

22/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Dương Nguyên
nguyenn1@kbsec.com.vn

Doanh thu các mảng kinh doanh đều suy giảm trong 3Q2023

Doanh thu đá và gỗ 3Q2023 giảm lần lượt 8% YoY và 20% YoY, khiến LNST giảm 36% YoY. Trong đó, doanh thu gỗ chịu tác động mạnh do dừng giao dịch xuất khẩu với Noble House LLC từ T8/2023.

Kỳ vọng tăng trưởng ở mảng gỗ xuất khẩu khi nhu cầu dần hồi phục trong 2024

Chúng tôi cho rằng thị trường Mỹ sẽ tạo động lực tăng trưởng cho mảng gỗ xuất khẩu của PTB trong 2024 nhờ (1) lãi suất cho vay mua nhà có xu hướng giảm giúp kích thích số lượng mua nhà trong tương lai, (2) PTB gia tăng thị phần trong 2023.

Gia tăng công suất hoạt động tại nhà máy đá thạch anh cao cấp tại Đồng Nai trong 2024

Nhà máy đi vào vận hành trong 3Q2023 với công suất xấp xỉ 50%, chúng tôi kỳ vọng (1) nhà máy sẽ thuận lợi gia tăng công suất trong 2024 nhờ (1) nhu cầu hồi phục và (2) giá thành cạnh tranh của PTB sẽ giúp gia tăng đơn hàng.

Đẩy mạnh bàn giao tại 2 dự án Phú Tài Residences và Phú Tài Central Life trong 2024 – 2025

Doanh thu Bất động sản 9T2023 đạt 39 tỉ VND. Chúng tôi ước tính doanh thu còn lại tại Phú Tài Residences ở mức 520 tỉ VND, và PTB sẽ dần bàn giao dần các căn hộ còn lại tại đây và Phú Tài Central Life giúp cải thiện KQKD trong 2024 – 2025.

Khuyến nghị NẮM GIỮ, giá mục tiêu 66,200 VND/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ với PTB với giá mục tiêu ở mức 66,200 VND/cổ phiếu, lợi nhuận kỳ vọng là 13%. Sau khi hoàn thành xây dựng nhà máy đá thạch anh cao cấp giai đoạn 2, chúng tôi cho rằng nhu cầu sử dụng CAPEX sẽ giảm dần và PTB có thể đẩy mạnh việc chi trả cổ tức cho cổ đông. Trong T1/2024, PTB cũng sẽ tiến hành trả cổ tức đợt 1 2023 bằng tiền mặt với tỉ lệ 15%, tương ứng với mức tỉ suất cổ tức là 2.6% (so với giá đóng cửa ngày 22/12/2023).

NẮM GIỮ duy trì

Giá mục tiêu	VND 66,200
Tăng/giảm	13%
Giá hiện tại (22/12/2023)	VND 58,500
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 59,300
Vốn hóa (nghìn tỉ VND/tỉ USD)	0.39/0.16

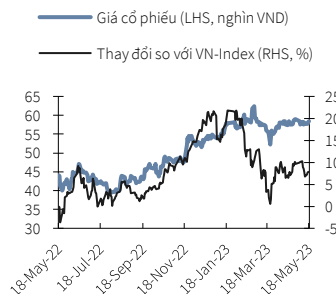
Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	55%
GTGD TB 3 tháng (tỉ VND/triệu USD)	16.13/0.66
Sở hữu nước ngoài	19.03%
Cổ đông lớn (Lê Vỹ)	13.25%

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8%	21%	46%	-3%
Tương đối	5%	13%	31%	-2%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,492	6,887	5,416	6,525
Lãi/lỗ từ HĐKD (tỷ VND)	638	619	383	518
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	512	487	312	414
EPS (VND)	10,532	7,162	4,665	6,190
Tăng trưởng EPS (%)	43%	-32%	-35%	33%
P/E (x)	6.3	5.6	12.5	9.5
P/B (x)	1.4	1.0	1.3	1.2
ROE (%)	23%	19%	11%	13%
Tỉ suất cổ tức (%)	21%	5%	5%	5%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tóm tắt KQKD

