

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

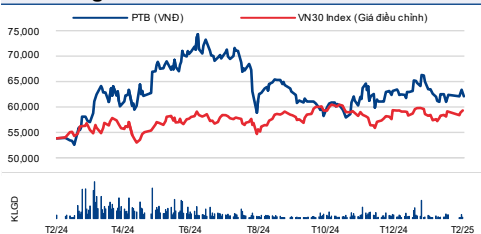
Giá mục tiêu: VNĐ74,000 (từ VNĐ80,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/2/2025)	62,100
Mã Bloomberg	PTB VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	52,553-74,313
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	62,660
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,191
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	166
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	(2.36)	0.86	15.4
So với chỉ số	(4.22)	(0.20)	4.37
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	6,015	7,582	(20.7)
2026F	6,784	7,852	(13.6)
2027F	7,392	7,853	(5.9)

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

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

Hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng, do giảm nhẹ dự báo tăng trưởng

- HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 74.000đ (tiềm năng tăng giá: 19%) sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm 6-7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do hạ giả định lợi nhuận mảng đá và mảng BDS, phần nào được bù trừ bằng việc nâng dự báo lợi nhuận mảng gỗ. Theo đó, lợi nhuận thuần tăng trưởng 13% mỗi năm trong năm 2025-2026, sau đó tăng 9% trong năm 2027 (dự báo lần đầu).
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,8 lần.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q4/2024 và năm 2024

Trong Q4/2024, doanh thu thuần tăng 25% so với cùng kỳ và tăng 30% so với quý trước đạt 1.936 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng 77% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước đạt 92 tỷ đồng. Mặc dù doanh thu thuần sát với dự báo, lợi nhuận thuần thấp hơn 18% so với dự báo do (i) khoản lỗ bất ngờ ở mảng đá, và (ii) chi phí dự phòng 12 tỷ đồng cho khoản phải thu từ khách hàng tại Mỹ Noble Home (đã nộp đơn phá sản vào tháng 9/2023). Ngoài trừ các khoản trích lập dự phòng không thường xuyên trong cả hai quý (Q4/2023 và Q4/2024), lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng 79% so với cùng kỳ (và tăng 27% so với quý trước) đạt 101 tỷ đồng.

Trong năm 2024, doanh thu thuần tăng trưởng 15% đạt 6.466 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 44% đạt 371 tỷ đồng. Trong khi đó, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng mạnh 30% đạt 380 tỷ đồng, hoàn thành 97% dự báo cho cả năm 2024 của HSC. Mảng gỗ ghi nhận KQKD nổi bật, cao hơn dự báo của chúng tôi trong khi KQKD các mảng khác thấp hơn dự báo.

Tác động: Giảm 6-7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giảm 6-7% dự báo lợi nhuận (giảm 5-6% dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi) cho năm 2025-2026 do giảm dự báo lợi nhuận các mảng ngoài mảng gỗ, phần nào được bù trừ bởi việc tăng dự báo lợi nhuận cho mảng gỗ. Dự báo mới – mặc dù thấp hơn 14% so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng 13% mỗi năm (tăng trưởng lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi sẽ ở mức 13% và 11% trong 2 năm 2025 và 2026), trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng 9% dựa trên mức tăng trưởng khá của tất cả các mảng kinh doanh, thay vì chỉ dựa vào một mảng như năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,8 lần. Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC giảm 7,5% giá mục tiêu xuống 74.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 19% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 12,3 lần và 10,9 lần.

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu vẫn còn giá trị đầu tư nhờ mức tăng trưởng khá ở 4 mảng kinh doanh chính. Bất kỳ chính sách bất lợi của chính phủ Mỹ dưới thời chính quyền tổng thống Donald Trump áp lên hàng hóa Việt Nam xuất khẩu sang nước này đều là rủi ro đối với dự báo của chúng tôi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/2.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	684	739	829 ▼	913 ▼	972
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	247	355	403 ▼	454 ▼	495
EPS ĐC (đồng)	3,659	5,309	6,015 ▼	6,784 ▼	7,392
DPS (đồng)	2,500	2,500	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	40,687	43,380	47,158	51,239	55,955
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.89	7.09	6.34	5.72	5.21
P/E ĐC (lần)	17.0	11.7	10.3	9.15	8.40
Lợi suất cổ tức (%)	4.03	4.03	4.83	4.83	4.83
P/B (lần)	1.53	1.43	1.32	1.21	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(46.7)	45.1	13.3	12.8	8.97
ROAE (%)	9.13	12.6	13.3	13.8	13.8

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

Dự báo tất cả mảng kinh doanh tăng trưởng khá trong năm 2025

HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 8% giá mục tiêu xuống 74.000đ (tiềm năng tăng giá: 19%) do dự báo lợi nhuận thận trọng hơn. Dự báo mới, sau khi điều chỉnh giảm 6-7% cho năm 2025-2026, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 13% mỗi năm, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 9%. Mảng gỗ dự kiến đạt mức tăng trưởng khá trong khi mảng đá lấy lại đà tăng trưởng nhờ mở rộng quy mô kinh doanh phân khúc sản phẩm đá thạch anh.

Đánh giá KQKD Q4/2024 & năm 2024

Trong Q4/2024, doanh thu thuần tăng 25% so với cùng kỳ và tăng 30% so với quý trước đạt 1.936 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận thuần tăng 77% so với cùng kỳ và tăng 15% so với quý trước đạt 92 tỷ đồng. Mặc dù doanh thu thuần sát với dự báo (với mảng gỗ dẫn dắt tăng trưởng), lợi nhuận thuần thấp hơn 18% so với dự báo do (i) khoản lỗ bất ngờ ở mảng đá, và (ii) chi phí dự phòng 10 tỷ đồng, tương đương 15% khoản phải thu khó đòi từ khách hàng tại Mỹ Noble Home (đã nộp đơn phá sản vào tháng 9/2023).

HSC lưu ý rằng trong Q4/2023, PTB trích lập dự phòng 43 tỷ đồng, tương đương 70% tổng số phải thu từ khách hàng này. Ngoại trừ các khoản chi phí dự phòng không thường xuyên trong cả hai quý (Q4/2023 và Q4/2024), lợi nhuận thuần tăng 79% so với cùng kỳ (và tăng 27% so với quý trước) đạt 101 tỷ đồng.

Trong năm 2024, doanh thu thuần tăng trưởng 15% đạt 6.466 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 44% đạt 371 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng mạnh 30% so với cùng kỳ lên 380 tỷ đồng. Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi hoàn thành lần lượt 98% và 97% dự báo cho cả năm 2024 của chúng tôi. Mảng gỗ ghi nhận KQKD nổi bật, vượt dự báo của chúng tôi trong khi KQKD các mảng khác thấp hơn dự báo.

Bảng 1: KQKD Q4/2024, PTB

Lợi nhuận HĐKD 'cốt lõi' Q4/2024 tăng mạnh mẽ lên mức 101 tỷ đồng, tương đương tăng 79% so với cùng kỳ và 27% so với quý trước

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng	Dự báo 2024 của HSC	% hoàn thành
Doanh thu thuần	1,548	1,485	2,126	37.3%	43.2%	5,619	6,466	15.1%	6,582	98.2%
Lợi nhuận thuần	22	80	92	312.7%	15.2%	258	371	43.9%	393	94.5%
Lợi nhuận thuần HĐKD 'cốt lõi'	56	80	101	79.3%	27.0%	292	380	30.3%	393	96.9%

Nguồn: PTB, HSC

Xét theo các mảng kinh doanh:

- Doanh thu **mảng gỗ** Q4/2024 tăng mạnh 38% so với cùng kỳ (đạt 1.081 tỷ đồng) và tăng trưởng 30% trong năm 2024 (đạt 3.629 tỷ đồng, cao hơn mức cao kỷ lục trong năm 2021). Tốc độ tăng trưởng của mảng gỗ cao hơn tốc độ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu của ngành gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam (tăng 19% so với cùng kỳ trong Q4/2024 đạt 4,6 tỷ USD) và tăng trưởng 20% trong năm 2024 (đạt 16,1 tỷ USD).

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này cũng mở rộng lên 26,7% trong Q4/2024 và 24,2% trong năm 2024 (từ 17,2% trong Q4/2023 và 20% trong năm 2023), nhờ sản lượng tiêu thụ tăng giúp tối ưu hóa chi phí.

Trong Q4/2024, PTB trích lập dự phòng bổ sung 10 tỷ đồng cho khoản phải thu từ khách hàng tại Mỹ đã nộp đơn phá sản vào tháng 9/2023 - Noble Home, tương đương 15% tổng số phải thu từ khách hàng này. Cùng với 70% chi phí dự phòng đã trích lập trong Q4/2023, PTB đã trích lập dự phòng cho 85% khoản phải thu từ Noble Home (54 tỷ đồng trong tổng số 64 tỷ đồng dư nợ).

Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo PTB sẽ trích lập dự phòng cho khoản phải thu 10 tỷ đồng còn lại trong năm nay (có thể trong Q3/2025 hoặc Q4/2025 khi các khoản phải thu quá hạn hai năm). Khoản chi phí dự phòng này đã được phản ánh vào KHKD cho năm nay của BLĐ (với doanh thu tăng trưởng 10% đạt 7.343 tỷ đồng và LNTT tăng trưởng 12% đạt 528 tỷ đồng).

- **Mảng đá** ghi nhận KQKD đáng thất vọng, với doanh thu Q4/2024 giảm 3% so với cùng kỳ xuống 469 tỷ đồng và doanh thu năm 2024 đi ngang ở mức 1.778 tỷ đồng. Cho cả năm 2024, mức tăng trưởng 20% của phân khúc đá thạch anh (đóng góp 1/3 doanh thu mảng đá) đã bị bù trừ hoàn toàn bởi mức sụt giảm của phân khúc đá granite (đóng góp 2/3 doanh thu mảng đá).

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu, PTB

Mảng kinh doanh gỗ dẫn đầu tăng trưởng, với doanh thu tăng 38% so với cùng kỳ trong Q4/2024 và 30% trong cả năm 2024

Tỷ đồng	Q4/23	Q3/24	Q4/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	1,548	1,485	1,936	25.1%	30.4%	5,619	6,466	15.1%
Đá	484	453	469	-3.0%	3.7%	1,778	1,778	0.0%
Gỗ	783	756	1,081	38.0%	42.9%	2,785	3,629	30.3%
Ô tô	256	268	337	31.7%	25.9%	985	977	-0.8%
BDS	19	7	41	118.6%	500.1%	58	70	21.4%
Tỷ trọng								
Đá	31.2%	30.5%	24.2%			31.6%	27.5%	
Gỗ	50.6%	50.9%	55.8%			49.6%	56.1%	
Ô tô	16.5%	18.0%	17.4%			17.5%	15.1%	
BDS	1.2%	0.5%	2.1%			1.0%	1.1%	

Nguồn: PTB

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

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng gỗ tăng lên, trong khi mảng đá giảm mạnh

	Q4/23	Q3/24	Q4/24	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm phần trăm)	Chênh lệch so với quý trước (điểm phần trăm)	2023	2024	Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm phần trăm)
Tổng	18.8%	19.3%	16.0%	(2.8)	(3.3)	20.5%	18.9%	(1.6)
Đá	27.5%	10.3%	-1.5%	(29.0)	(11.9)	29.3%	15.1%	(14.2)
Gỗ	17.2%	29.1%	26.7%	9.5	(2.4)	20.0%	24.2%	4.2
Ô tô	4.8%	4.3%	4.8%	0.1	0.5	4.6%	4.8%	0.3
BDS	30.1%	34.0%	30.6%	0.5	(3.3)	35.8%	32.3%	(3.6)

Nguồn: PTB, HSC

Mảng đá ghi nhận lỗ gộp bất ngờ 7 tỷ đồng trong Q4/2024, dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp -1,5%, so với mức 27,5% trong Q4/2023. Trong năm 2024, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng đá giảm mạnh xuống còn 15,1%, từ 29,3% trong năm 2023 do tỷ suất lợi nhuận của phân khúc đá granite thu hẹp. Đối với mảng đá, mức độ cạnh tranh ở phân khúc đá ốp lát (có tỷ suất lợi nhuận gộp cao, khoảng 30%) ngày càng gay gắt, nên PTB chuyển trọng tâm sang phân khúc đá xây dựng, vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn nhiều, ở mức 10-12%. Trong khi đó, mảng đá thạch anh có tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 25%.

- **Doanh thu mảng BDS** trong Q4/2024 và cả năm 2024 tăng lần lượt 1,2 lần so với cùng kỳ (đạt 41 tỷ đồng) và tăng 21% so với cùng kỳ đạt 70 tỷ đồng. Hoạt động bàn giao căn hộ chậm hơn dự báo. Trong năm 2024, PTB tiếp tục bàn giao 48 căn hộ tại dự án Phú Tài Residence, chỉ hoàn thành 80% dự báo. Tại thời điểm cuối năm 2024, PTB đã bàn giao 501 căn hộ trên tổng số 634 căn của dự án này. Giá trị hàng tồn kho của 133 căn hộ còn lại là 180 tỷ đồng. BLĐ dự kiến sẽ bàn giao số căn hộ này trong năm 2025.

Dự án BDS thứ 2 của PTB, Phú Tài Central Life, có tổng vốn đầu tư 615 tỷ đồng với 380 căn hộ, sẽ hoàn thành trong Q4/2025. BLĐ dự kiến bàn giao khoảng 20 căn hộ trong năm nay và sẽ bàn giao số còn lại trong giai đoạn 2026-2028.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 30,6% trong Q4/2024, gần như không đổi so với mức 30,1% trong Q4/2023. Trong năm 2024, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng BĐS thu hẹp xuống 32,3%, từ mức 35,8% của năm 2023.

- **Mảng ô tô** (phân phối xe Toyota và dịch vụ hậu mãi) ghi nhận doanh thu tăng 32% so với cùng kỳ trong Q4/2024 đạt 337 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ xe Toyota tăng mạnh trong quý (tăng 37% so với cùng kỳ đạt 26.611 chiếc trên cả nước). Tuy nhiên, trong cả năm 2024, doanh thu của mảng này giảm 1% so với cùng kỳ xuống 977 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này vẫn ổn định ở mức 4,8% trong Q4/2024 và năm 2024 (Q4/2023: 4,8%; năm 2023: 4,6%).

Giảm 6-7% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026

HSC giảm 6% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 do giảm dự báo lợi nhuận các mảng khác ngoài mảng gỗ, phần nào được bù trừ bởi việc tăng dự báo lợi nhuận cho mảng gỗ. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 13% mỗi năm, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 9%. Cho năm 2025, tăng trưởng dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi tất cả các mảng kinh doanh thay vì chỉ dựa vào một ngành như năm 2024.

Chúng tôi cũng dự báo PTB sẽ trích lập dự phòng cho khoản phải thu 9 tỷ đồng còn lại từ Noble Home trong năm 2025. Do đó, toàn bộ khoản phải thu từ khách hàng này sẽ được trích lập dự phòng vào cuối năm 2025. Dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi được điều chỉnh giảm 5-6% trong năm 2025 và 2026, cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 13% và 11% trong 2 năm.

Bảng 4: Dự báo mới và dự báo cũ, PTB

Hạ 5-6% dự báo lợi nhuận HĐKD 'cốt lõi' giai đoạn 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2024-27 CAGR
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	6,466	6,582	7,750	8,593	7,495	8,398	9,092	-1.8%	-3.3%	-2.3%	12.0%
Lợi nhuận thuần	371	393	452	502	420	474	517	-5.5%	-7.1%	-5.6%	11.7%
Lợi nhuận cốt lõi	380	393	452	502	428	474	517	-3.1%	-5.4%	-5.6%	10.7%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	15.1%	17.1%	19.9%	10.9%	15.9%	12.0%	8.3%				
Lợi nhuận thuần	43.9%	52.3%	21.9%	11.0%	13.3%	12.8%	9.0%				
Lợi nhuận cốt lõi	30.3%	34.2%	18.9%	11.0%	12.5%	10.8%	9.0%				

Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo mới và dự báo cũ cơ cấu doanh thu, PTB

Chúng tôi nâng 5% dự báo doanh thu mảng gỗ, nhưng hạ ước tính doanh thu đối với các mảng khác

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			2024-27 CAGR
	2024	2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2024	2025F	2026F	
Doanh thu thuần	6,466	6,582	7,889	8,917	7,495	8,398	9,092	-1.8%	-5.0%	-5.8%	12.0%
Đá	1,778	1,861	2,421	2,771	2,072	2,332	2,527	-4.5%	-14.4%	-15.9%	12.4%
Gỗ	3,629	3,482	3,972	4,449	4,174	4,674	5,142	4.2%	5.1%	5.1%	12.3%
Ô tô	977	1,122	1,249	1,367	1,026	1,129	1,219	-12.9%	-17.8%	-17.4%	7.6%
BĐS	70	108	237	320	211	251	192	-34.7%	-11.0%	-21.5%	39.8%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	15.1%	17.1%	22.0%	13.0%	15.9%	12.0%	8.3%				
Đá	0.0%	4.7%	36.2%	14.4%	16.6%	12.5%	8.4%				
Gỗ	30.3%	25.0%	9.4%	12.0%	15.0%	12.0%	10.0%				
Ô tô	-0.8%	13.9%	27.7%	9.5%	5.0%	10.0%	8.0%				
BĐS	21.4%	85.9%	238.0%	34.8%	200.9%	18.8%	-23.6%				
Tỷ trọng											
Đá	27.5%	28.3%	30.7%	31.1%	27.6%	27.8%	27.8%				
Gỗ	56.1%	52.9%	50.3%	49.9%	55.7%	55.7%	56.6%				
Ô tô	15.1%	17.0%	15.8%	15.3%	13.7%	13.4%	13.4%				
BĐS	1.1%	1.6%	3.0%	3.6%	2.8%	3.0%	2.1%				

Nguồn: HSC

Xét theo các mảng kinh doanh:

- HSC dự báo doanh thu **màng gỗ** sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2025, 12% trong năm 2026 và 10% trong năm 2027. Nếu Mỹ áp mức thuế 25% lên hàng hóa nhập khẩu từ Canada và Mexico, PTB và các nhà xuất khẩu gỗ/sản phẩm gỗ sẽ hưởng lợi do 2 nước này đóng góp khoảng 15% kim ngạch nhập khẩu đồ gỗ của Mỹ. Trong khi đó, PTB và các nhà xuất khẩu gỗ khác cũng sẽ hưởng lợi từ việc áp thuế bổ sung lên hàng hóa của Trung Quốc (nếu có).
- Đối với **màng đá**, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ tăng trưởng 17% trong năm 2025, nhờ phân khúc đá thạch anh, trong khi phân khúc đá granite tăng trưởng khiêm tốn. Chúng tôi lưu ý rằng, đối với phân khúc đá granite, PTB đang chuyển trọng tâm sang các dự án đầu tư công để bù trừ cho sự sụt giảm đơn hàng từ các dự án tư nhân.

Hiện tại, PTB đang cung cấp đá granite cho dự án mở rộng sân bay Nội Bài, với doanh thu dự kiến khoảng 100 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong nửa đầu năm 2025. Trong khi đó, đối với phân khúc đá thạch anh, PTB gần đây đưa vào vận hành nhà máy đá thạch anh mới tại Bình Định, có tổng vốn đầu tư là 70 tỷ đồng và công suất 300.000-400.000 m2 mỗi năm, tùy theo chủng loại sản phẩm. Nhà máy mới vẫn còn trong giai đoạn chạy thử nghiệm và dự kiến sẽ vận hành chính thức vào cuối Q1/2025. Chúng tôi lưu ý rằng, nhà máy đá thạch anh tại Đồng Nai, với công suất 600.000-650.000 m2 mỗi năm, đang vận hành ở mức 85-90% công suất. Cho năm 2026-2027, chúng tôi dự báo doanh thu mảng đá sẽ tăng lần lượt 13% và 8%.

- Đối với **màng BDS**, HSC dự báo PTB sẽ bàn giao 100 căn hộ tại dự án Phú Tài Residence trong năm 2025 và bàn giao 33 căn còn lại trong năm 2026. Với dự án Phú Tài Central Life, chúng tôi dự báo PTB sẽ bàn giao 20 căn hộ trong năm nay, với 360 căn còn lại sẽ được bàn giao 120 căn mỗi năm trong giai đoạn 2026-2028.
- Đối với **màng ô tô**, HSC dự báo doanh thu tăng trưởng khiêm tốn 5% trong năm nay (sát với dự báo của chúng tôi về sản lượng tiêu thụ xe Toyota tăng trưởng khiêm tốn), sau đó tăng lần lượt 10% và 8% trong năm 2026 và 2027.

Giảm 8% giá mục tiêu xuống 74.000đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 19%

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC giảm 8% giá mục tiêu xuống 74.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá 19% từ thị giá hiện tại. Cổ phiếu cũng có P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 12,3 lần và 10,9 lần. Các giả định của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, và hệ số beta 1,1 lần (tất cả không đổi). Theo đó, WACC không đổi ở mức 11,2%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0% (không đổi).
- Thời điểm định giá là cuối năm 2025.

Bảng 6: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, PTB

HSC giả định chi phí vốn CSH (CAPM) là 13,4% & chi phí nợ là 6,4%

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

Nguồn: HSC

Bảng 7: Tính toán WACC, PTB

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 11,2%

Vốn CSH/Tổng nguồn vốn	82.0%
Nợ/ Tổng nguồn vốn	18.0%
WACC	11.2%

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, PTB

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá DCF là 74.000đ

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	371	420	474	517	536	567	599
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	15	18	21	21	20	21	22
+ Khấu hao	248	269	281	293	307	320	333
- Thay đổi vốn lưu động	(220)	(316)	(290)	(226)	(165)	(179)	(177)
- Chi phí đầu tư TSCĐ	29	(150)	(160)	(164)	(163)	(162)	(161)
FCFF	443	241	326	441	534	567	616
Tốc độ tăng trưởng dài hạn							2%
Giá trị dài hạn							6,871
Dòng tiền tương lai	443	241	326	441	534	567	7,487
Chiết khấu	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	443	241	293	357	389	371	4,415
Giá trị của doanh nghiệp		6,066					
Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do của doanh nghiệp		2,011					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn		4,017					
- Tổng nợ		(1,977)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền		905					
Giá trị vốn CSH		4,994					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)		66.9					
Giá mục tiêu		74,000					

Nguồn: HSC

Bảng 9: 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%

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%		75,000	71,100	67,500	64,300	61,200
	1.5%		78,700	74,500	70,600	67,000	63,800
	2.0%		82,900	78,200	74,000	70,100	66,600
	2.5%		87,600	82,500	77,800	73,500	69,600
	3.0%		93,000	87,200	82,000	77,300	73,100

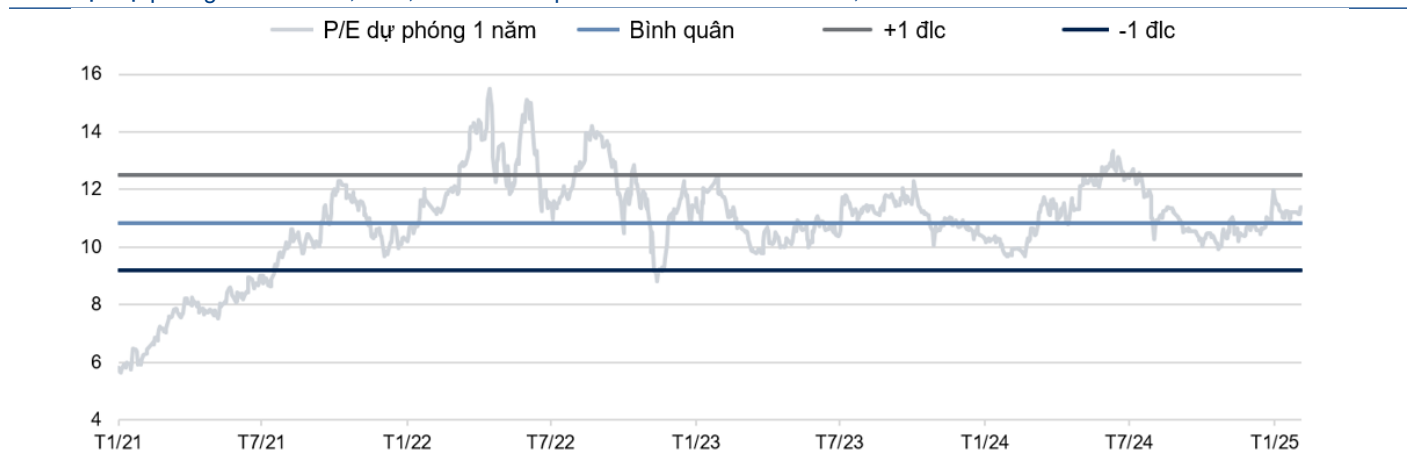
Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2% trong 1 tháng qua, PTB đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,8 lần.

Biểu đồ 10: P/E trượt dự phóng 1 năm, PTB

P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần, so với bình quân từ năm 2019 ở mức 10,8 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,619	6,466	7,495	8,398	9,092
Lợi nhuận gộp	1,144	1,224	1,406	1,580	1,705
Chi phí BH&QL	(688)	(761)	(846)	(948)	(1,026)
Thu nhập khác	18.5	124	75.0	84.0	90.9
Chi phí khác	(31.6)	(97.4)	(75.0)	(84.0)	(90.9)
EBIT	443	490	560	632	679
Lãi vay thuần	(113)	(19.2)	(23.1)	(26.3)	(18.3)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(6.95)	0.99	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	323	472	537	606	660
Chi phí thuế TNDN	(63.3)	(92.7)	(107)	(121)	(132)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.70)	(8.39)	(9.51)	(10.7)	(11.7)
LNST không thường xuyên	(10.8)	(15.6)	(17.6)	(19.9)	(21.7)
Lợi nhuận thuần	247	355	403	454	495
Lợi nhuận thuần ĐC	247	355	403	454	495
EBITDA ĐC	684	739	829	913	972
EPS (đồng)	3,659	5,309	6,015	6,784	7,392
EPS ĐC (đồng)	3,659	5,309	6,015	6,784	7,392
DPS (đồng)	2,500	2,500	3,000	3,000	3,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	67.5	66.9	66.9	66.9	66.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	66.9	66.9	66.9	66.9	66.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	67.5	66.9	66.9	66.9	66.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	428	471	875	1,145	1,492
Đầu tư ngắn hạn	19.6	26.1	30.0	33.6	36.4
Phải thu khách hàng	881	1,154	1,124	1,260	1,364
Hàng tồn kho	1,466	1,454	1,874	2,099	2,273
Các tài sản ngắn hạn khác	146	140	187	210	227
Tổng tài sản ngắn hạn	2,941	3,245	4,090	4,747	5,393
TSCĐ hữu hình	1,719	1,543	1,426	1,306	1,178
TSCĐ vô hình	21.1	15.9	14.1	12.3	10.5
Bất động sản đầu tư	5.38	5.15	5.15	5.15	5.15
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Đầu tư vào Cty LD,LK	256	257	257	257	257
Tài sản dài hạn khác	321	423	448	493	528
Tổng tài sản dài hạn	2,323	2,243	2,150	2,074	1,979
Tổng cộng tài sản	5,264	5,488	6,240	6,821	7,371
Nợ ngắn hạn	1,553	1,461	1,874	2,099	2,273
Phả trả người bán	499	516	585	647	691
Nợ ngắn hạn khác	208	238	238	238	238
Tổng nợ ngắn hạn	2,352	2,340	2,827	3,124	3,349
Nợ dài hạn	116	91.7	103	115	124
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	19.1	23.1	23.1	23.1	23.1
Tổng nợ dài hạn	135	115	126	138	147
Tổng nợ phải trả	2,487	2,455	2,954	3,262	3,496
Vốn chủ sở hữu	2,724	2,904	3,157	3,430	3,746
Lợi ích cổ đông thiểu số	53.2	130	130	130	130
Tổng vốn chủ sở hữu	2,777	3,033	3,286	3,559	3,875
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,264	5,488	6,240	6,821	7,371
BVPS (đ)	40,687	43,380	47,158	51,239	55,955
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,241	1,082	1,102	1,069	905

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	443	490	560	632	679
Khấu hao	(241)	(248)	(269)	(281)	(293)
Lãi vay thuần	(113)	(19.2)	(23.1)	(26.3)	(18.3)
Thuế TNDN đã nộp	(116)	(85.0)	(107)	(121)	(132)
Thay đổi vốn lưu động	714	779	885	981	1,046
Khác	(509)	(897)	(1,196)	(1,229)	(1,218)
LCT thuần từ HKKD	778	457	322	438	563
Đầu tư TS dài hạn	(172)	(224)	(150)	(160)	(164)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	27.4	79.5	0	0	0
Khác	(268)	(42.7)	(25.2)	(45.1)	(34.7)
LCT thuần từ HĐĐT	(413)	(187)	(175)	(205)	(198)
Cổ tức trả cho CSH	0	0	(167)	(201)	(201)
Thu từ phát hành CP	0	72.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	4,209	4,750	425	237	183
Khác	(4,418)	(5,043)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(209)	(221)	257	36.1	(17.5)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	272	428	471	875	1,145
LCT thuần trong kỳ	157	49.6	404	270	348
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.62)	(7.12)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	428	471	875	1,145	1,492
Dòng tiền tự do	606	233	172	279	400

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	20.4	18.9	18.8	18.8	18.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	12.2	11.4	11.1	10.9	10.7
Tỷ suất LNT (%)	4.40	5.50	5.37	5.41	5.44
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.6	19.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(18.4)	15.1	15.9	12.0	8.27
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(32.9)	7.97	12.2	10.1	6.47
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(47.1)	43.9	13.3	12.8	8.97
Tăng trưởng EPS (%)	(46.7)	45.1	13.3	12.8	8.97
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(46.7)	45.1	13.3	12.8	8.97
Tăng trưởng DPS (%)	(16.7)	0	20.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	68.3	47.1	49.9	44.2	40.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.13	12.6	13.3	13.8	13.8
ROACE (%)	15.2	16.2	17.1	17.8	17.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.07	1.20	1.28	1.29	1.28
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.76	0.93	0.57	0.69	0.83
Số ngày tồn kho	120	101	112	112	112
Số ngày phải thu	71.9	80.3	67.4	67.4	67.4
Số ngày phải trả	40.7	36.0	35.0	34.6	34.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	47.2	39.6	37.3	33.6	26.6
Nợ/tài sản (%)	32.6	29.5	32.9	33.7	33.8
EBIT/lãi vay (lần)	3.91	25.5	24.3	24.0	37.1
Nợ/EBITDA (lần)	2.51	2.20	2.48	2.52	2.56
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.25	1.39	1.45	1.52	1.61
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.96	0.81	0.70	0.62	0.56
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.89	7.09	6.34	5.72	5.21
P/E (lần)	17.0	11.7	10.3	9.15	8.40
P/E ĐC (lần)	17.0	11.7	10.3	9.15	8.40
P/B (lần)	1.53	1.43	1.32	1.21	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	4.03	4.03	4.83	4.83	4.83

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