

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

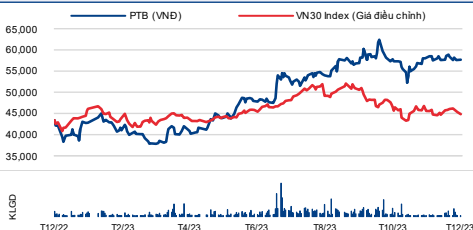
Giá mục tiêu: VNĐ65,000 (từ VNĐ68,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (19/12/2023)	57,700
Mã Bloomberg	PTB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,817-62,400
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	57,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,894
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	160
Slg CP lưu hành (tr.đv)	67.5
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	16.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	6.14
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	25.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.9%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	- VN - overwrite nam (12.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0	(0.86)	33.0
So với chỉ số	1.07	11.3	27.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	4,494	4,989	(9.9)
2024F	6,084	6,711	(9.3)
2025F	7,151	7,938	(9.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PTB là doanh nghiệp lớn về sản xuất đồ gỗ nội thất và chế biến đá; ngoài ra PTB còn là đại lý cho Toyota và đầu tư bất động sản.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp

nga.ttthu@hsc.com.vn

+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Kỳ vọng hồi phục trong năm 2024; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%) sau khi hạ dự báo và điều chỉnh định giá.
- Do KQKD 9 tháng đầu năm 2023 thấp hơn kỳ vọng (vì nhu cầu ở tất cả các mảng kinh doanh kém), HSC giảm 10-18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025.
- Mặc dù lợi nhuận thuần dự báo cho năm 2023 giảm 35%, năm 2024-2025 dự báo sẽ hồi phục (tăng trưởng lần lượt 34% và 18%) nhờ nhu cầu ở tất cả các mảng kinh doanh hồi phục.
- PTB đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2023 và 2024 lần lượt là 12,8 lần và 9,5 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn một chút so với bình quân từ năm 2020 ở mức 9 lần.

Sự kiện: Phân tích triển vọng và KQKD 9 tháng đầu năm 2023

Tính chung 9 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 21% và 42% so với cùng kỳ xuống lần lượt 4.071 tỷ đồng và 241 tỷ đồng, chỉ đạt lần lượt 64% và 63% dự báo cả năm 2023 trước đó của chúng tôi, là kết quả đáng thất vọng.

Doanh thu tất cả các mảng kinh doanh đều suy yếu và hầu hết giảm so với cùng kỳ, ngoại trừ mảng đá với doanh thu thuần tăng 7% so với cùng kỳ nhờ đóng góp từ sản phẩm đá thạch anh mới. Doanh thu mảng BĐS giảm 89% so với cùng kỳ.

Tác động: Hạ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025

Do KQKD 9 tháng đầu năm 2023 thấp hơn dự kiến, HSC giảm 10-18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025. Theo đó, dự báo của chúng tôi thấp hơn khoảng 10% so với dự báo bình quân của thị trường. Mặc dù lợi nhuận thuần dự báo cho năm 2023 giảm 35% (tương đương lợi nhuận thuần Q4/2023 tăng 2% so với cùng kỳ) nhưng KQKD dự kiến sẽ phục hồi mạnh trong 2 năm tới với mức tăng trưởng được dự báo đạt lần lượt 34% & 18% trong năm 2024 & 2025.

HSC kỳ vọng tất cả các mảng kinh doanh sẽ phục hồi sau khi sụt giảm trong năm nay. Trong đó, mảng gỗ đã có một số dấu hiệu phục hồi trong khi KQKD mảng đá sẽ cải thiện nhờ công suất hoạt động giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh tăng; và tiến độ bàn giao sản phẩm của mảng BĐS dự kiến cũng sẽ được đẩy mạnh.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 33% trong 12 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2023 và 2024 lần lượt là 12,7 lần và 9,5 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, đắt hơn một chút so với bình quân từ năm 2020 ở mức 9 lần. Trên thực tế, diễn biến giá cổ phiếu PTB khá tích cực khi giảm 16% sau thông tin về việc nhà phân phối đồ nội thất Noble House có trụ sở tại Mỹ nộp đơn phá sản và thị trường chung điều chỉnh nhưng đã phục hồi ngay sau đó khi vụ việc được giải quyết và tác động thực tế có thể sẽ không lớn. Sau khi hạ dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2024, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ, tương đương tiềm năng tăng giá 13% và P/E dự phóng năm 2024 & 2025 lần lượt là 10,7 lần & 9,1 lần. HSC cho rằng cổ phiếu PTB sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ triển vọng lợi nhuận phục hồi mạnh trong 2 năm tới. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PTB.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 20/12.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	985	1,019	638 ▼	931 ▼	1,057 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	489	467	303 ▼	407 ▼	479 ▼
EPS ĐC (đồng)	10,063	6,862	4,494 ▼	6,084 ▼	7,151 ▼
DPS (đồng)	500	3,000	2,000	2,500	3,000
BVPS (đồng)	47,746	39,496	41,671	46,042	51,030 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.72	5.18	8.42	6.03	5.25
P/E ĐC (lần)	5.73	8.41	12.8	9.48	8.07
Lợi suất cổ tức (%)	0.87	5.20	3.47	4.33	5.20
P/B (lần)	1.21	1.46	1.38	1.25	1.13
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.5	(31.8)	(34.5)	35.4	17.5
ROAE (%)	23.1	18.6	11.1	13.9	14.7