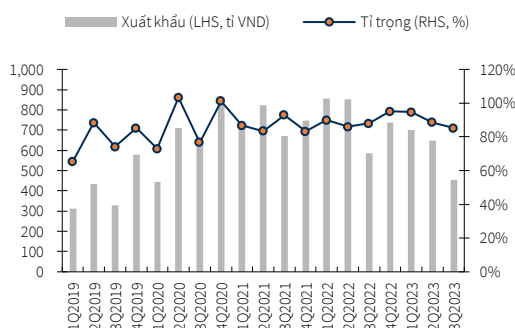
Bảng 1: Cập nhật KQKD

(tỷ VND)	3Q2022	3Q2023	+/-%YoY	9T2022	9T2023	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,547	1,187	-23%	5,164	4,071	-21%	
Sản phẩm đá	456	418	-8%	1,202	1,294	8%	Doanh thu mảng đá suy giảm 8% YoY do nhu cầu suy giảm tại thị trường nội địa lẫn xuất khẩu
Sản phẩm gỗ	665	532	-20%	2,609	2,002	-23%	Doanh thu gỗ tinh chế giảm 29% YoY trong 3Q2023 do tạm dừng xuất khẩu với Noble House LLC
Bán xe Toyota	284	201	-29%	905	645	-29%	
Dịch vụ sửa chữa xe	28	25	-11%	76	84	11%	
Bất động sản	106	7	-94%	359	39	-89%	
Giá vốn hàng bán	-1,208	-925	-23%	-3,957	-3,197	-19%	
Lãi gộp	339	262	-23%	1,207	874	-28%	
Sản phẩm đá	122	127	4%	355	387	9%	Biên lãi gộp mảng đá tăng 372bps YoY trong 3Q2023 và giảm 121bps QoQ
Sản phẩm gỗ	149	110	-26%	639	422	-34%	Biên lãi gộp mảng gỗ tinh chế duy trì ổn định ở mức 21% trong 3Q2023
Bán xe Toyota	8	3	-61%	36	13	-63%	
Dịch vụ sửa chữa xe	6	6	-9%	14	19	37%	
Bất động sản	46	2	-96%	150	15	-90%	
<i>Biên lãi gộp</i>	<i>22%</i>	<i>22%</i>	<i>0%</i>	<i>23%</i>	<i>21%</i>	<i>-2%</i>	
Thu nhập tài chính	11	12	9%	33	22	-34%	
Chi phí tài chính	-42	-43	2%	-114	-112	-2%	
Chi phí lãi vay	-34	-28	-19%	-90	-90	0%	Chi phí lãi vay 3Q2023 giảm 19% YoY nhờ mặt bằng lãi suất suy giảm so với cùng kỳ
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0	0		
Chi phí SG&A	-180	-130	-28%	-595	-479	-19%	
<i>Biên SG&A</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>-1%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>0%</i>	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	128	101	-21%	531	305	-43%	
Thu nhập khác, ròng	19	-6	-134%	-10	-10	-5%	
LNTT	147	94	-36%	521	295	-43%	
<i>Biên LNTT</i>	<i>10%</i>	<i>8%</i>	<i>-2%</i>	<i>10%</i>	<i>7%</i>	<i>-3%</i>	
Chi phí thuế	-26	-17	-36%	-96	-48	-49%	
Lợi nhuận sau thuế	121	78	-36%	425	246	-42%	
<i>Biên LNST</i>	<i>8%</i>	<i>7%</i>	<i>-1%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>-2%</i>	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	116	77	-34%	412	245	-40%	
<i>Biên LNCD công ty mẹ</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>-1%</i>	<i>8%</i>	<i>6%</i>	<i>-2%</i>	

Kênh xuất khẩu gỗ chịu tác động tiêu cực khiến lợi nhuận suy giảm QoQ

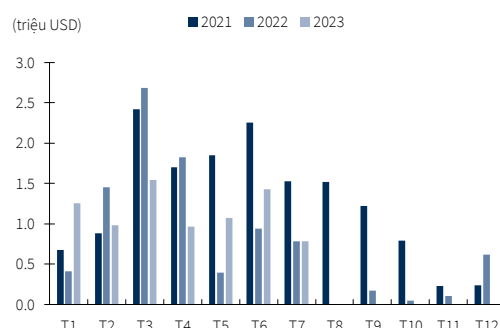
PTB đã tạm dừng các hoạt động xuất khẩu với Noble House từ T8/2023, đây cũng là nguyên nhân chính khiến doanh thu của PTB suy giảm trong 3Q2023 (tính tới cuối T7/2023, Noble House đứng thứ 2 trong danh sách những nhà nhập khẩu lớn nhất của PTB trong 2023). Trong T11/2023, GigaCloud Technology đã hoàn tất thủ tục mua lại Noble House với giá 85 triệu USD với thỏa thuận bao gồm việc chuyển giao các hợp đồng thương mại trước đây. Chúng tôi cho rằng việc cung cấp sản phẩm cho GigaCloud Technology sẽ bắt đầu được thực hiện trong 2024 và PTB sẽ có những điều kiện hợp đồng chặt chẽ hơn (tăng tỉ lệ đặt cọc, giảm thời gian công nợ, etc.). Cuối 3Q2023, giá trị khoản phải thu còn lại với GigaCloud đạt 61 tỉ VND (-18 tỉ VND so với 2Q2023).

Biểu đồ 2. Doanh thu, tỉ trọng kênh xuất khẩu trong mảng gỗ tinh chế của PTB



Nguồn: PTB, KBSV ước tính

Biểu đồ 3. Doanh thu xuất khẩu liên quan tới Noble House của PTB

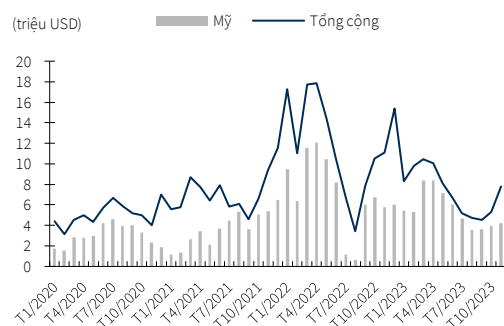


Nguồn: KBSV tổng hợp

Kỳ vọng doanh thu xuất khẩu gỗ cải thiện nhờ nhu cầu mua nhà gia tăng tại thị trường Mỹ

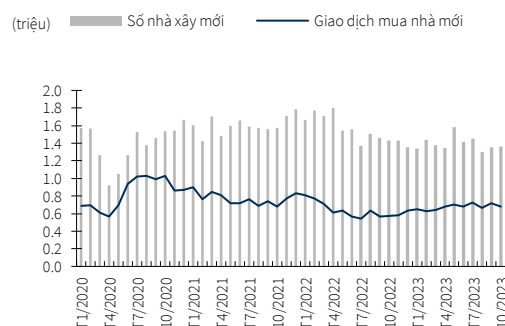
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng gỗ tinh chế của PTB sẽ dần hồi phục trong 2024 nhờ (1) số lượng nhà xây mới và số lượng giao dịch Bất động sản mới/cũ tại Mỹ gia tăng sau khi lãi suất cho vay mua nhà đảo chiều giảm, chúng tôi cho rằng nhu cầu mua sắm gỗ nội thất sẽ dần hồi phục trong 2024. Chúng tôi nhận thấy (2) doanh số xuất khẩu của PTB tại Mỹ đã duy trì đà tăng trung bình 5% MoM từ T9-T11/2023 (cho thấy sức tiêu thụ và niềm tin của người tiêu dùng ở mức tốt, cùng với đó là lợi thế của PTB khi cung cấp cho các nhà phân phối lớn giúp gia tăng thị phần) bất chấp việc tồn kho nội thất tại đây, tới T11/2023, đã giảm 8 tháng liên tiếp. Bên cạnh đó, (3) doanh thu xuất khẩu gỗ tinh chế của PTB đã có dấu hiệu tạo đáy trong giai đoạn T8-T9/2023.

Biểu đồ 4. Giá trị xuất khẩu gỗ tinh chế của PTB



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 5. Số nhà xây mới và số giao dịch mua mới tại Mỹ

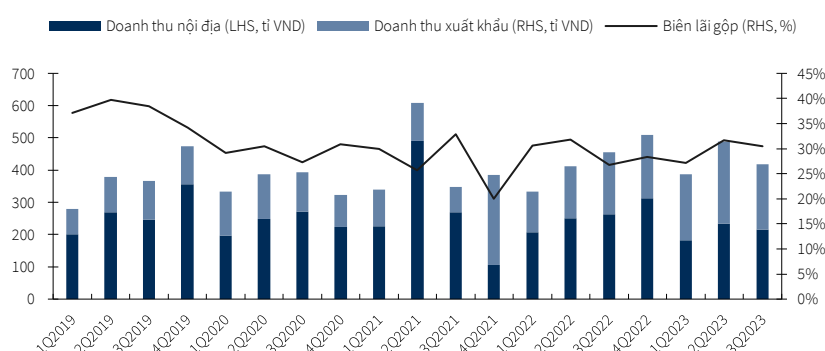


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

**Kỳ vọng tăng trưởng doanh thu
màng đá nhờ (1) hồi phục kinh tế và
(2) gia tăng công suất sản xuất**

Giai đoạn 2 của nhà máy đá thạch anh cao cấp Phú Tài tại Đồng Nai đã đi vào hoạt động trong 3Q2023 với công suất xấp xỉ 40-50%. Chúng tôi kỳ vọng đá ốp lát cao cấp sẽ động lực thúc đẩy tăng trưởng chính cho màng đá của PTB nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ hồi phục tại thị trường Mỹ. Thêm vào đó, chúng tôi kỳ vọng (2) tỉ lệ công suất của nhà máy trên sẽ đạt 70% trong 2024 và 90% trong 2025 với kịch bản thị trường nhu cầu tiêu thụ hồi phục mạnh mẽ hơn từ năm sau. Hiện tại, so với VCS, dòng sản phẩm đá ốp lát cao cấp của PTB xuất khẩu tới thị trường Mỹ đang có giá thành thấp hơn (trung bình đạt 65 USD/m²), kỳ vọng có thể mở rộng thị phần trong tương lai trong bối cảnh thị trường chịu cạnh tranh từ các sản phẩm từ Trung Quốc với giá thành thấp.

Biểu đồ 6. Doanh thu màng đá của PTB

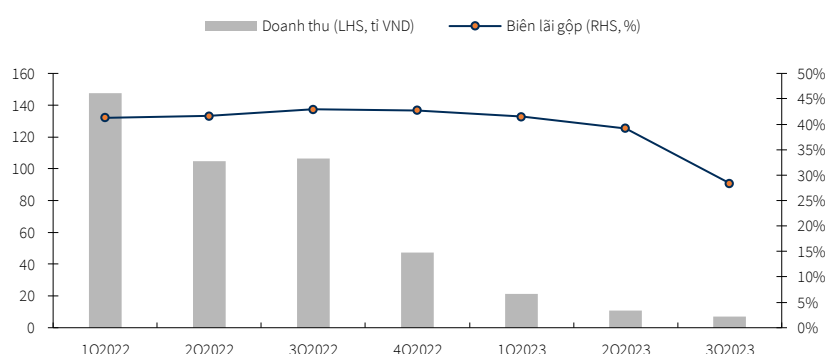


Nguồn: PTB, KBSV tổng hợp

**Lợi nhuận được củng cố trong giai
đoạn 2024 – 2025 nhờ bàn giao 2 dự
án tại Bình Định**

Trong 3Q2023, PTB ghi nhận 7 tỉ VND doanh thu từ mảng Bất động sản, lũy kế 9T2023 đạt 39 tỉ VND, chủ yếu từ bàn giao căn hộ tại dự án Phú Tài Residences. Chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ dần bàn giao các căn hộ còn lại trong năm 2024-2025, ước tính ghi nhận doanh thu 520 tỉ VND. Đối với dự án Phú Tài Central Life, dự án đã được mở bán trong T10/2023 và đạt 10% tỉ lệ đặt cọc và kỳ vọng bắt đầu bàn giao từ 1Q2025. Như vậy, KQKD của PTB trong giai đoạn 2024 – 2025 sẽ được ghi nhận thêm doanh thu từ mảng Bất động sản, gia tăng LNST.

Biểu đồ 7. Doanh thu Bất động sản của PTB



Nguồn: PTB, KBSV ước tính

Dự phóng KQKD

Bảng 8: Dự phóng KQKD 2023 - 2024

(tỷ VND)	2022	2023F	+/- %YoY	2024F	+/- %YoY	Chú thích
Doanh thu	6,887	5,416	-21%	6,525	20%	
Sản phẩm đá	1,711	1,686	-1%	1,772	5%	Kỳ vọng doanh thu đá tăng trưởng nhẹ trong 2024 nhờ đẩy mạnh công suất và nhu cầu tiêu thụ tại thị trường quốc tế hồi phục
Sản phẩm gỗ	3,383	2,634	-22%	3,482	32%	Kỳ vọng doanh thu mảng gỗ hồi phục mạnh trong 2024 nhờ nhu cầu giá tăng trở lại
Bán xe Toyota	1,261	1,000	-21%	1,000	0%	
Dịch vụ sửa chữa xe	109	100	-9%	100	0%	
Bất động sản	406	49	-88%	171	252%	Kỳ vọng PTB đẩy mạnh bàn giao căn hộ tại Phú Tài Residences trong 2024
Giá vốn hàng bán	-5,346	-4,258	-20%	-5,144	21%	
Lãi gộp	1,540	1,157	-25%	1,381	19%	
Sản phẩm đá	500	496	-1%	523	5%	
Sản phẩm gỗ	790	766	-3%	833	9%	
Bán xe Toyota	49	30	-39%	30	0%	
Dịch vụ sửa chữa xe	23	20	-14%	20	0%	
Bất động sản	170	68	-60%	127	86%	
<i>Biên lãi gộp</i>	22%	21%	-1%	21%	0%	Giả định biên lãi gộp các mảng kinh doanh cốt lõi duy trì ở mức ổn định
Thu nhập tài chính	45	34	-24%	74	118%	
Chi phí tài chính	-171	-142	-17%	-178	25%	
Chi phí lãi vay	-111	-120	9%	-178	48%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LD	0	0		0		
Chi phí SG&A	-795	-628	-21%	-752	20%	
<i>Biên SG&A</i>	12%	12%	0%	11%	0%	
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	619	421	-32%	540	28%	
Thu nhập khác, ròng	-5	-10	112%	0	-100%	
LNTT	614	411	-33%	540	31%	
<i>Biên LNTT</i>	9%	8%	-1%	8%	1%	
Chi phí thuế	-112	-72	-36%	-108	51%	
Lợi nhuận sau thuế	502	339	-32%	432	27%	
<i>Biên LNST</i>	7%	6%	-1%	7%	0%	
Lợi nhuận CĐ công ty mẹ	487	339	-30%	432	27%	

Khuyến nghị NẮM GIỮ với cổ phiếu PTB, giá mục tiêu 66,200 VND/cổ phiếu,

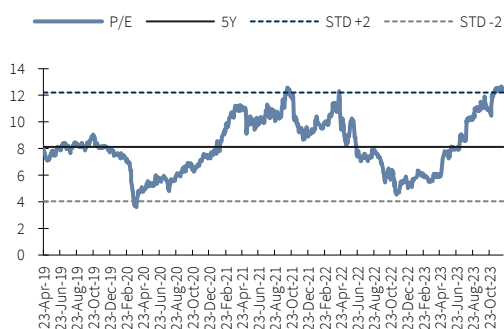
Chúng tôi điều chỉnh phương pháp định giá sang DCF và P/E mục tiêu nhằm phản ánh chính xác hơn giá trị nội tại của PTB với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và có khả năng tăng trưởng trong tương lai. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của PTB ở mức 66,200 VND/cổ phiếu, tương ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 13% (so với giá đóng cửa ngày 22/12/2023).

Bảng 9. Bảng tổng hợp định giá

Phương pháp	Đơn vị	Tỉ trọng	Giá trị
FCFF			
Beta	x		0.7
Risk-free rate	%		5.0%
Risk premium	%		8.0%
WACC	%		9.0%
Giá trị doanh nghiệp	Tