngành.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
Gỗ	P/E mục tiêu 11.3x	2,372
Đá	P/E mục tiêu 12.4x	1,415
Phân phối và dịch vụ ô tô	P/E mục tiêu 6.5x	125
BĐS	RNAV	371
(+) Tiền và tương đương tiền		536
(-) Nợ vay		(131)
(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số		(3)
(+) Tài sản khác		255
Giá trị doanh nghiệp		4,941
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		66.94
Giá mục tiêu (VND/cp)		73,810
Giá mục tiêu (làm tròn, VND/cp)		73,800

Nguồn: MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- Sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở của Mỹ chậm hơn so với dự kiến khiến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gỗ sụt giảm.
- Nhu cầu tiêu thụ đá ốp lát nội địa tăng ít hơn dự báo do thị trường BĐS Việt Nam phục hồi chậm hơn kỳ vọng.
- Tốc độ bàn giao các căn hộ của dự án Phú Tài Residence và Phú Tài Central chậm hơn dự kiến khiến doanh thu từ mảng BĐS thấp hơn kỳ vọng.

Hình 2: So sánh các doanh nghiệp các ngành

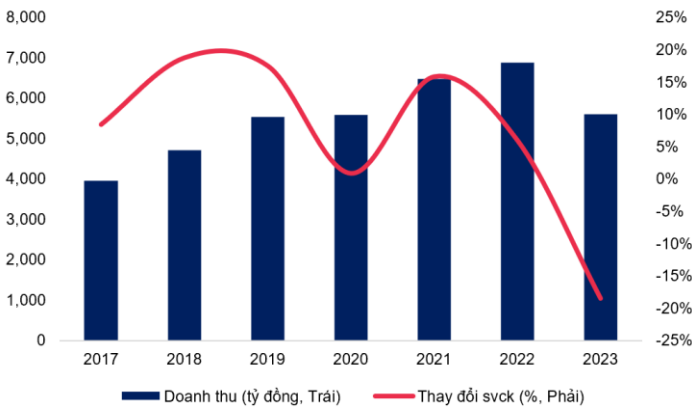
Tên công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa tr USD	P/E		P/B		ROE		ROA	
				2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
<b>Màng gỗ</b>											
DARE POWER DE-A	CN	000910.SZ	577.1	12.98	11.94	0.58	0.55	4.45	4.65	3.49	3.16
HENGLIN HOME F-A	CN	603661.SS	737.1	10.08	8.16	1.35	1.19	13.6	14.87	5.2	5.2
ZBOM HOME -A	CN	603801.SS	801.7	9.52	8.66	1.54	1.38	16.5	16.3	8.66	8.49
RHONG KHEN INTER	MY	7006.KL	54.3	13.72	11.8	0.37	0.33	2.7	2.5	2.57	1.5
XILINMEN FURNI-A	CN	603008.SS	1,013.5	13.4	11.7	1.74	1.57	13.1	13.59	6.3	6.85
Trung bình				11.9	10.5	1.1	1.0	10.1	10.4	5.2	5.0
Trung vị				13.0	11.7	1.4	1.2	13.1	13.6	5.2	5.2
<b>Màng đá</b>											
SUNWAY BHD	MY	5211.KL	5,608.6	30.51	26.97	1.6	1.56	5.81	6.2	2.82	3.04
FLAT GLASS GRO-H	CN	6865.HK	6,231.6	12.57	9.88	1.2	1.09	9.9	11.82	5.03	5.51
MEGA FIRST CORP	MY	3069.KL	968.0	9.18	8.6	1.18	1.05	13.5	12.98	10.4	10.2
GUANGDONG TAPA-A	CN	002233.SZ	1,377.7	16.35	14.03	0.8	0.79	4.88	5.58	4.28	4.87
Trung bình				17.2	14.9	1.2	1.1	8.5	9.1	5.6	5.9
Trung vị				14.5	12.0	1.2	1.1	7.9	9.0	4.7	5.2
<b>Màng ô tô</b>											
ZHONGSHENG GROUP	CN	0881.HK	4,327.6	9.73	7.51	0.65	0.61	6.79	8.28	3.16	4.03
CHINA YONGDA AUT	CN	3669.HK	426.3	11.89	7.75	0.22	0.22	1.74	2.66	0.98	1.31
CHINA MEIDONG AU	CN	1268.HK	525.2	74.01	10.57	0.71	0.66	1.06	6.07	2.95	5.12
MBM RESOURCES	MY	5983.KL	546.2	8.11	8.15	1.03	0.97	12.2	11.86	10.7	10.31
HUBEI THREE G-A	JP	002627.SZ	565.4	34.06	30.28	#N/A	#N/A	3.6	4	3	3.4
Trung bình				25.9	8.5	0.7	0.6	5.4	7.2	4.4	5.2
Trung vị				18.9	8.3	0.7	0.6	4.5	6.6	3.1	4.6
<b>CTCP Phú Tài</b>	<b>VN</b>	<b>PTB VN</b>	<b>178.8</b>	<b>9.4</b>	<b>5.85</b>	<b>2.07</b>	<b>1.06</b>	<b>24.1</b>	<b>19.46</b>	<b>10</b>	<b>9.13</b>

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Tổng quan doanh nghiệp và KQKD 6T2024

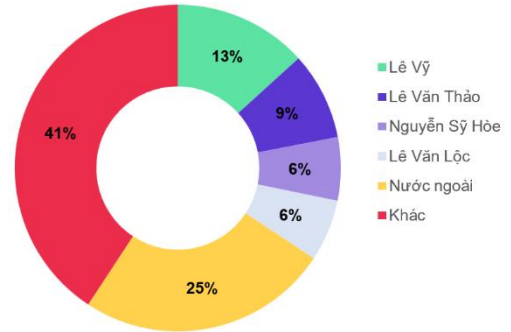
Được thành lập năm 1995, PTB hoạt động trong lĩnh vực gỗ và sản xuất nội thất bằng gỗ, sản xuất đá và đại lý ô tô. Năm 2014, PTB đã trở thành công ty tư nhân sau khi Bộ Quốc phòng hoàn toàn thoái vốn. Đội ngũ quản lý đã gắn bó với PTB hơn 20 năm và đang nắm giữ lượng lớn cổ phần. PTB niêm yết cổ phiếu trên Sàn Chứng Khoán HCM vào năm 2011. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu là 5,1% trong giai đoạn 2017 -2023.

Hình 3: PTB đạt CAGR 5.1% doanh thu trong giai đoạn 2017- 2023



Nguồn: PTB, MBS Research

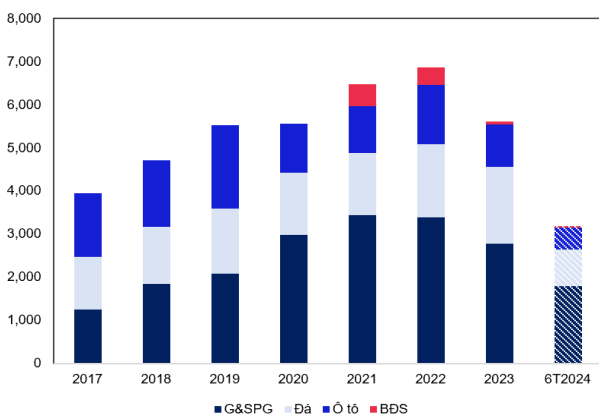
Hình 4: Cơ cấu cổ đông của PTB tại 10/2024



Nguồn: PTB, MBS Research

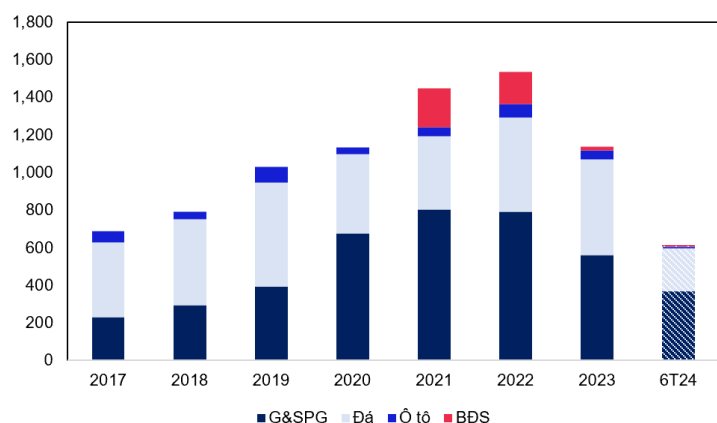
Hiện tại, gỗ và nội thất bằng gỗ của PTB là mảng kinh doanh lớn nhất, chiếm 58.9% doanh thu và 50.7% LN gộp trong 6T/24. Sản phẩm đá, được cung cấp cho thị trường nội địa và xuất khẩu, chiếm 28.1% doanh thu và 42.3% LN gộp trong 6T/24. PTB cũng là đại lý ô tô của Toyota với 2 showroom ở Đà Nẵng và 1 showroom tại Bình Định, đóng góp khoảng 12.2% vào doanh thu 6T/24 và 1.2% vào LN gộp. PTB cũng tham gia vào thị trường BĐS với dự án Phú Tài Residence hiện đang trong quá trình bàn giao và dự án Phú Tài Central Life dự kiến sẽ bắt đầu bàn giao từ T12/2025.

Hình 5: Cơ cấu doanh thu của PTB từ 2017 – 6T2024



Nguồn: PTB, MBS Research

Hình 6: Cơ cấu lợi nhuận gộp các mảng từ 2017 – 6T24



Nguồn: PTB, MBS Research

Hình 7: So sánh các kết quả Q2/2024 và 6T/2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Chỉ số KQKD	Q2/2024	So với quý trước (%)	svck (%)	6T/2024	Svck (%)	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>1,608</b>	<b>11.9%</b>	<b>9.1%</b>	<b>3,045</b>	<b>5.6%</b>	
-G&SPG	890	-1.4%	21.8%	1,793	22.0%	Nhu cầu tiêu thụ trong Q2/2024 tại thị trường chính là Hoa Kỳ phục hồi từ mức thấp của năm ngoái, chủ yếu đến từ các tín hiệu tích cực từ thị trường nhà ở của Mỹ giúp sản lượng tiêu thụ G&SPG cải thiện.
-Đá	464	18.6%	-4.8%	856	-2.2%	Trong 2023 và 2024, PTB đã thực hiện đóng cửa các nhà máy, xí nghiệp khai thác, chế biến đá granite để tái cơ cấu tổ chức, tập trung hơn vào mảng đá thạch anh và thị trường xuất khẩu. Mảng kinh doanh đá thạch anh trong nửa năm 2024 ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực khi sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 8.3% so với 6T/2023.
-Ô tô	241	83.6%	-0.3%	373	-25.9%	Doanh thu Q2/2024 cải thiện đáng kể so với Q1/2024 do Toyota và các đại lý đã triển khai một số chương trình khuyến mại giúp kích cầu tiêu thụ.
-BDS	12	14.4%	11.0%	23	-29.4%	Doanh thu từ mảng BDS phục hồi tốt so với Q1/2024 và so với cùng kỳ do tiến độ bàn giao dự án nhà ở đã cải thiện, và diễn ra nhanh hơn.
<b>LN gộp</b>	<b>324</b>	<b>7.1%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>627</b>	<b>2.6%</b>	
-G&SPG	181	-2.5%	17.5%	367	18.3%	
-Đá	124	18.5%	-19.3%	229	-11.6%	
-Ô tô	6	92.8%	62.0%	10	33%	
-BDS	5	33.8%	5.2%	8	41.8%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>20.2%</b>	<b>-0.9đ%</b>	<b>-2 đ%</b>	<b>20.6%</b>	<b>-0.6 đ%</b>	Biên LN gộp của PTB giảm 2% so với cùng kỳ do biên LN từ các mảng kinh doanh trọng yếu giảm, trong đó đá (- 4.1 điểm%)
-G&SPG	20.4%	-0.2%	-0.7%	20.5%	-0.6%	
-Đá	26.7%	0.0%	-4.8%	26.7%	-2.8%	
-Ô tô	2.9%	-0.2%	1.0%	2.9%	0.6%	
-BDS	37.2%	5.4%	-2.0%	34.7%	-6.0%	
Chi phí bán hàng	122	1.4%	10.2%	243	6.7%	
Chi phí QLDN	59	-2.5%	22.1%	120	10.0%	Đối với khoản nợ xấu trị giá 60.9 tỷ đồng của Noble House, doanh nghiệp đã trích lập 70% giá trị khoản nợ ở mức 42.7 tỷ đồng trong Q4/2023.
Thu nhập tài chính	24	85.2%	356.5%	38	288.9%	Thu nhập tài chính của PTB tăng đáng kể đến từ lãi chênh lệch tỷ giá phát sinh trong năm của công ty khi tỷ giá từ thị trường xuất khẩu chính USD/VND tăng mạnh 3.3% trong Q2/2024.
Chi phí tài chính	23	-6.7%	-30.1%	47	-31.1%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>138</b>	<b>26.6%</b>	<b>11.5%</b>	<b>247</b>	<b>23.4%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>114</b>	<b>26.7%</b>	<b>11.6%</b>	<b>204</b>	<b>24.0%</b>	Thu nhập tài chính ròng trong Q2/2024 cải thiện lên mức 1.5 tỷ từ mức lỗ 27.4 tỷ cùng kỳ năm ngoái, giúp lợi nhuận ròng của PTB cải thiện tích cực +26.7% / +11.5% so với quý trước và svck

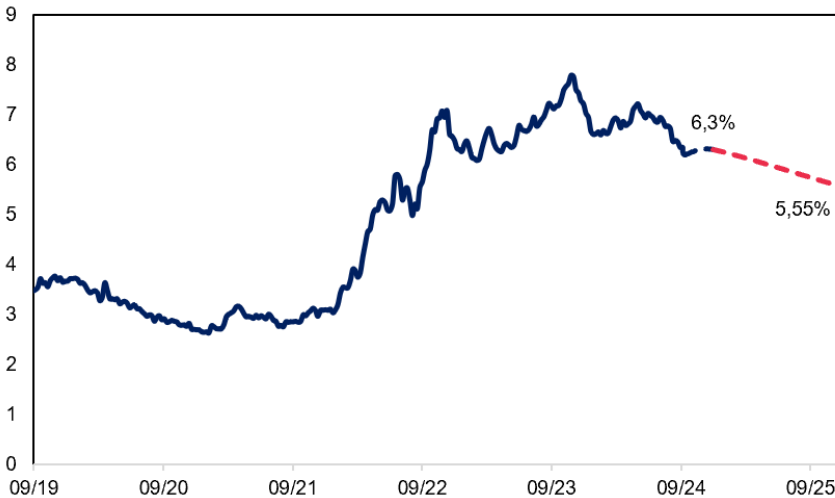
Nguồn: PTB, MBS Research

## Thị trường BĐS nhà ở của Mỹ phục hồi, động lực mạnh mẽ thúc đẩy doanh thu mảng gỗ kể từ 2025

### Lãi suất cho vay mua nhà 30 năm ở Mỹ hạ nhiệt giúp thị trường BĐS ở Mỹ phục hồi

Lãi suất vay mua nhà 30 năm đã giảm 50 điểm cơ bản trong sáu tuần qua và đang ở mức thấp nhất (6,2%) kể từ tháng 2 năm 2023 (6,09%). Lãi suất hiện tại vẫn tiếp tục xu hướng giảm do các dữ liệu kinh tế được công bố đã cho thấy dấu hiệu ổn định hơn. Việc FED giảm lãi suất sẽ khiến các ngân hàng tiếp tục hạ lãi suất cho vay mua nhà 30 năm. Tuy nhiên mức độ giảm lãi suất cho vay mua nhà sẽ không giảm một mức tương đương với mức FED cắt giảm lãi suất mà được dự báo sẽ giảm chậm rãi và tiệm cận 6% đến cuối 2024. Hiện tại theo dự báo Wells Fargo kỳ vọng lãi suất vay mua nhà 30 năm sẽ về gần mức 6,3% trong năm 2024 và giảm xuống 5,55% trong năm 2025. Với việc lãi suất cho vay thế chấp vẫn trên mức 6% sẽ khiến nhu cầu về nhà ở sẽ chưa phục hồi nhanh trong nửa cuối 2024. Tuy nhiên chúng tôi dự kiến với các kỳ vọng về kế hoạch cắt giảm lãi suất của FED trong thời gian tới sẽ giúp cho lãi suất cho vay mua nhà 30 năm của Mỹ hạ xuống dưới 6% về quanh mức 5,5 – 5,6% trong 2025, giúp nhu cầu nhà ở phục hồi tốt hơn trong giai đoạn sau.

Hình 8: Lãi suất vay mua nhà 30 năm giảm 6 tuần liên tiếp và được dự báo về 5.5% vào cuối 2025



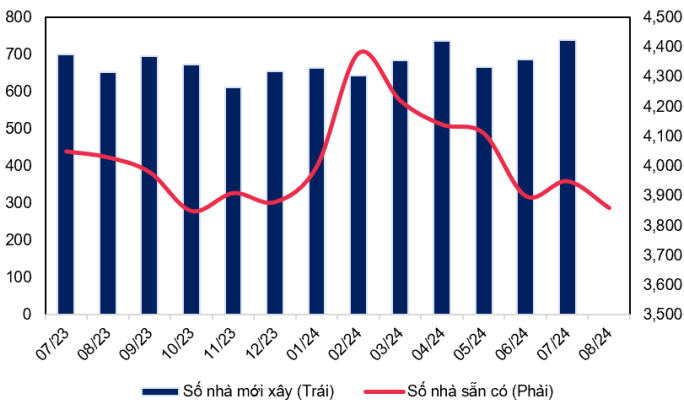
Nguồn: Wells Fargo, MBS Research

Theo dữ liệu kinh tế của Cục Dự trữ Liên bang (FED), số lượng nhà mới bán được giảm nhẹ trong tháng 8 khi giá nhà vẫn ở mức cao. Tuy nhiên, số lượng giấy phép xây dựng tại Mỹ cho tới tháng 8/2024 tuy chưa về lại mức đỉnh điểm 2022 nhưng cũng cho thấy dấu hiệu tạo đáy và cải thiện lên mức 1,475 triệu giấy phép trong tháng 08/2024. Do đây là chỉ báo đi trước và mất 4-5 tháng để phản ánh vào số lượng nhà mới được mua tại Mỹ nên nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gỗ dự kiến phải đến giữa và cuối năm 2025 mới có tăng trưởng rõ rệt. Nhìn chung các nhà xây dựng ở Mỹ vẫn lạc quan về thị trường nhà ở khi số lượng giấy phép xây dựng được kỳ vọng tiếp tục tăng 11,1% trong 2024 và 19,3% trong 2025. Điều này cùng với việc lãi suất vay mua nhà 30 năm kỳ vọng giảm xuống thấp hơn 6% sẽ thúc đẩy nguồn cung nhà ở thời gian tới, chúng tôi dự kiến giá nhà ở sẽ hạ nhiệt và giúp cho doanh số bán nhà ở mới và doanh số



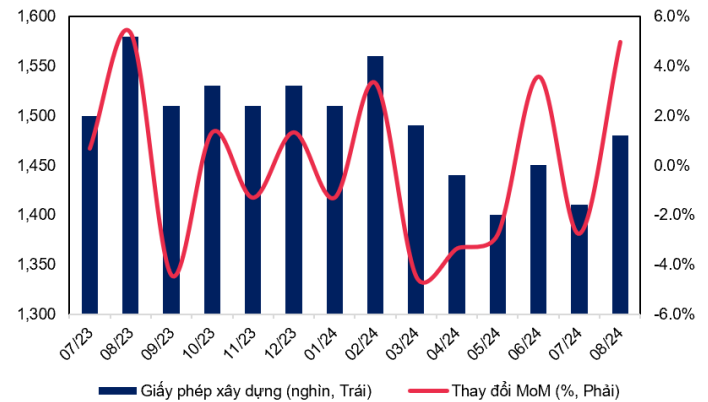
bán nhà sẵn có tăng trở lại, qua đó đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm gỗ của PTB trong năm 2025.

**Hình 9: Nhu cầu nhà ở cải thiện thể hiện qua số lượng nhà mới xây và số nhà sẵn có bán được**



Nguồn: FED, MBS Research

**Hình 10: Số giấy phép xây dựng có dấu hiệu tạo đáy trong tháng 8**

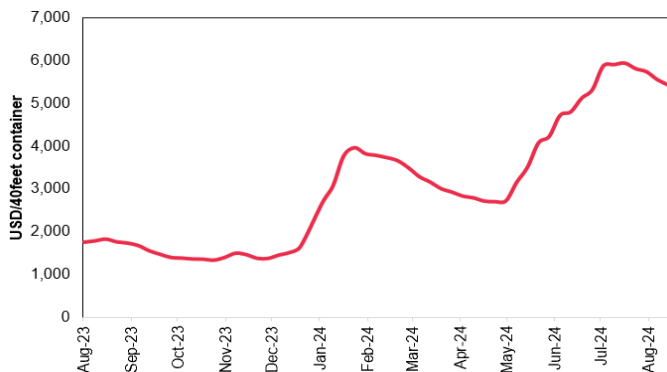


Nguồn: FED, MBS Research

**Doanh thu cùng biên lợi nhuận gộp mảng gỗ sẽ cải thiện kể từ 2025 do nhu cầu tăng trở lại.**

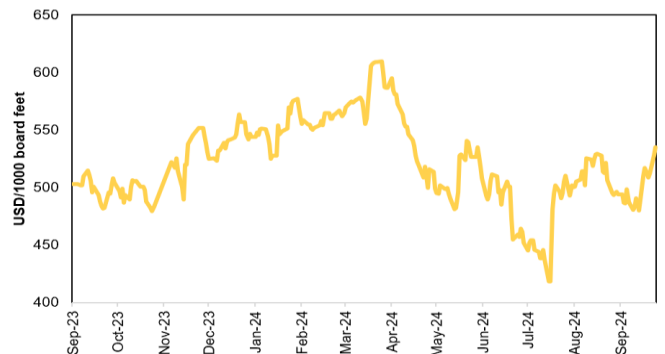
Trong năm 2023, doanh nghiệp đã thành công nâng công suất sản xuất gỗ tinh chế khi hoàn thành mở rộng công suất nhà máy Phù Cát, nâng tổng công suất lên 102.000 m3/năm (tăng 21.4% so với năm trước). Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng tiêu thụ gỗ sẽ tăng 9.57% svck trong năm 2024 và 13.16%/7.13% svck tương ứng trong năm 2025/2026. Do giá cước vận tải tiếp tục xu hướng tăng trong thời gian gần đây, tuy không bị ảnh hưởng trực tiếp bởi chi phí vận chuyển container (do PTB xuất khẩu theo phương thức FOB - người mua chịu phí vận chuyển) nhưng đã khiến PTB phải giảm giá bán để hỗ trợ khách hàng và duy trì số lượng đơn hàng ổn định. Giá cước vận tải thế giới sẽ khó hạ nhiệt trong năm nay khi căng thẳng địa chính trị chưa có dấu hiệu dừng lại. Chúng tôi dự phóng giá bán G&SPG sẽ tăng nhẹ 1.3% trong 2024 và 3% trong 2025/2026 do hỗ trợ từ nhu cầu cải thiện lớn hơn áp lực về chi phí vận tải. Qua đó chúng tôi dự phóng doanh thu gỗ trong năm 2024 sẽ tăng trưởng 15.63% lên 3,221 tỷ đồng và tiếp tục tăng 22.32%/12.85% lên 3,940 tỷ đồng/4,446 tỷ đồng trong 2025/2026.

**Hình 11: Cước vận chuyển container 40ft tiếp tục giữ ở mức cao trong T8/24 (USD/container 40ft)**



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Hình 12: Giá gỗ thế giới tăng trở lại từ tháng 08/24**

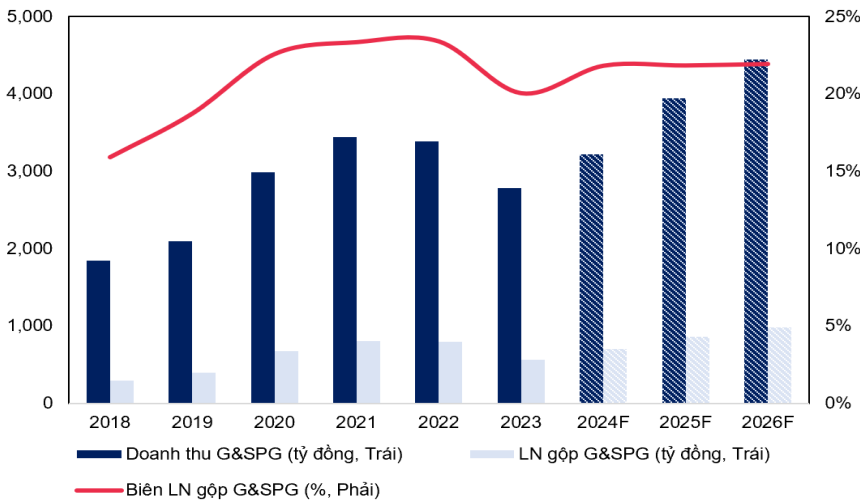


Nguồn: Trading economies, MBS Research

Ngoài ra giá gỗ nguyên vật liệu trên thế giới đã tăng khoảng 28.4% từ tháng 7 cho đến nay, khiến biên lợi nhuận mảng gỗ trong Q3/2024 có thể bị ảnh hưởng. Chúng tôi kỳ vọng với nhu cầu tiêu thụ gỗ nguyên vật liệu tăng sẽ làm giá gỗ

nguyên vật liệu tiếp tục đà tăng trong thời gian tới. Tuy nhiên với nhu cầu xuất khẩu sản phẩm gỗ tăng cao hơn sẽ bù đắp lại đà tăng của giá gỗ nguyên vật liệu qua đó sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của mảng gỗ được cải thiện nhẹ. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp của mảng gỗ tăng 1.8 điểm % lên mức 21.8% trong cả 2024 và 2025 và sau đó sẽ tăng nhẹ thêm 0.1 điểm % lên 21.9% trong 2026. Lợi nhuận gộp của mảng gỗ sẽ tăng 25.8% lên mức 702.6 tỷ đồng và tiếp tục cải thiện 22.4%/13.4% lên mức 860.2 tỷ đồng / 975.1 tỷ đồng trong năm 2025/2026, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp của mảng gỗ tăng 1.8 điểm % lên mức 21.8% trong cả 2024 và 2025 và sau đó sẽ tăng nhẹ thêm 0.1 điểm % lên 21.9% trong 2026.

Hình 13: Doanh thu và biên LN gộp mảng gỗ 2018 – 2026F



Nguồn: PTB, MBS Research dự phóng

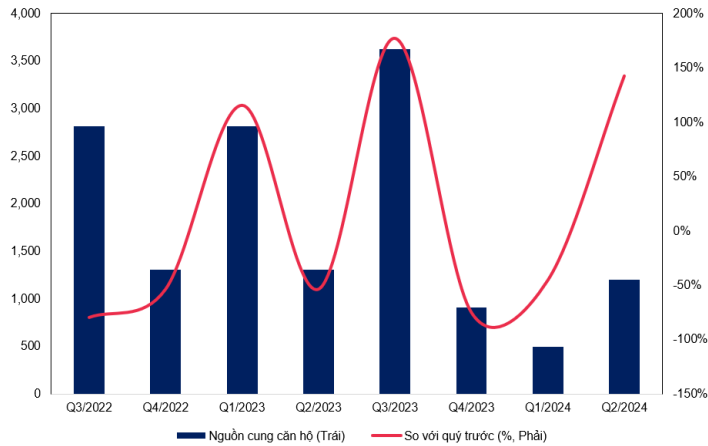
## Nhiều triển vọng tích cực hỗ trợ hoạt động kinh doanh mảng đá

### Nhu cầu sử dụng đá ốp lát nội địa sẽ tăng trở lại khi thị trường BĐS Việt Nam hồi phục

Theo báo cáo thị trường Q2/2024 của CBRE, số lượng căn hộ bán được trong Q2 tại TP.HCM đạt gần 1,100 căn hộ tăng 81.8% so với Q1/2024 (605 căn hộ), nâng tổng số căn bán được trong 6 tháng đầu năm đạt 1700 căn, tăng 80% so với cùng kỳ năm trước. Ngoài ra nguồn cung căn hộ tại TP.HCM cũng cho thấy sự cải thiện khi số căn chào bán mới trong quý 2 lên tới 1200 căn, tăng 142.4% so với Q1/2024. Tuy nguồn cung nhà ở đến cuối năm 2024 được dự báo sẽ vẫn hạn chế nhưng với bộ ba luật sửa đổi (Luật Nhà ở, Luật, Kinh doanh Bất động sản, Luật Đất đai) có hiệu lực từ T8/2024, chúng tôi kỳ vọng tiến độ triển khai dự án sẽ được đẩy nhanh hơn. Theo CBRE, nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM sẽ tiếp tục hạn chế nhưng sẽ cải thiện 3% trong năm 2024 trước khi tăng mạnh 75% khi sang 2025.

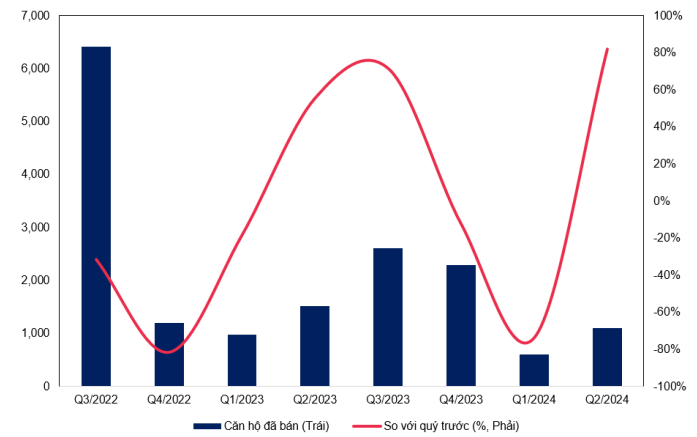


**Hình 14: Nguồn cung căn hộ tại TP.HCM cải thiện trong Q2/2024**



Nguồn: CBRE, MBS Research

**Hình 15: Số căn hộ bán được phục hồi so với Q1/2024**



Nguồn: CBRE, MBS Research

Với kỳ vọng nguồn cung căn hộ được cải thiện, PTB sẽ được hưởng lợi trực tiếp khi hơn 60% doanh thu đá ốp lát (đá granite, marble) của doanh nghiệp phụ thuộc vào thị trường nội địa với khu vực phía Nam là thị trường chính. Ngoài ra hiện tại theo doanh nghiệp chia sẻ, doanh nghiệp tự tin sẽ có thể thành công đạt được gói thầu cung cấp đá ốp lát cho dự án sân bay Long Thành. Theo dự tính, sau khi thành công sở hữu hợp đồng cung cấp đá ốp lát cho dự án sân bay Long Thành (giai đoạn 1 của dự án sẽ cần khoảng 500.000m<sup>2</sup> đá ốp lát), chúng tôi dự kiến sẽ mang lại cho PTB thêm 170 tỷ đồng doanh thu (khoảng 6,9 triệu USD) trong 2025. Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ đá nội địa sẽ tăng 5.7% trong 2024 và 9.3%/6% trong 2025/2026, qua đó giúp doanh thu mảng đá nội địa sẽ tăng 10.5% lên mức 935.3 tỷ đồng trong 2024 và tăng 12.8%/10.1% lên mức 1054.6 tỷ đồng/1154.8 tỷ đồng trong năm 2025/2026.

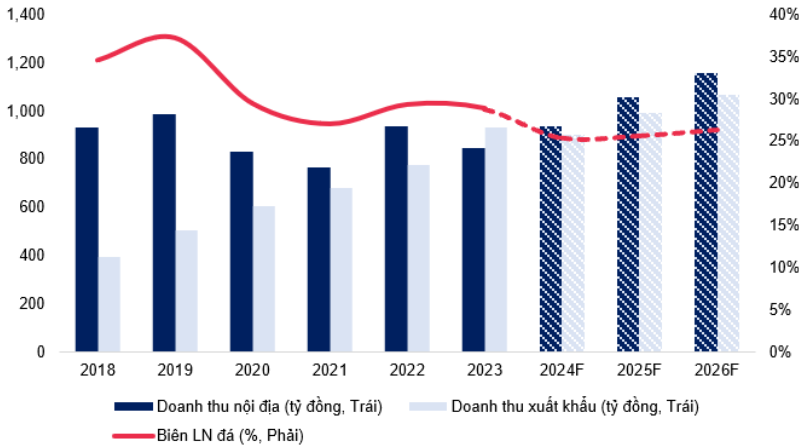
**Cải thiện công suất nhà máy đá thạch anh khi nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng trong năm 2025**

Trong năm 2023, PTB đã hoàn thành giai đoạn 2 của nhà máy đá thạch anh Phú Tài và đi vào hoạt động từ Q4/2023, tăng tổng công suất lên 675.000m<sup>2</sup> (+50% so với năm 2022). Mảng đá thạch anh của PTB tập trung vào thị trường xuất khẩu (chiếm 27,8% doanh thu mảng đá năm 2023) với Mỹ là thị trường chính. Như đã đề cập ở phần trên, chúng tôi kỳ vọng thị trường nhà ở của Mỹ sẽ phục hồi từ giữa năm 2025. Theo đó, sức mua và nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm đá thạch anh dự kiến cũng sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất của nhà máy thạch anh sẽ đạt 80% trong 2024 và 90%/91% trong 2025/2026, tương ứng với mức tăng trưởng sản lượng 14.3% trong 2024 và 12.5%/1.1% trong 2025/2026. Do chịu ảnh hưởng từ giá cước vận tải ở mức cao, doanh nghiệp đã phải giảm giá bán để hỗ trợ khách hàng, khiến giá sản phẩm đá thạch anh chỉ đi ngang trong năm 2024. Tổng hợp lại, doanh thu của mảng đá thạch anh sẽ tăng khoảng 16.57% lên mức 577 tỷ đồng trong 2024 và 15.88%/4.14% lên mức 668.6 tỷ đồng/696.3 tỷ đồng trong năm 2025/2026.

Chúng tôi kỳ vọng với nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng trong 2024-2026 sẽ giúp biên lợi nhuận của mảng đá cải thiện. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận mảng đá sẽ giảm 3.5 điểm % (do giá bán tiếp tục giảm trong 2024 để hỗ trợ khách hàng khi giá cước vận tải vẫn neo ở mức cao) xuống mức 25.3% và sẽ phục hồi 0.3 điểm %/0.7 điểm % lên mức 25.6%/26.3% trong năm 2025/2026.

Tổng hợp từ dự phóng mảng đá nội địa và xuất khẩu, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng đá sẽ tăng trưởng lần lượt 3.14% lên mức 1,834 tỷ đồng trong năm 2024 và tăng 11.51%/8,59% lên mức 2,045 tỷ đồng/2.221 tỷ đồng trong năm 2025/ 2026.

**Hình 16: Doanh thu mảng đá nội địa và xuất khẩu dự kiến sẽ tăng trưởng trong 2024-2026**



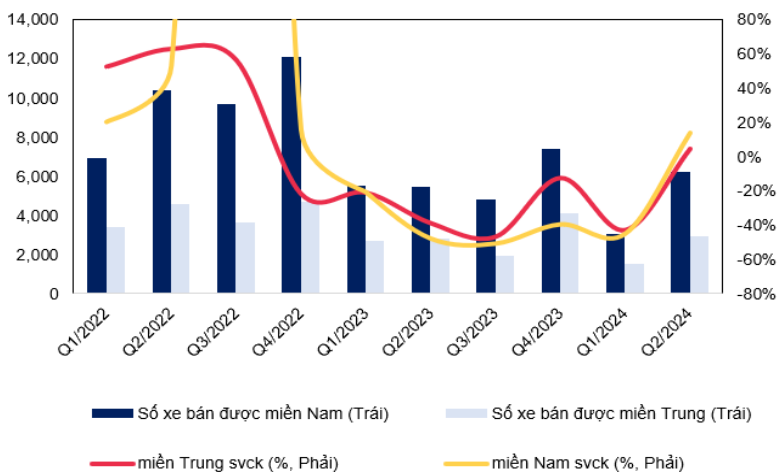
Nguồn: MBS Research

### Doanh thu mảng ô tô và BĐS sẽ phục hồi trở lại trong năm 2025

#### Doanh số bán xe được hỗ trợ bởi quyết định giảm 50% Lệ phí trước bạ

8T/2024, số xe Toyota bán ra tại khu vực miền Nam và miền Trung theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) lần lượt -2.1% và +2.1% svck. Tuy nhiên nếu chỉ xét trong T8/2024, cả miền Nam và miền Trung tăng lần lượt 35% và 27.4% svck, cho thấy nhu cầu tiêu thụ ô tô đã cải thiện trong thời gian gần đây. Sự phục hồi này chủ yếu đến từ các chương trình khuyến mại của các showroom, cụ thể trong tháng 8 tại showroom Toyota Đà Nẵng của PTB trong tháng 8 đã triển khai ưu đãi hỗ trợ 50% lệ phí trước bạ kèm lãi suất ưu đãi cho người mua các mẫu xe Vios, Veloz Cross, Avanza Premio và Yaris Cross.

**Hình 17: Số xe tiêu thụ ở miền Trung và miền Nam trong Q2/2024 đã cải thiện svck**

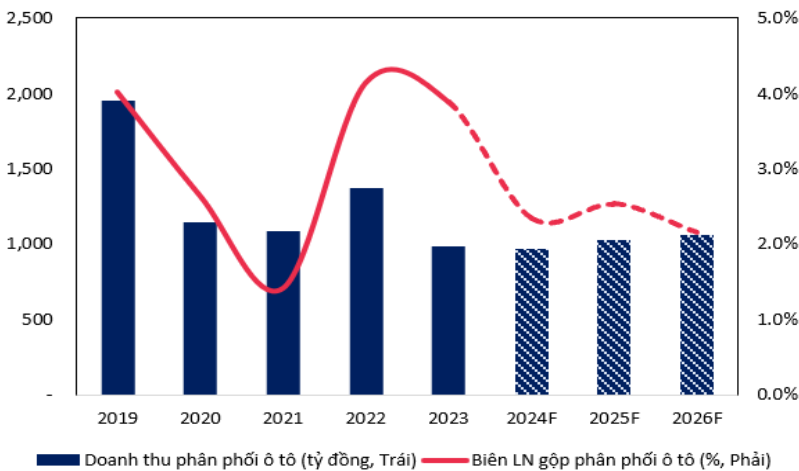


Nguồn: VAMA, MBS Research

Vừa qua, chính phủ cũng đã ban hành Nghị định giảm 50% Lệ phí trước bạ đối với xe CKD (Completely Knocked Down – ô tô được lắp ráp tại một công ty sản

xuất trong nước), có hiệu lực từ ngày 1/9/2024 đến hết ngày 30/11/2024, nhằm kích thích tiêu dung, qua đó thúc đẩy xu hướng chi tiêu các mặt hàng có giá trị cao trong năm 2024 sẽ phục hồi trở lại. Ngoài ra chúng tôi kỳ vọng các chương trình khuyến mại của các showroom của PTB sẽ tiếp tục được duy trì trong 2025 và 2026 qua đó giúp doanh số xe của PTB sẽ tiếp tục được cải thiện. Do đó chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ô tô của PTB trong Q4/2024 sẽ được cải thiện và tăng trưởng trở lại trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi dự kiến sản lượng tiêu thụ ô tô của PTB sẽ chỉ giảm nhẹ 1.6% svck khiến doanh thu 2024 giảm nhẹ 1.8% svck xuống mức 860.9 tỷ đồng, trước khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 15.8%/5.5% trong 2025/2026, qua đó giúp doanh thu tăng 6.6%/3.4% lên mức 917.5 tỷ đồng/948.7 tỷ đồng trong 2025/2026.

**Hình 18: Chúng tôi ước tính doanh thu phân phối ô tô của PTB sẽ giảm nhẹ 1.81% trong 2024**



Nguồn: MBS Research

### Dự kiến bàn giao hết số căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence trong nửa đầu năm 2025

Lũy kế đến hết Q2/2024, PTB đã bán được tổng cộng 477 căn trên tổng số 634 căn của dự án Phú Tài Residence, tương đương 75,24%. Số căn còn lại là 157 với tổng giá trị ghi nhận trong hàng tồn kho BĐS trên BCTC H2/2024 là 212,45 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến trong nửa cuối năm 2024 và nửa đầu 2025, PTB sẽ bán và bàn giao thành công toàn bộ số căn còn lại của dự án Phú Tài Residence trong khi dự án Phú Tài Central Life sẽ được bàn giao từ tháng 12/2025. Chúng tôi kỳ vọng trong 2025, dự án Phú Tài Central Life sẽ bắt đầu bàn giao và giúp mang lại cho PTB 189.1 tỷ đồng / 248.4 tỷ đồng doanh thu trong 2025/2026.

**Hình 19: Dự án Phú Tài Residence**



#### Dự án Phú Tài Residence

- Vị trí: thành phố Quy Nhơn, tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích dự án: 5,83ha
- Quy mô: 33 tầng nổi và 2 tầng hầm
- Tổng số căn hộ: 622 căn hộ và 12 căn hộ thương mại
- Tổng giá trị dự án: 876 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: Q4/18
- Tiến độ bàn giao: Q3/21 – Q2/25

Nguồn: PTB, MBS Research

Hình 20: Dự án Phú Tài Central Life



**Dự án Phú Tài Central Life**

- Vị trí: thành phố Quy Nhơn, tỉnh Bình Định
- Tổng diện tích dự án: 2,92ha
- Tổng số căn hộ: 368 căn hộ và 12 căn hộ thương mại
- Tổng giá trị dự án: 614 tỷ đồng
- Thời gian mở bán: Q4/21
- Tiến độ bàn giao: Q4/25 - 2027

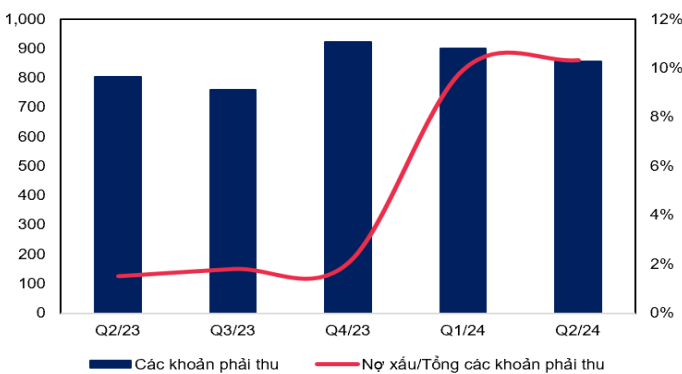
Nguồn: PTB, MBS Research

**Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ xấu và vòng quay hàng tồn kho sẽ cải thiện trong 2024 - 2026**

**6T2024, tỷ lệ Nợ xấu/Tổng các khoản phải thu tiếp tục giữ ở mức cao**

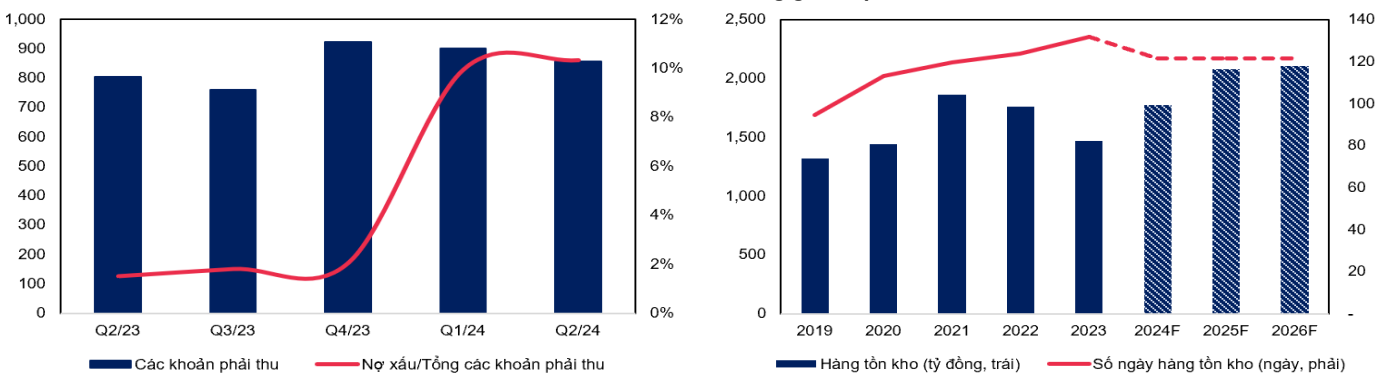
Ở thời điểm cuối Q2/2024, PTB ghi nhận Nợ xấu ở mức 88.7 tỷ đồng (khoảng 3.5 triệu USD), giảm nhẹ 1.1% so với Q1/2024, do đó tỷ lệ Nợ xấu/Các khoản phải thu vẫn giữ ở mức cao 10.3%. Khoản nợ xấu này bao gồm một khoản nợ khó đòi đến từ Noble House với tổng giá trị là 60.9 tỷ đồng. Về khoản nợ xấu này, doanh nghiệp chia sẻ sau khi tiếp nhận các giấy tờ liên quan để đánh giá khả năng trả nợ và sẽ tăng mức trích lập dự phòng lên 70% khoản nợ xấu với giá trị là 42.7 tỷ đồng trong 2023, và sẽ không tăng trích lập dự phòng thêm. Qua đó, doanh nghiệp đã ghi nhận vào khoản chi phí dự phòng trong chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2023.

Hình 21 :Tỷ lệ Nợ xấu/Tổng các khoản phải thu vẫn ở mức cao



Nguồn: PTB, MBS Research

Hình 22: Nhu cầu phục hồi giúp cải thiện số vòng hàng tồn kho trong giai đoạn 2024-26



Nguồn: PTB, MBS Research

Ngoài ra sau sự kiện, PTB cũng sẽ thay đổi cơ chế thanh toán và quản lý hàng tồn kho nhằm giảm thiểu rủi ro về nợ xấu, cụ thể như (1) yêu cầu tỷ lệ cọc trước nhiều hơn và yêu cầu rút ngắn thời gian thanh toán và (2) số lượng hàng bao nhiêu sản xuất bấy nhiêu, nguyên liệu dự trữ sẽ chỉ mua theo chu kỳ đơn hàng và không tích trữ nguyên liệu như trước. Qua đó sẽ cải thiện tỷ lệ nợ xấu và giảm vòng quay khoản phải thu. Ngoài ra khi nhu cầu về các sản phẩm gỗ và đá tăng lên trong cuối năm 2024 và 2025 sẽ giúp số vòng quay hàng tồn kho của PTB được cải thiện. Trong giai đoạn 2024-2026, chúng tôi kỳ vọng vòng quay hàng tồn kho sẽ được cải thiện lên mức 3.5x trong năm 2024 và 4x/4.5x tương ứng với 2025/2026 khi nhu cầu tiêu thụ phục hồi.

**Dự báo KQKD giai đoạn 2024 – 2026**

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	%svck	2025F	%svck	2026F	%svck	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>5,618.8</b>	<b>6,103.1</b>	<b>15.63%</b>	<b>7,302.7</b>	<b>22.3%</b>	<b>7,988.9</b>	<b>12.9%</b>	
Bao gồm								
-G&SPG	2,785.4	3,220.8	15.6%	3,939.8	22.3%	4,446.1	12.8%	Doanh thu từ G&SPG sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025 khi thị trường nhà ở Mỹ phục hồi giúp nhu cầu tiêu thụ nội thất gỗ gia tăng.
-Đá	1,778.1	1,833.9	3.1%	2,045.1	11.5%	2,220.8	8.6%	Thị trường BDS Việt Nam phục hồi giúp nhu cầu tiêu thụ sản phẩm đá ốp lát nội địa cải thiện kết hợp với việc sức mua sản phẩm đá thạch anh từ thị trường Mỹ được cải thiện giúp sản lượng tiêu thụ toàn mảng đá sẽ tăng trưởng tích cực.
-Phân phối và dịch vụ ô tô	984.9	968.6	-1.7%	1,023.1	5.6%	1,058.7	3.5%	Showroom của PTB sẽ tiếp tục sử dụng các chương trình khuyến mại giúp số lượng xe tiêu thụ tiếp tục được cải thiện trong 2025 và 2026.
-BDS	57.9	65.6	13.3%	278.6	324.8%	248.8	-10.8%	Kỳ vọng trong năm 2025 sẽ bán được hết số căn hộ của dự án Phú Tài Residence và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Phú Tài Central Life từ tháng 12/2025 giúp doanh thu BDS được cải thiện
-Khác	12.6	14.2	12.7%	16.1	14.0%	14.8	-8.6%	
<b>LN gộp</b>	<b>1,144.2</b>	<b>1,233.7</b>	<b>19.3%</b>	<b>1,522.5</b>	<b>23.4%</b>	<b>1,709.5</b>	<b>12.3%</b>	Lợi nhuận gộp tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025-2026 khi nhu cầu phục hồi. Biên gộp các mảng kinh doanh sẽ phục hồi tích cực khi thị trường BDS Mỹ và Việt Nam phục hồi giúp sản lượng tiêu thụ cải thiện và áp lực lên giá bán giảm bớt.
-G&SPG	558.4	702.6	25.8%	860.2	22.4%	975.1	13.4%	
-Đá	512.4	464.7	-9.3%	523.5	12.7%	583.5	11.5%	
-Phân phối và dịch vụ ô tô	44.9	44.1	-1.9%	38.1	-13.5%	54.0	41.5%	
-BDS	20.7	40.9	97.2%	119.9	193.2%	238.4	98.8%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>20.4%</b>	<b>20.2%</b>	<b>-0.3 đ%</b>	<b>20.8%</b>	<b>0.6 đ%</b>	<b>21.3%</b>	<b>0.7 đ%</b>	
-G&SPG	20%	21.8%	1.8 đ%	21.8%	0 đ%	21.9%	0.1 đ%	
-Đá	28.8%	25.3%	-3.5 đ%	25.6%	0.3 đ%	26.3%	0.7 đ%	
-Phân phối và dịch vụ ô tô	4.6%	4.6%	0.2 đ%	3.7%	-0.8 đ%	5.1%	1.4 đ%	
- BDS	2.4%	1.6%	-0.8 đ%	9.9%	8.3 đ%	9.3%	-0.6 đ%	
<b>Chi phí bán hàng &amp; QLDN</b>	<b>688</b>	<b>674.2</b>	<b>-5.3%</b>	<b>731.6</b>	<b>8.5%</b>	<b>875.4</b>	<b>11.0%</b>	Chi phí bán hàng gia tăng do ghi nhận thêm chi phí từ bán căn hộ của dự án Phú Tài Residence và dự án Phú Tài Central Life
% Chi phí bán hàng và QLDN	12.2%	11.1%	-1.1 đ%	10.0%	8.5 đ%	10.6%	-1.9 đ%	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>30</b>	<b>27.3</b>	<b>-9.2%</b>	<b>33.0</b>	<b>21.1%</b>	<b>35.6</b>	<b>7.7%</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>143.5</b>	<b>107.3</b>	<b>-25.2%</b>	<b>107.8</b>	<b>0.5%</b>	<b>123.2</b>	<b>14.9%</b>	
Trong đó: Chi phí lãi vay	116.8	87.3	-25.2%	85.3	-2.4%	99.3	16.4%	Lãi vay giảm mạnh nhờ mặt bằng lãi suất thấp
<b>LN trước thuế</b>	<b>322.8</b>	<b>470.4</b>	<b>45.7%</b>	<b>705.1</b>	<b>49.9%</b>	<b>596.9</b>	<b>4.2%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>259.5</b>	<b>382.3</b>	<b>47.3%</b>	<b>569.3</b>	<b>49.9%</b>	<b>593.5</b>	<b>4.2%</b>	
<b>EPS (VNĐ/cp)</b>	<b>3,851.7</b>	<b>5,673.9</b>	<b>47.3%</b>	<b>8,505.1</b>	<b>49.9%</b>	<b>8,859.1</b>	<b>4.2%</b>	

Nguồn: PTB, MBS Research dự phóng



## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,619	6,097	7,295	7,981
Giá vốn hàng bán	4,474	4,869	5,780	6,279
Lợi nhuận gộp	1,144	1,228	1,515	1,701
Chi phí quản lý DN	(249)	(225)	(244)	(292)
Chi phí bán hàng	(439)	(449)	(488)	(584)
LN từ HĐKD	456	553	784	826
EBITDA thuần	697	864	1,120	1,186
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>456</b>	<b>553</b>	<b>784</b>	<b>826</b>
Thu nhập lãi	30	27	33	36
Chi phí tài chính	(143)	(107)	(108)	(123)
Thu nhập ròng khác	18	24	29	32
TN từ các Cty LK và LD	(7)	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>323</b>	<b>470</b>	<b>705</b>	<b>734</b>
Thuế TNDN	(63)	(88)	(132)	(137)
Lợi nhuận sau thuế	259	382	573	597
Lợi ích cổ đông thiểu số	2	3	4	4
<b>LN ròng về công ty mẹ</b>	<b>258</b>	<b>380</b>	<b>569</b>	<b>593</b>
Chi trả cổ tức	(205)	(134)	(161)	(194)
Lợi nhuận giữ lại	52	246	408	399

Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	428	536	572	512
Đầu tư ngắn hạn	20	53	53	41
Phải thu khách hàng	801	762	912	998
Hàng tồn kho	1,472	1,773	2,079	2,106
Tổng tài sản ngắn hạn	2,941	3,331	3,863	4,257
Tài sản cố định	1,719	1,799	1,853	1,880
XDCB dở dang	14	13	11	10
BĐS đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	280	247	296	324
Đầu tư và công ty LD, LK	256	10	10	10
Phải thu dài hạn	27	25	30	33
Tổng tài sản dài hạn	2,317	2,114	2,217	2,272
<b>Tổng tài sản</b>	<b>5,258</b>	<b>5,444</b>	<b>6,081</b>	<b>6,528</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1,553	1,541	1,813	1,982
Phải trả người bán	499	526	608	661
Phải trả ngắn hạn khác	28	52	61	67
Tổng nợ ngắn hạn	2,353	2,522	2,924	3,129
Vay & nợ dài hạn	116	131	110	68
Các khoản phải trả khác	0	1	1	0
Tổng nợ dài hạn	129	144	125	83
<b>Tổng nợ</b>	<b>2,482</b>	<b>2,666</b>	<b>3,049</b>	<b>3,212</b>
Vốn điều lệ	669	669	669	669
Thặng dư vốn cổ phần	-	1	2	3
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
LN giữ lại	418	418	646	890
Các quỹ thuộc VCSH	-	1	2	2
Vốn chủ sở hữu	2,724	2,725	2,974	3,250
Lợi ích cổ đông thiểu số	53	53	58	66
Tổng vốn chủ sở hữu	2,777	2,778	3,032	3,316
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>5,258</b>	<b>5,444</b>	<b>6,081</b>	<b>6,528</b>

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
LN trước thuế	323	470	705	734
Khấu hao	241	311	337	360
CP lãi vay	117	87	85	99
Các khoản điều chỉnh khác	-	2	3	3
Thay đổi VLĐ	(342)	180	125	(94)
<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>714</b>	<b>773</b>	<b>1,272</b>	<b>1,332</b>
Đầu tư TSCĐ	(172)	(265)	(265)	(265)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	27	35	40	44
<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(413)</b>	<b>(166)</b>	<b>(197)</b>	<b>(207)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	54	408	394	341
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(205)	(134)	(161)	(194)
<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(209)</b>	<b>274</b>	<b>233</b>	<b>148</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	272	428	536	572
LC tiền thuần trong năm	157	108	37	(60)
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>428</b>	<b>536</b>	<b>572</b>	<b>512</b>

Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng doanh thu thuần	-18.4%	8.5%	19.7%	9.4%
Tăng trưởng EBITDA	-32.2%	27.6%	29.8%	5.9%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-38.7%	21.3%	41.6%	5.4%
Tăng trưởng LN trước thuế	-47.4%	45.7%	49.9%	4.2%
Tăng trưởng LN ròng	-48.4%	47.3%	49.9%	4.2%
Tăng trưởng EPS	-46.2%	47.3%	49.9%	4.2%
Biên LN gộp	20.4%	20.1%	20.8%	21.3%
Biên EBITDA	12.4%	14.2%	15.4%	14.9%
Biên LN ròng	4.6%	6.3%	7.9%	7.5%
ROAE	9.4%	13.8%	19.7%	18.8%
ROAA	4.9%	7.1%	9.9%	9.5%
Vòng quay tài sản	1.1	1.1	1.3	1.3
Cổ tức chi trả/LN ròng	79.7%	35.2%	28.3%	32.6%
Tổng nợ vay/VCSH	60.1%	60.2%	63.4%	61.8%
Nợ vay ròng/VCSH	44.7%	40.9%	44.5%	46.4%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	23.6%	20.9%	22.2%	23.6%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.9	6.3	9.2	8.3
Số ngày phải thu	49.4	46.8	41.9	43.7
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	131.9	121.6	121.6	121.6
Số ngày phải trả tiền bán	37.4	38.4	35.8	36.9
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.3	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	0.6	0.6	0.6	0.7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.2	0.2	0.2	0.2

Định giá	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng/cp)	3,850	5,673	8,505	8,859
BVPS (đồng/cp)	41,482	41,500	45,294	49,543
P/E (lần)	19.0	12.9	8.6	8.2
P/B (lần)	1.8	1.8	1.6	1.5

Nguồn: PTB, MBS dự phóng



## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Nghiêm Phú Cường*

*Đinh Hà Anh*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyến*

*Nguyễn Đức Hải*

### Bất động sản – KCN - VLXD

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*