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sự hồi phục sẽ diễn ra muộn hơn vào năm 2024

Do KQKD thực hiện 9 tháng đầu năm 2023 thấp hơn dự kiến, HSC giảm 10-18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025. Mặc dù chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm sâu trong năm nay (giảm 35% so với cùng kỳ) nhưng HĐQT dự kiến sẽ phục hồi mạnh trong năm 2024-2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 34% & 18%, nhờ nhu cầu ở tất cả các mảng kinh doanh cải thiện. Sau khi hạ dự báo lợi nhuận và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2024, HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PTB.

Tóm tắt KQKD 9 tháng đầu năm 2023

Tính chung 9 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đã giảm lần lượt 21% và 42% so với cùng kỳ xuống lần lượt 4.071 tỷ đồng & 241 tỷ đồng, chỉ đạt lần lượt 64% & 63% dự báo cả năm 2023 trước đó của chúng tôi.

Doanh thu sụt giảm ở hầu hết các mảng kinh doanh, ngoại trừ mảng đá nhờ sản phẩm đá thạch anh. Tuy nhiên, doanh thu ở tất cả các mảng, bao gồm mảng đá, đều thấp hơn dự báo của chúng tôi do nhu cầu cả ở thị trường nội địa & xuất khẩu đều không đạt kỳ vọng.

Bảng 1: KQKD 9 tháng đầu năm 2023, PTB

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 64% & 63% dự báo cả năm 2023 trước đó của chúng tôi

Tỷ đồng	Kết quả				% so với cùng kỳ				Dự báo cũ của HSC 2023F	% hoàn thành
	Q1/23	Q2/23	Q3/23	9T23	Q1/23	Q2/23	Q3/23	9T23		
Doanh thu thuần	1,409	1,474	1,187	4,071	-18.0%	-22.3%	-23.3%	-21.2%	6,387	63.7%
Lợi nhuận thuần	63	106	77	245	-55.4%	-31.7%	-33.9%	-41.5%	389	63.0%

Nguồn: PTB, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần 9 tháng đầu năm, PTB

Doanh thu 9 tháng đầu năm sụt giảm ở hầu hết các mảng (ngoại trừ mảng đá), đều thấp hơn dự báo của chúng tôi

Tỷ đồng	Kết quả				% so với cùng kỳ				Dự báo cũ của HSC 2023F	% hoàn thành
	Q1/23	Q2/23	Q3/23	9T23	Q1/23	Q2/23	Q3/23	9T23		
Doanh thu thuần	1,409	1,474	1,187	4,071	-18.0%	-22.3%	-23.3%	-21.2%	6,387	63.7%
Đá	387	489	418	1,294	16.3%	18.5%	-8.4%	7.7%	2,175	59.5%
Gỗ	738	732	532	2,002	-22.4%	-26.2%	-20.0%	-23.3%	2,977	67.3%
Ô tô	261	242	226	729	-7.9%	-37.2%	-27.7%	-25.7%	1,055	69.1%
BDS	21	11	7	39	-85.5%	-89.5%	-93.5%	-89.0%	170	23.1%
Mảng khác	1	0	4	5	-63.4%	-99.4%	-41.2%	-58.0%	10	53.2%

Nguồn: PTB, HSC

Cập nhật HĐQT

Mảng gỗ: Sự việc một khách hàng phá sản có tín hiệu tích cực hơn

Trường hợp Noble House phá sản đã được giải quyết

Xin nhắc lại, Noble House Home Furnishings LLC ("Noble House") là khách hàng quy mô trung bình của PTB với quy mô đơn hàng khoảng 6 triệu USD/năm, tương đương khoảng 5% doanh thu mảng gỗ của PTB. Vào tháng 9/2023, Noble House đã nộp đơn xin bảo hộ phá sản theo Chương 11 trong bối cảnh nhu cầu ở Mỹ suy yếu, từ đó công ty này sẽ tìm cách cơ cấu lại hoạt động hoặc tìm đơn vị mua lại tài sản của công ty. Tính đến cuối Q3/2023, số dư các khoản phải thu của PTB với Noble House là 60 tỷ đồng, thấp hơn mức 70 tỷ đồng tại ngày Noble nộp đơn. Theo đó, Noble House đã tiếp tục thanh toán tiền cho PTB sau khi nộp đơn xin bảo hộ phá sản.

Vào ngày 1/11/2023, doanh nghiệp cung cấp giải pháp thương mại điện tử B2B có trụ sở tại Mỹ GigaCloud Technology Inc (Nasdaq: GCT) đã hoàn tất việc mua lại tài sản của Noble House với giá trị khoảng 85 triệu USD, với nguồn vốn hoàn

toàn bằng tiền mặt. Các tài sản có được từ Noble House bao gồm (nhưng không giới hạn) hàng tồn kho, các kho bãi đi thuê, trang web và tên miền, nhãn hiệu, bằng sáng chế, hợp đồng khách hàng, kênh bán hàng và các tài sản khác.

Sau khi GigaCloud mua lại Noble House, PTB đã đàm phán với đơn vị này để tiếp tục HĐKD. Theo trãi đổi của chúng tôi với BLĐ, PTB sẽ tiếp tục giao hàng cho GigaCloud nhưng với chính sách thanh toán chặt chẽ hơn. Theo đó, GigaCloud sẽ phải thanh toán 100% trong vòng 7-14 ngày sau khi nhận được đơn hàng để được nhận hồ sơ gốc (so với việc Noble House có thể thanh toán chậm 90 ngày trước đó).

PTB cũng đang đàm phán với GigaCloud về các khoản phải thu tồn đọng của Noble House nhưng quá trình này vẫn chưa hoàn tất. Tuy nhiên, BLĐ dự kiến sẽ trích lập dự phòng khoảng 30-40% (18-24 tỷ đồng) khoản phải thu này. Theo đó, HSC đánh giá tác động từ vụ việc này là không lớn.

Nhu cầu có dấu hiệu khởi sắc

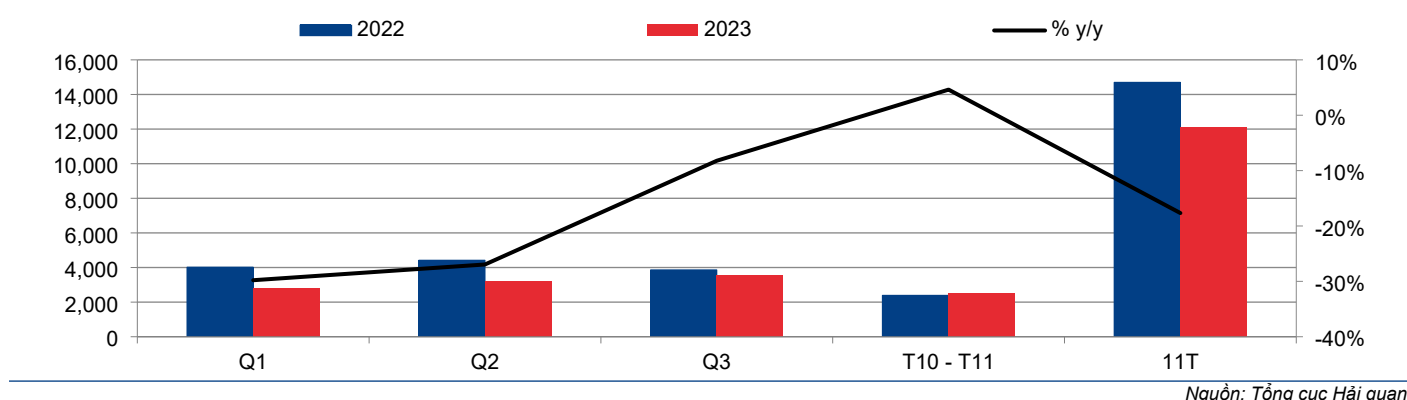
Theo BLĐ, khách hàng đã đặt đơn đặt hàng trước đồ gỗ nội thất cho Q1/2024. Do đó, các cơ sở chế biến gỗ của PTB dự kiến sẽ hoạt động tối đa công suất trong Q1/2024.

Lưu ý rằng trong giai đoạn cao điểm (2021-2022), doanh thu mảng gỗ hàng quý của PTB có thể đạt gần 1 nghìn tỷ đồng, bao gồm gần 20% doanh thu từ việc PTB thuê ngoài tại các doanh nghiệp chế biến nhỏ hơn. Nếu không thuê ngoài, doanh thu mảng gỗ hàng quý của PTB có thể đạt khoảng 800-850 tỷ đồng khi hoạt động hết công suất.

Hoạt động xuất khẩu gỗ & sản phẩm từ gỗ của Việt Nam cũng cải thiện trong 2 quý gần đây nhất (tăng 14% so với quý trước trong Q2/2023 và tiếp tục tăng 10% so với quý trước trong Q3/2023). HSC kỳ vọng doanh thu xuất khẩu gỗ & sản phẩm từ gỗ sẽ tiếp tục tăng 8% so với quý trước trong Q4/2023 nhờ KQKD vững chắc trong tháng 10 và tháng 11/2023 với mức tăng trưởng dương so với cùng kỳ. Theo báo cáo chuyên sâu về sản phẩm nội thất (từ công ty tư vấn và kế toán Smith Leonard của Mỹ), tính đến cuối Q3/2023, lượng tồn kho đã giảm 26% so với năm ngoái, trong khi số lượng đơn đặt hàng mới tăng lần lượt 13% và 9% so với cùng kỳ trong tháng 9/2023 và 9 tháng đầu năm 2023 (theo số liệu từ cuộc khảo sát các doanh nghiệp sản xuất & phân phối đồ nội thất gia dụng ở Mỹ).

Biểu đồ 3: Doanh thu xuất khẩu gỗ & sản phẩm từ gỗ (triệu USD), Việt Nam

Hoạt động xuất khẩu gỗ & sản phẩm từ gỗ của Việt Nam cũng cải thiện trong các quý gần đây



Mảng đá: Công suất hoạt động giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh sẽ tăng nhanh trong năm sau

Giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh đã đi vào hoạt động từ tháng 8/2023 nhưng công suất hoạt động chỉ tăng chậm cho đến thời điểm hiện tại (ở mức khoảng 50%) nhằm kiểm tra quy trình sản xuất & chất lượng sản phẩm. Lưu ý rằng giai đoạn 2 sẽ nâng công suất thêm 50% so với giai đoạn đầu sau khi hoạt động tối đa công suất. Công suất tối đa của cả 2 giai đoạn có thể đạt 650.000 m2/năm. HSC giả định công suất

hoạt động của nhà máy đá thạch anh sẽ đạt 75% trong năm 2024 và 90% trong năm 2025.

Mảng kinh doanh BĐS: Lùi thời gian bàn giao phần lớn sản phẩm sang năm 2024

PTB là chủ đầu tư của 2 dự án chung cư tại Bình Định. Dự án đầu tiên (Phú Tài Residence) đã hoàn thành xây dựng và đang trong giai đoạn bàn giao. Tính đến cuối Q3/2023, hàng tồn kho của dự án này là 240 tỷ đồng, giảm từ 255 tỷ đồng tại thời điểm đầu năm. Điều này cho thấy số lượng sản phẩm được bàn giao trong năm nay rất khiêm tốn (khoảng 10 căn trong 9 tháng đầu năm 2023).

BLĐ dự kiến sẽ bàn giao khoảng 30 căn trong Q4/2023 và nâng tổng số sản phẩm được bàn giao trong năm 2023 lên khoảng 40 căn, so với giả định của chúng tôi là 80 căn. Công ty dự kiến sẽ hoàn thành việc bàn giao dự án này trong 6 tháng đầu năm 2024 (tương đương khoảng 120 sản phẩm khác sẽ được bàn giao trong nửa đầu năm 2024).

Trong khi đó, dự án thứ 2 (Phú Tài Central Life) đã mở bán vào tháng 10/2023. Doanh số bán nhà đạt khoảng 10% tổng số sản phẩm. HSC dự kiến hoạt động bàn giao sẽ bắt đầu vào cuối năm 2024.

Hạ dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025

Do KQKD Q3/2023 thấp hơn dự kiến, HSC giảm lần lượt 11% & 18% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2023 xuống lần lượt 5.677 tỷ đồng (giảm 18% so với năm 2022) & 318 tỷ đồng (giảm 35% so với năm 2022). Theo dự báo mới cho năm 2023, lợi nhuận thuần Q4/2023 ước tính đạt 77 tỷ đồng, tăng 2% so với cùng kỳ và đi ngang so với quý trước.

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo 2023-25, PTB

HSC giảm 10-18% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2023-25 do nhu cầu sụt giảm ở tất cả các mảng

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	Dự báo cũ		Dự báo mới		Điều chỉnh		
				2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6,887	6,387	7,480	8,473	5,677	6,899	7,741	-11.1%	-7.8%	-8.6%
Lợi nhuận gộp	1,540	1,369	1,633	1,854	1,188	1,470	1,682	-13.2%	-10.0%	-9.3%
Chi phí tài chính thuần	(126)	(112)	(115)	(131)	(107)	(104)	(120)	-4.0%	-9.1%	-8.3%
Chi phí BH&QL	(795)	(759)	(889)	(1,007)	(674)	(820)	(920)	-11.1%	-7.8%	-8.6%
LNTT	614	502	634	720	409	550	646	-18.4%	-13.3%	-10.3%
LNST	502	401	507	576	327	440	517	-18.4%	-13.3%	-10.3%
Lợi nhuận thuần	487	389	492	559	318	426	501	-18.4%	-13.3%	-10.3%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-7.3%	17.1%	13.3%	-17.6%	21.5%	12.2%			
Lợi nhuận gộp		-11.1%	19.3%	13.5%	-22.8%	23.7%	14.4%			
Chi phí tài chính thuần		-11.2%	2.4%	14.5%	-14.7%	-3.1%	15.6%			
Chi phí BH&QL		-4.6%	17.1%	13.3%	-15.2%	21.5%	12.2%			
LNTT		-168.9%	17.1%	13.3%	-161.2%	21.5%	12.2%			
LNST		-18.3%	26.3%	13.6%	-33.3%	34.3%	17.5%			
Lợi nhuận thuần		-20.1%	26.3%	13.6%	-34.8%	34.3%	17.5%			
Doanh thu thuần		-20.1%	26.3%	13.6%	-34.8%	34.3%	17.5%			
% trên tổng doanh thu										
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.4%	21.4%	21.8%	21.9%	20.9%	21.3%	21.7%			
Chi phí BH&QL /doanh thu	-11.5%	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-11.9%	-11.9%			
Tỷ suất LNTT	8.9%	7.9%	8.5%	8.5%	7.2%	8.0%	8.3%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.1%	6.1%	6.6%	6.6%	5.6%	6.2%	6.5%			

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 5: Điều chỉnh cơ cấu doanh thu, PTB

Mảng đá, gỗ, và ô tô dự kiến tăng trưởng khoảng 15%, trong khi doanh thu mảng BĐS dự báo sẽ tăng trưởng 3,5 lần

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	6,887	6,387	7,480	8,473	5,677	6,899	7,741	-11.1%	-7.8%	-8.6%
Đá	1,711	2,175	2,502	2,774	1,884	2,238	2,572	-13.4%	-10.5%	-7.3%
Gỗ	3,383	2,977	3,423	3,937	2,706	3,112	3,485	-9.1%	-9.1%	-11.5%
Ô tô	1,371	1,055	1,250	1,392	998	1,180	1,313	-5.5%	-5.6%	-5.7%
BDS	406	170	295	360	80	359	360	-53.1%	21.6%	0.0%
Mảng khác	17	10	10	10	10	10	10	0.0%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		-7.3%	17.1%	13.3%	-17.6%	21.5%	12.2%			
Đá		27.1%	15.0%	10.9%	10.1%	18.8%	14.9%			
Gỗ		-12.0%	15.0%	15.0%	-20.0%	15.0%	12.0%			
Ô tô		-23.0%	18.4%	11.4%	-27.2%	18.3%	11.3%			
BDS		-58.1%	73.5%	21.9%	-80.3%	350.1%	0.3%			
Mảng khác		-39.8%	0.0%	2.0%	-39.8%	0.0%	2.0%			
Tỷ trọng										
Đá	24.8%	34.0%	33.4%	32.7%	33.2%	32.4%	33.2%			
Gỗ	49.1%	46.6%	45.8%	46.5%	47.7%	45.1%	45.0%			
Ô tô	19.9%	16.5%	16.7%	16.4%	17.6%	17.1%	17.0%			
BDS	5.9%	2.7%	3.9%	4.2%	1.4%	5.2%	4.7%			
Mảng khác	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%			

Nguồn: HSC dự báo

Cho năm 2024-2025, HSC cũng giảm lần lượt 13% & 10% dự báo lợi nhuận thuần xuống lần lượt 426 tỷ đồng (tăng trưởng 34% so với năm 2023) & 501 tỷ đồng (tăng trưởng 18% so với năm 2024). Theo đó, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh trong 2 năm tới nhờ nhu cầu cải thiện trong bối cảnh chính sách tiền tệ (ở Việt Nam & toàn cầu) được nới lỏng giúp nền kinh tế hồi sinh. Đối với PTB, động lực tăng trưởng lợi nhuận còn tới từ việc nâng cao công suất hoạt động giai đoạn 2 nhà máy đá thạch anh và đẩy nhanh tiến độ bàn giao dự án BĐS trong 2 năm tới.

Bảng CĐKT và dòng tiền

Do công suất sản xuất cả mảng gỗ & đá sẽ không bị hạn chế trong 2 năm tới, HSC giả định nhu cầu vốn đầu tư cơ bản trong 2 năm tới sẽ không lớn. Trong thư gửi cổ đông vào tháng 4/2023, BLĐ cho biết sẽ tập trung nâng cao khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động sau nhiều năm mở rộng không ngừng.

Do đó, HSC dự báo các khoản vay dài hạn sẽ đi ngang trong 2 năm tới. Theo đó, tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH sẽ giảm dần xuống 38% trong năm 2025 từ mức 48% trong năm 2022.

HSC cũng kỳ vọng PTB sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 2.000đ/cp cho năm 2023, sau đó tăng lên 2.500đ/cp cho năm 2024 và 3.000đ/cp cho năm 2025, tương đương tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức dao động trong khoảng 40-43% và lợi suất cổ tức dao động trong khoảng 3,4-5,2%.

Bảng 6: Dự báo dư nợ, PTB

Tỷ lệ vay nợ được dự báo giảm dần trong giai đoạn dự báo của chúng tôi

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Nợ ngắn hạn	1,397	1,620	1,476	1,419	1,725	1,935
Nợ dài hạn	307	358	152	155	159	158
Tổng nợ	1,705	1,978	1,628	1,575	1,884	2,093
Tiền và đầu tư ngắn hạn	280	190	299	295	479	785
Nợ thuần	1,425	1,789	1,328	1,280	1,405	1,308
Nợ thuần/tổng tài sản	29.8%	32.9%	25.4%	23.6%	22.9%	19.3%
Nợ thuần/tổng vốn CSH	71.6%	74.8%	48.1%	44.7%	44.6%	37.5%

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 7: Dự báo cổ tức, PTB

HSC cũng kỳ vọng PTB sẽ chi trả cổ tức tiền mặt 2.000đ/cp cho năm 2023, sau đó tăng lên 2.500đ/cp cho năm 2024 và 3.000đ/cp cho năm 2025

Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2,000	500	3,000	2,000	2,500	3,000
Cổ tức thanh toán (tỷ đồng)	97	24	204	136	170	204
Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	27.1%	4.7%	41.9%	42.8%	39.9%	40.7%
Lợi suất cổ tức	3.4%	0.9%	5.2%	3.4%	4.3%	5.2%

Nguồn: HSC dự báo

HSC giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ (tiềm năng tăng giá 13%)

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu PTB. Theo đó, chúng tôi giảm 4% giá mục tiêu xuống 65.000đ, tiềm năng tăng giá 13% và P/E dự phóng năm 2024 & 2025 lần lượt là 10,7 lần & 9,1 lần. Các giả định chính của chúng tôi như sau:

- HSC duy trì giả định lãi suất phi rủi ro là 4%, phần bù rủi ro thị trường 8,5%, beta là 1,2. Giả định phần bù rủi ro vốn CSH giữ nguyên ở mức 14,2%.
- Chúng tôi hạ giả định chi phí nợ sau thuế xuống 7,2% (từ 8% trước đó) do mặt bằng lãi suất giảm xuống. Giả định WACC của chúng tôi cũng giảm xuống 12,4% (từ 13,1% trước đó).
- HSC duy trì giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2024 (từ giữa năm 2024 trước đó).
- HSC giảm 10-18% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2023-2025, như trình bày ở trên.

Giá cổ phiếu PTB đã tăng 33% trong 12 tháng qua, diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VNIndex. Theo đó, PTB đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 9,5 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn một chút so với bình quân từ năm 2020 ở mức 9 lần. HSC kỳ vọng cổ phiếu PTB sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn dựa trên giả định lợi nhuận hồi phục mạnh trong năm 2024-2025 cùng HKKD vững chắc ở mảng đá & gỗ.

Bảng 8: Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, PTB

Chi phí vốn CSH là 14,2% và chi phí vay nợ là 7,2%

Giả định	Cũ	Mới
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%	8.5%
Beta	1.2	1.2
Chi phí vốn CSH	14.2%	14.2%
Lãi suất phi rủi ro	10.0%	9.0%
Thuế	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.0%	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, PTB

Chúng tôi sử dụng WACC là 12,4%

Cơ cấu vốn	Cũ	Mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	81.8%	74.6%
Nợ / Tổng nguồn vốn	18.2%	25.4%
WACC	13.1%	12.4%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Định giá DCF, PTB

Giá mục tiêu theo tính toán của chúng tôi là 65.000 đồng

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	487	318	426	501	538	505	539	565	589
+ Lãi vay * (1- thuế suất)	20	22	22	26	28	30	31	33	34
+ Khấu hao	279	121	277	291	303	315	326	337	346
- Thay đổi vốn lưu động	(43)	199	(423)	(299)	(240)	(88)	(218)	(171)	(152)
- Đầu tư cơ bản	(138)	(170)	(172)	(155)	(152)	(139)	(130)	(117)	(102)
FCFF	606	490	130	364	478	623	549	646	715
Tăng trưởng dài hạn									2%
Giá trị dài hạn									6,994
Dòng tiền tương lai	606	490	130	364	478	623	549	646	7,709
Giá trị hiện tại		490	130	324	378	438	344	360	3,818
Giá trị của doanh nghiệp			5,793						
- Tổng nợ			(1,884)						
+ Tiền & tương đương tiền			481						
Giá trị của vốn CSH			4,390						
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)			67						
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)			65,000						

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy, PTB

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%		66,100	63,000	60,100	57,400	54,800
	1.5%		68,900	65,600	62,500	59,500	56,800
	2.0%		72,000	68,400	65,000	61,900	59,000
	2.5%		75,500	71,500	67,900	64,500	61,400
	3.0%		79,300	75,000	71,000	67,400	64,000

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, PTB

P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,6 lần, cao hơn một chút so với bình quân từ năm 2020 ở mức 9 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	6,492	6,887	5,677	6,899	7,741
Lợi nhuận gộp	1,453	1,540	1,188	1,470	1,682
Chi phí BH&QL	(756)	(795)	(674)	(820)	(920)
Thu nhập khác	23.5	68.7	8.52	10.3	11.6
Chi phí khác	(11.1)	(73.3)	(5.68)	(6.90)	(7.74)
EBIT	709	740	517	654	766
Lãi vay thuần	(58.9)	(126)	(107)	(104)	(120)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	650	614	409	550	646
Chi phí thuế TNDN	(125)	(112)	(81.9)	(110)	(129)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(14.1)	(15.1)	(9.87)	(13.3)	(15.6)
LNST không thường xuyên	(22.8)	(20.4)	(14.3)	(19.2)	(22.6)
Lợi nhuận thuần	489	467	303	407	479
Lợi nhuận thuần ĐC	489	467	303	407	479
EBITDA ĐC	985	1,019	638	931	1,057
EPS (đồng)	10,063	6,862	4,494	6,084	7,151
EPS ĐC (đồng)	10,063	6,862	4,494	6,084	7,151
DPS (đồng)	500	3,000	2,000	2,500	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	48.6	68.0	67.5	66.9	66.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	48.6	68.0	66.9	66.9	66.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	48.6	68.0	67.5	66.9	66.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	136	272	68.0	136	403
Đầu tư ngắn hạn	53.7	27.2	227	345	387
Phải thu khách hàng	929	793	852	1,035	1,161
Hàng tồn kho	1,859	1,757	1,703	2,070	2,322
Các tài sản ngắn hạn khác	202	206	170	207	232
Tổng tài sản ngắn hạn	3,180	3,055	3,020	3,793	4,506
TSCĐ hữu hình	1,754	1,773	1,765	1,662	1,527
TSCĐ vô hình	26.0	23.5	23.0	21.6	20.1
Bất động sản đầu tư	0	5.61	0	0	0
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	14.6	14.6	263	263	263
Tài sản dài hạn khác	456	367	351	411	456
Tổng tài sản dài hạn	2,251	2,183	2,401	2,357	2,266
Tổng cộng tài sản	5,431	5,238	5,421	6,149	6,772
Nợ ngắn hạn	1,620	1,476	1,419	1,725	1,935
Phải trả người bán	620	418	539	649	720
Nợ ngắn hạn khác	204	277	204	204	204
Tổng nợ ngắn hạn	2,665	2,310	2,387	2,819	3,109
Nợ dài hạn	358	152	155	159	158
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	17.4	15.2	15.2	15.2	15.2
Tổng nợ dài hạn	376	167	171	174	173
Tổng nợ phải trả	3,040	2,477	2,558	2,993	3,283
Vốn chủ sở hữu	2,320	2,687	2,789	3,082	3,416
Lợi ích cổ đông thiểu số	70.3	74.0	74.0	74.0	74.0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,391	2,761	2,863	3,156	3,490
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,431	5,238	5,421	6,149	6,772
BVPS (đ)	47,746	39,496	41,671	46,042	51,030
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,842	1,356	1,507	1,748	1,690

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	709	740	517	654	766
Khấu hao	(276)	(279)	(121)	(277)	(291)
Lãi vay thuần	(58.9)	(126)	(107)	(104)	(120)
Thuế TNDN đã nộp	(97.8)	(126)	(81.9)	(110)	(129)
Thay đổi vốn lưu động	1,017	1,041	632	926	1,050
Khác	(1,646)	(1,087)	(673)	(1,509)	(1,423)
LCT thuần từ HKKD	160	735	403	125	426
Đầu tư TS dài hạn	(518)	(283)	(107)	(172)	(155)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	49.8	83.7	0	0	0
Khác	105	(9.72)	(232)	(60.3)	(45.4)
LCT thuần từ HĐĐT	(363)	(209)	(339)	(233)	(200)
Cổ tức trả cho CSH	(100)	(36.8)	(204)	(134)	(167)
Thu từ phát hành CP	0	0	(11.0)	0	0
Tăng/giảm nợ	272	(352)	(52.9)	309	210
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	172	(389)	(268)	175	42.2
Tiền & tương đương tiền đầu kì	168	136	272	68.0	136
LCT thuần trong kỳ	(31.8)	137	(204)	67.7	267
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.10)	(0.83)	(0.51)	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	136	272	68.0	136	403
Dòng tiền tự do	(358)	452	296	(47.0)	271

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.4	22.4	20.9	21.3	21.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	15.2	14.8	11.2	13.5	13.7
Tỷ suất LNT (%)	7.53	6.78	5.34	5.90	6.18
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.2	18.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.9	6.08	(17.6)	21.5	12.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.7	3.44	(37.4)	45.9	13.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	42.5	(4.53)	(35.0)	34.3	17.5
Tăng trưởng EPS (%)	42.5	(31.8)	(34.5)	35.4	17.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	42.5	(31.8)	(34.5)	35.4	17.5
Tăng trưởng DPS (%)	(75.0)	500	(33.3)	25.0	20.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	4.97	43.7	44.5	41.1	42.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	23.1	18.6	11.1	13.9	14.7
ROACE (%)	27.9	26.0	17.3	20.5	21.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.27	1.29	1.07	1.19	1.20
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.22	0.99	0.78	0.19	0.56
Số ngày tồn kho	135	120	138	139	140
Số ngày phải thu	67.3	54.1	69.2	69.6	69.9
Số ngày phải trả	44.9	28.5	43.9	43.6	43.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	84.1	51.6	58.1	61.0	53.6
Nợ/tài sản (%)	38.4	31.7	31.1	32.8	33.0
EBIT/lãi vay (lần)	12.0	5.87	4.81	6.28	6.37
Nợ/EBITDA (lần)	2.12	1.63	2.65	2.16	2.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.19	1.32	1.27	1.35	1.45
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.72	0.77	0.95	0.81	0.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.72	5.18	8.42	6.03	5.25
P/E (lần)	5.73	8.41	12.8	9.48	8.07
P/E ĐC (lần)	5.73	8.41	12.8	9.48	8.07
P/B (lần)	1.21	1.46	1.38	1.25	1.13
Lợi suất cổ tức (%)	0.87	5.20	3.47	4.33	5.20

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn