

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ80,000 (từ VNĐ86,000)

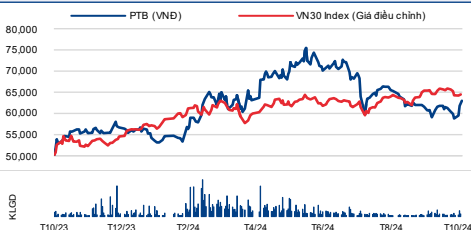
Tiềm năng tăng/giảm: 27.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (31/10/2024) 63,000

Mã Bloomberg	PTB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	51,886-75,437
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	61,575
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,252
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	168
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)	0.36
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	25.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	24.5%
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	3.79	(7.76)	25.4
So với chỉ số	4.87	(10.5)	(2.66)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	5,618	6,010	(6.5)
2025F	6,474	7,582	(14.6)
2026F	7,185	7,852	(8.5)

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

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Giảm dự báo lợi nhuận và giảm 7% giá mục tiêu; vẫn xứng đáng đầu tư

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào mặc dù được điều chỉnh giảm 7% giá mục tiêu xuống 80.000đ (tiềm năng tăng giá 27%) sau khi chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do hạ triển vọng lợi nhuận mảng đá (bù trừ mức tăng nhẹ của mảng gỗ).
- Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026 – mặc dù thấp hơn so với bình quân dự báo thị trường – lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng 34% trong năm 2024, sau đó tiếp tục tăng trưởng lần lượt 15% và 11% trong năm 2025-2026.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 10,7 lần. PTB có thể là đơn vị hưởng lợi chính của hoạt động đầu tư công và sự cải thiện trong lĩnh vực xuất khẩu.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

PTB công bố KQKD Q3/2024 với doanh thu thuần đạt 1.485 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ và lợi nhuận thuần đạt 80 tỷ đồng, tăng 4% so với cùng kỳ). Kết quả trên nhìn chung sát với dự báo của HSC. Tuy nhiên, nếu xét theo mảng kinh doanh thì mảng gỗ ghi nhận KQKD vượt dự báo, với doanh thu (tăng 42% so với cùng kỳ) và tỷ suất lợi nhuận gộp (đạt 29%, cải thiện mạnh từ mức khoảng 20-21% trong những quý trước đó), trong khi mảng đá ghi nhận KQKD thấp hơn dự báo với doanh thu (tăng chỉ 8% so với cùng kỳ) và tỷ suất lợi nhuận gộp (đạt 10%, so với mức thông thường 27-28%).

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 4.530 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ) và 279 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 66% và 68% dự báo trước đó cho cả năm 2024 của chúng tôi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận xuống 393 tỷ đồng sau khi giảm dự báo lợi nhuận mảng đá, bù trừ cho việc tăng dự báo lợi nhuận mảng gỗ. Khi đó lợi nhuận thuần năm 2024 dự kiến tăng mạnh 52% so với cùng kỳ trong khi lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi cũng được dự báo tăng 34% so với cùng kỳ nếu chúng tôi điều chỉnh tác động của khoản trích lập dự phòng một lần trị giá 42,7 tỷ đồng cho các khoản phải thu quá hạn của Noble Home vào năm ngoái.

Ngoài ra, do giảm dự báo lợi nhuận mảng đá, chúng tôi giảm lần lượt 11-14% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 xuống 452 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và 502 tỷ đồng (tăng trưởng 11%). Mảng đá và mảng gỗ được dự báo sẽ dẫn dắt tăng trưởng của PTB trong 2 năm này, với mảng đá sẽ hưởng lợi từ hoạt động đầu tư công và mảng gỗ sẽ được thúc đẩy bởi lĩnh vực xuất khẩu.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 10,7 lần. Mặc dù giảm dự báo lợi nhuận, HSC vẫn dự báo Công ty tăng trưởng khá trong hai năm tiếp theo, trong khi cổ phiếu vẫn có định giá hấp dẫn.

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và thay đổi định giá (giảm giả định WACC và lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025), chúng tôi giảm 7% giá mục tiêu xuống 80.000đ, và cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2024 và 2025 lần lượt là 12,4 lần và 11,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PTB với tiềm năng tăng giá 27% tại giá mục tiêu mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,019	684	820	915 ▼	993 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	467	247	376	433 ▼	481 ▼
EPS ĐC (đồng)	6,862	3,659	5,618	6,474 ▼	7,185 ▼
DPS (đồng)	3,000	2,500	2,500	3,000	3,000
BVPS (đồng)	39,496	40,687	44,051	48,308	52,808
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.54	7.98	7.01	6.40	5.84
P/E ĐC (lần)	9.18	17.2	11.2	9.73	8.77
Lợi suất cổ tức (%)	4.76	3.97	3.97	4.76	4.76
P/B (lần)	1.60	1.55	1.43	1.30	1.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(31.8)	(46.7)	53.5	15.2	11.0
ROAE (%)	18.6	9.13	13.3	14.0	14.2

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

Mảng gỗ và đá dẫn dắt tăng trưởng trong năm sau

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 7% giá mục tiêu xuống 80.000đ (tiềm năng tăng giá 27%). Dự báo của chúng tôi, sau khi giảm 4% dự báo lợi nhuận cho năm 2024 và giảm lần lượt 11-14% cho năm 2025-2026 do giảm dự báo lợi nhuận mảng đá, cho thấy lợi nhuận năm 2024 tăng trưởng 52%, sau đó tăng trưởng 15% và 11% cho năm 2025 và 2026. Chúng tôi kỳ vọng mảng gỗ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ vào nhu cầu từ thị trường xuất khẩu, trong khi mảng đá được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong hai năm tới nhờ vào lĩnh vực đầu tư công.

Cập nhật KQKD Q3/2024

Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt lần lượt 1.485 tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ nhưng giảm 8% so với quý trước) và 80 tỷ đồng (tăng 4% so với cùng kỳ nhưng giảm 28% so với quý trước). Mặc dù KQKD chúng tôi sát với dự báo, nhưng KQKD của các mảng diễn biến trái chiều. Chi tiết như sau:

- Mảng gỗ ghi nhận KQKD vượt dự báo cả về doanh thu (tăng mạnh 42% so với cùng kỳ đạt 756 tỷ đồng nhưng giảm 15% so với quý trước) và tỷ suất lợi nhuận gộp (đạt 29% trong Q3/2024, cải thiện mạnh từ mức khoảng 21% trong quý Q3/2023 và Q2/2024 nhờ nâng cao công suất hoạt động). Mảng đá ghi nhận KQKD cao hơn kim ngạch xuất khẩu gỗ và các sản phẩm làm từ gỗ, với mức tăng 17% so với cùng kỳ trong Q3/2024 đạt 4,1 tỷ USD.

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu từ mảng gỗ tăng mạnh 27% so với cùng kỳ đạt 2.549 tỷ đồng, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này cũng cải thiện lên 23% từ mức 21% trong 9 tháng đầu năm 2023. Tính đến thời điểm hiện tại, các cơ sở chế biến gỗ của PTB đang hoạt động hết công suất để hoàn thành đủ đơn hàng giao trong Q4/2024 và Q1/2025. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục ở mức cao trong Q4/2024.

- Trái lại, KQKD mảng đá thấp hơn dự báo của chúng tôi, với doanh thu Q3/2024 tăng 8% so với cùng kỳ đạt 453 tỷ đồng, nhờ doanh thu xuất khẩu tăng 13% so với cùng kỳ (đạt 227 tỷ đồng), trong khi doanh thu trong nước tăng khiêm tốn 4% so với cùng kỳ lên 226 tỷ đồng, do có sự cạnh tranh ở phân khúc đá granite. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này giảm mạnh xuống 10% trong Q3/2024, từ mức 30% trong Q3/2023 và 27% trong Q2/2024 do cơ cấu sản phẩm. Theo đó, hầu hết sản phẩm đá được tiêu thụ trong nước trong quý là đá xây dựng (có giá trị gia tăng và tỷ suất lợi nhuận gộp thấp).

Chúng tôi dự báo doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng đá sẽ cải thiện trong Q4/2024. Một số đơn hàng đá granite bị hoãn xuất khẩu trong Q3/2024 do cước phí vận chuyển container tăng sẽ được xuất khẩu trong Q4/2024 do cước phí vận chuyển giảm trở lại. Trong khi đó, PTB cũng cung cấp một số sản phẩm đá granite có giá trị gia tăng cao hơn trong Q4/2024. Điều này sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này.

- Doanh thu mảng ô tô (phân phối xe Toyota và cung cấp dịch vụ hậu) tăng 18% so với cùng kỳ (và tăng 11% so với quý trước) đạt 268 tỷ đồng, nhờ số lượng xe được bán ra tăng trong quý. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này thấp (4,3% trong Q3/2024, từ mức 4% trong Q3/2023 và 4,5% trong Q2/2024).
- Doanh thu từ mảng BĐS khá khiêm tốn, đạt 7 tỷ đồng trong Q3/2024, giảm 2% so với cùng kỳ và giảm 45% so với quý trước. Việc bán các căn hộ còn lại tại dự án Phú Tài Residence có vẻ chậm do nhu cầu mua căn hộ (tại Bình Định) thấp. Tính đến cuối Q3/2024, giá trị tồn kho tại dự án này ở mức 208 tỷ đồng, giảm nhẹ từ mức 227 tỷ đồng vào cuối năm 2023.

Bảng 1: KQKD Q3/2024, PTB

Lợi nhuận thuần Q3/2024 tăng 4% so với cùng kỳ (nhưng giảm 28% so với quý trước) xuống 80 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	% y/y	% q/q	9T23	9T24	% y/y	Dự báo cũ 2024 của HSC	% hoàn thành dự báo
Doanh thu thuần	1,187	1,608	1,485	25.1%	-7.7%	4,071	4,530	11.3%	6,845	66.2%
Lợi nhuận gộp	262	324	287	9.3%	-11.6%	861	914	6.1%		
Lợi nhuận HĐ tài chính	(31)	2	(18)	-42.2%	N/m	(90)	(28)	-69.2%		
Chi phí BH&QL	(130)	(181)	(164)	25.8%	-9.5%	(467)	(527)	12.8%		
Thu nhập thuần khác	(6)	(6)	(2)	-66.8%	-66.2%	(10)	(11)	15.3%		
LNTT	94	138	102	8.3%	-26.0%	295	350	18.6%	517	
Lợi nhuận thuần	77	111	80	3.9%	-28.1%	241	279	16.1%	411	68.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.1%	20.2%	19.3%			21.2%	20.2%			
Chi phí BH&QL/ Doanh thu	-11.0%	-11.3%	-11.1%			-11.5%	-11.6%			
Tỷ suất LNTT	8.0%	8.6%	6.9%			7.2%	7.7%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.5%	6.9%	5.4%			5.9%	6.2%			

Nguồn: PTB, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu, PTB

Tăng trưởng doanh thu Q3/2024 được thúc đẩy nhờ mảng gỗ (tăng 42% so với cùng kỳ), vượt dự báo của HSC

Tỷ đồng	Q3/23	Q2/24	Q3/24	% y/y	% q/q	9T23	9T24	% y/y
Doanh thu thuần	1,187	1,608	1,485	25.1%	-7.7%	4,071	4,530	11.3%
Đá	418	464	453	8.4%	-2.5%	1,294	1,309	1.1%
Gỗ	532	890	756	42.1%	-15.1%	2,002	2,549	27.3%
Ô tô	226	241	268	18.4%	10.9%	729	640	-12.1%
BDS	7	12	7	-2.0%	-44.5%	39	30	-24.6%
Tỷ trọng								
Doanh thu thuần	100.0%	100.0%	100.0%			100.0%	100.0%	
Đá	35.2%	28.9%	30.5%			31.8%	28.9%	
Gỗ	44.8%	55.3%	50.9%			49.2%	56.3%	
Ô tô	19.0%	15.0%	18.0%			17.9%	14.1%	
BDS	0.6%	0.8%	0.5%			1.0%	0.7%	

Nguồn: PTB

Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, PTB

Tỷ suất lợi nhuận gộp Q3/2024 của mảng gỗ mở rộng, trong khi mảng đá thu hẹp

Tỷ suất lợi nhuận gộp	Q3/23	Q2/24	Q3/24	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm phần trăm)	Chênh lệch so với quý trước (điểm phần trăm)	9T23	9T24	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm phần trăm)
Tổng	22.1%	20.2%	19.3%	-2.8%	-0.9%	21.2%	20.2%	-1.0%
Đá	30.5%	26.7%	10.3%	-20.1%	-16.4%	29.9%	21.1%	-8.9%
Gỗ	20.7%	20.7%	29.1%	8.4%	8.3%	21.1%	23.1%	2.1%
Ô tô	4.0%	4.5%	4.3%	4.3%	-0.2%	3.3%	4.8%	1.6%
BDS	28.3%	37.2%	34.0%	5.7%	-3.2%	38.5%	34.5%	-4.0%

Nguồn: PTB

Trong 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 4.530 tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ) và 279 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ), hoàn thành lần lượt 66% và 68% dự báo trước đó cho cả năm 2024 của chúng tôi.

Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Cho năm 2024, HSC giảm 4% dự báo lợi nhuận xuống 393 tỷ đồng (tăng 52% so với cùng kỳ) sau khi giảm dự báo lợi nhuận mảng đá, bù trừ cho việc tăng dự báo lợi nhuận mảng gỗ. Điều này cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 113 tỷ đồng (tăng 4,1 lần so với cùng kỳ) (Bảng 4). Chúng tôi lưu ý rằng trong Q4/2023, PTB trích lập dự phòng 42,7 tỷ đồng cho các khoản phải thu quá hạn do khách hàng tại Mỹ Noble Home phá sản (tương đương 70% tổng số phải thu). Loại trừ khoản trích lập dự phòng này, lợi nhuận thuần sẽ tăng 100% trong Q4/2024 và tăng 34% trong năm 2024.

Ngoài ra, do giảm dự báo lợi nhuận mảng đá, HSC giảm lần lượt 11-14% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 xuống 452 tỷ đồng (tăng trưởng 15%) và 502 tỷ đồng (tăng

trường 11%). Mảng đá và mảng gỗ được dự báo sẽ dẫn dắt tăng trưởng của PTB trong 2 năm này, với mảng đá sẽ hưởng lợi từ hoạt động đầu tư công và mảng gỗ sẽ được thúc đẩy bởi lĩnh vực xuất khẩu.

PTB bắt đầu bàn giao đá granite cho dự án mở rộng sân bay Nội Bài, với tổng giá trị hợp đồng là 100 tỷ đồng, dự kiến sẽ hoàn thành trong Q2/2025. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận từ dự án này sẽ được ghi nhận trong nửa đầu năm 2025.

Trong khi đó, PTB cũng sẽ cung cấp đá granite cho dự án Sân bay Quốc tế Long Thành trong năm 2025-2026. Điều này sẽ thúc đẩy tăng trưởng cho mảng đá, cùng với kỳ vọng xuất khẩu thạch anh sẽ cải thiện.

Bảng 4: Ước tính KQKD Q4/2024, PTB

HSC ước tính lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 113 tỷ đồng (tăng 4,1 lần so với cùng kỳ và tăng 100% với lợi nhuận "cốt lõi" cùng kỳ năm 2023)

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24F	% y/y	% q/q	2023	2024F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,548	1,485	2,052	32.6%	38.2%	5,619	6,582	17.1%
Lợi nhuận thuần	22	80	113	408.7%	42.0%	258	393	52.3%
Lợi nhuận cốt lõi	56	80	113	100.5%	42.0%	292	393	34.5%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, PTB

Chúng tôi hạ bình quân 10% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026
Doanh thu thuần	5,619	6,845	7,889	8,917	6,582	7,750	8,593	-3.8%	-1.8%	-3.6%
Lợi nhuận thuần	258	411	510	586	393	452	502	-4.4%	-11.3%	-14.4%
Lợi nhuận cốt lõi	292	411	510	586	393	452	502	-4.4%	-11.3%	-14.4%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		21.8%	15.2%	13.0%	17.1%	17.8%	10.9%			
Lợi nhuận thuần		59.3%	24.3%	14.9%	52.3%	15.2%	11.0%			
Lợi nhuận cốt lõi		40.4%	24.3%	14.9%	34.2%	15.2%	11.0%			

Nguồn: HSC

Bảng 6: Dự báo cơ cấu doanh thu, PTB

HSC hạ 11% ước tính sản lượng đá, trong khi tăng nhẹ 1% dự báo doanh thu mảng gỗ giai đoạn 2024-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2023	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,619	6,845	7,889	8,917	6,582	7,750	8,593	-3.8%	-1.8%	-3.6%
Đá	1,778	2,045	2,421	2,771	1,861	2,143	2,410	-9.0%	-11.5%	-13.0%
Gỗ	2,785	3,454	3,972	4,449	3,482	4,004	4,484	0.8%	0.8%	0.8%
Ô tô	985	1,122	1,249	1,367	1,122	1,249	1,367	0.0%	0.0%	0.0%
BĐS	58	215	237	320	108	345	320	-50.0%	45.3%	0.0%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần		21.8%	15.2%	13.0%	17.1%	17.8%	10.9%			
Đá		15.0%	18.4%	14.4%	4.7%	15.1%	12.5%			
Gỗ		24.0%	15.0%	12.0%	25.0%	15.0%	12.0%			
Ô tô		13.9%	11.3%	9.5%	13.9%	11.3%	9.5%			
BĐS		271.9%	10.3%	34.8%	85.9%	220.6%	-7.3%			
Tỷ trọng										
Đá	31.6%	29.9%	30.7%	31.1%	28.3%	27.6%	28.1%			
Gỗ	49.6%	50.5%	50.3%	49.9%	52.9%	51.7%	52.2%			
Ô tô	17.5%	16.4%	15.8%	15.3%	17.0%	16.1%	15.9%			
BĐS	1.0%	3.1%	3.0%	3.6%	1.6%	4.5%	3.7%			

Nguồn: HSC

Giảm 7% giá mục tiêu xuống 80.000đ; duy trì khuyến nghị Mua vào, với tiềm năng tăng giá 27%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới, HSC giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 80.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 27% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2024, 2025, và 2026 lần lượt là 14,2 lần, 12,4 lần, và 11,1 lần.

Bên cạnh việc giảm dự báo lợi nhuận, phương pháp định giá của chúng tôi cũng áp dụng các giả định cơ bản như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (so với 8,5% trước đó), được điều chỉnh giảm để phù hợp với những thay đổi trong tiêu chuẩn nội của HSC, và hệ số beta 1,1 lần (không đổi) nhằm phản ánh những thay đổi của Bloomberg. Những thay đổi trên dẫn đến giả định WACC 11%, giảm từ mức 11,8% trước đó.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi).
- HSC lùi thời điểm định giá đến cuối năm 2025 từ giữa năm 2025.

Bảng 7: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, PTB

HSC giả định chi phí vốn CSH (CAPM) là 12,3% & chi phí nợ là 6,4%

	Mới	Cũ
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	7.5%	8.5%
Beta	1.1	1.1
Chi phí vốn CSH	12.3%	13.4%
Chi phí nợ	8.0%	8.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%	6.4%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Tính toán WACC, PTB

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11%

	Mới	Cũ
Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	79.4%	77.8%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	20.6%	22.2%
WACC	11.0%	11.8%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Định giá DCF, PTB

Định giá DCF, PTB 80.000đ

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận thuần	258	393	452	502	532	548	580	614
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	23	16	19	21	21	22	23	25
+ Khấu hao	241	271	282	294	306	319	331	343
- Thay đổi vốn lưu động	299	(279)	(377)	(276)	(199)	(180)	(184)	(182)
- Chi phí đầu tư TSCĐ	(32)	(132)	(147)	(155)	(156)	(156)	(154)	(130)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	788	270	229	387	504	553	596	670
Tốc độ tăng trưởng dài hạn								2%
Giá trị dài hạn								7,556
Dòng tiền tương lai	788	270	229	387	504	553	596	8,226
Giá trị hiện tại	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
Giá trị của doanh nghiệp	788	270	229	348	409	404	392	4,872
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp			6,654					
- Tổng nợ			(2,267)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền			1,016					
Giá trị vốn CSH			5,402					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)			67					
Giá mục tiêu			80,000					

Nguồn: HSC

Bảng 10: Phân tích độ nhạy, PTB

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

VND	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%		80,900	76,700	72,900	69,300	66,000
	1.5%		85,100	80,500	76,300	72,400	68,800
	2.0%		89,700	84,700	80,000	75,800	71,900
	2.5%		95,000	89,400	84,300	79,600	75,400
	3.0%		101,000	94,700	89,000	83,900	79,200

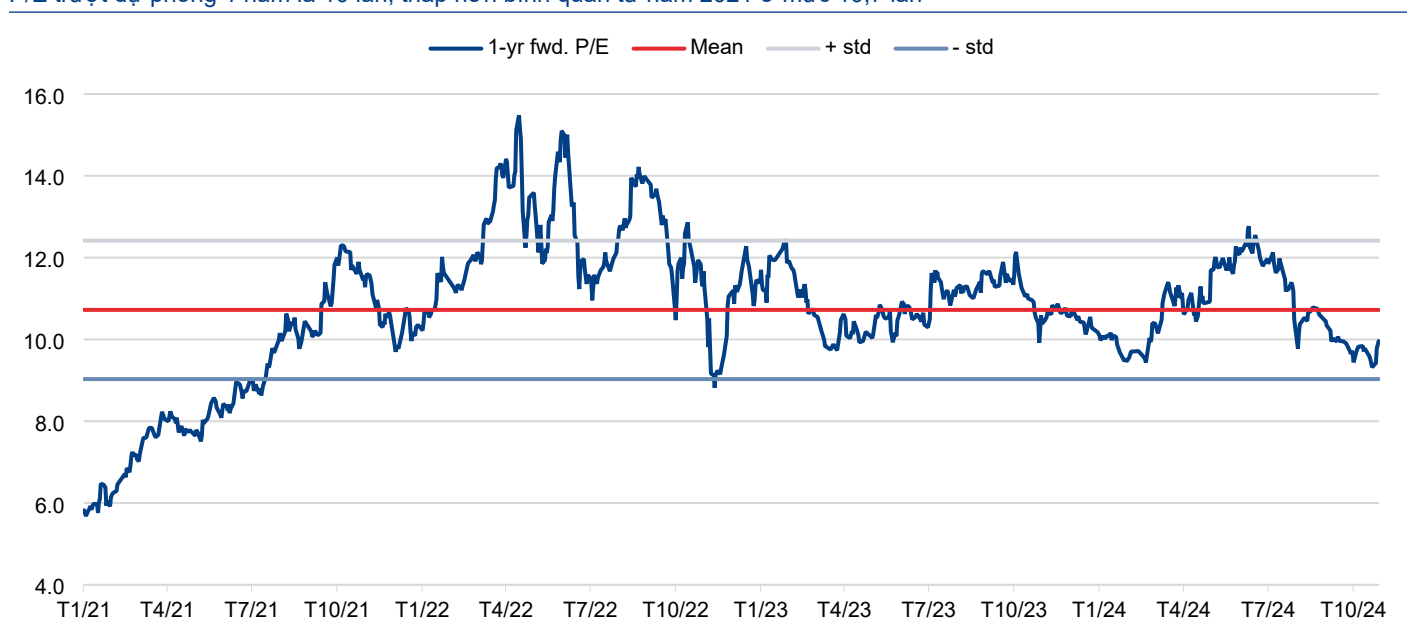
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 8% trong 3 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024 là 11,2 lần và năm 2025 là 9,7 lần, tương đương với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 10,7 lần. Mặc dù chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, Công ty vẫn được dự báo đạt mức tăng trưởng khá trong 2 năm tới. Măng đá và măng gỗ được dự báo sẽ dẫn dắt tăng trưởng của PTB, với măng đá sẽ hưởng lợi từ hoạt động đầu tư công và măng gỗ sẽ được thúc đẩy bởi lĩnh vực xuất khẩu. Cùng với định giá hấp dẫn, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 27%.

Bảng 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, PTB

P/E trượt dự phóng 1 năm là 10 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2021 ở mức 10,7 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	6,887	5,619	6,582	7,750	8,593
Lợi nhuận gộp	1,540	1,144	1,324	1,545	1,710
Chi phí BH&QL	(795)	(688)	(764)	(899)	(997)
Thu nhập khác	68.7	18.5	21.6	25.5	28.2
Chi phí khác	(73.3)	(31.6)	(32.9)	(38.8)	(43.0)
EBIT	740	443	549	633	699
Lãi vay thuần	(126)	(113)	(55.0)	(63.7)	(67.1)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(6.95)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	614	323	494	569	632
Chi phí thuế TNDN	(112)	(63.3)	(98.8)	(114)	(126)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(15.1)	(1.70)	(2.60)	(2.99)	(3.32)
LNST không thường xuyên	(20.4)	(10.8)	(16.5)	(19.0)	(21.1)
Lợi nhuận thuần	467	247	376	433	481
Lợi nhuận thuần ĐC	467	247	376	433	481
EBITDA ĐC	1,019	684	820	915	993
EPS (đồng)	6,862	3,659	5,618	6,474	7,185
EPS ĐC (đồng)	6,862	3,659	5,618	6,474	7,185
DPS (đồng)	3,000	2,500	2,500	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	68.0	67.5	66.9	66.9	66.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	68.0	66.9	66.9	66.9	66.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	68.0	67.5	66.9	66.9	66.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	272	428	408	628	922
Đầu tư ngắn hạn	27.2	19.6	329	388	430
Phải thu khách hàng	793	881	987	1,163	1,289
Hàng tồn kho	1,757	1,466	1,711	2,015	2,234
Các tài sản ngắn hạn khác	206	146	171	201	223
Tổng tài sản ngắn hạn	3,055	2,941	3,607	4,394	5,098
TSCĐ hữu hình	1,773	1,719	1,582	1,450	1,313
TSCĐ vô hình	23.5	21.1	18.8	16.4	14.1
Bất động sản đầu tư	5.61	5.38	0	0	0
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	14.6	256	256	256	256
Tài sản dài hạn khác	367	321	368	431	476
Tổng tài sản dài hạn	2,183	2,323	2,225	2,153	2,059
Tổng cộng tài sản	5,238	5,264	5,832	6,547	7,157
Nợ ngắn hạn	1,476	1,553	1,820	2,143	2,376
Phải trả người bán	418	499	578	673	737
Nợ ngắn hạn khác	277	208	208	208	208
Tổng nợ ngắn hạn	2,310	2,352	2,691	3,116	3,419
Nợ dài hạn	152	116	119	124	130
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	15.2	19.1	19.1	19.1	19.1
Tổng nợ dài hạn	167	135	138	144	150
Tổng nợ phải trả	2,477	2,487	2,829	3,260	3,568
Vốn chủ sở hữu	2,687	2,724	2,949	3,234	3,535
Lợi ích cổ đông thiểu số	74.0	53.2	53.2	53.2	53.2
Tổng vốn chủ sở hữu	2,761	2,777	3,002	3,287	3,588
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,238	5,264	5,831	6,547	7,157
BVPS (đ)	39,496	40,687	44,051	48,308	52,808
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,356	1,241	1,530	1,639	1,584

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	740	443	549	633	699
Khấu hao	(279)	(241)	(271)	(282)	(294)
Lãi vay thuần	(126)	(113)	(55.0)	(63.7)	(67.1)
Thuế TNDN đã nộp	(126)	(116)	(98.8)	(114)	(126)
Thay đổi vốn lưu động	1,041	714	844	943	1,030
Khác	(1,087)	(509)	(1,433)	(1,381)	(1,332)
LCT thuần từ HKKD	735	778	51.0	268	456
Đầu tư TS dài hạn	(283)	(172)	(126)	(147)	(155)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	83.7	27.4	0	0	0
Khác	(9.72)	(268)	(47.3)	(62.9)	(45.3)
LCT thuần từ HĐĐT	(209)	(413)	(173)	(210)	(200)
Cổ tức trả cho CSH	(36.8)	0	(167)	(167)	(201)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(352)	4,209	270	329	239
Khác	0	(4,418)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(389)	(209)	102	161	38.1
Tiền & tương đương tiền đầu kì	136	272	428	408	628
LCT thuần trong kỳ	137	157	(20.0)	220	294
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.83)	(0.62)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	272	428	408	628	922
Dòng tiền tự do	452	606	(74.9)	121	301

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.4	20.4	20.1	19.9	19.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.8	12.2	12.5	11.8	11.6
Tỷ suất LNT (%)	6.78	4.40	5.71	5.59	5.60
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.2	19.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	6.08	(18.4)	17.1	17.8	10.9
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	3.44	(32.9)	19.9	11.5	8.50
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(4.53)	(47.1)	52.3	15.2	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	(31.8)	(46.7)	53.5	15.2	11.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(31.8)	(46.7)	53.5	15.2	11.0
Tăng trưởng DPS (%)	500	(16.7)	0	20.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	43.7	68.3	44.5	46.3	41.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.6	9.13	13.3	14.0	14.2
ROACE (%)	26.0	15.2	18.1	19.3	19.5
Vòng quay tài sản (lần)	1.29	1.07	1.19	1.25	1.25
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.99	1.76	0.09	0.42	0.65
Số ngày tồn kho	120	120	119	119	118
Số ngày phải thu	54.1	71.9	68.5	68.4	68.4
Số ngày phải trả	28.5	40.7	40.1	39.6	39.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	51.6	47.2	53.2	52.1	46.3
Nợ/tài sản (%)	31.7	32.6	33.9	35.3	35.7
EBIT/lãi vay (lần)	5.87	3.91	9.98	9.93	10.4
Nợ/EBITDA (lần)	1.63	2.51	2.41	2.53	2.58
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.32	1.25	1.34	1.41	1.49
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.82	0.97	0.87	0.76	0.68
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.54	7.98	7.01	6.40	5.84
P/E (lần)	9.18	17.2	11.2	9.73	8.77
P/E ĐC (lần)	9.18	17.2	11.2	9.73	8.77
P/B (lần)	1.60	1.55	1.43	1.30	1.19
Lợi suất cổ tức (%)	4.76	3.97	3.97	4.76	4.76

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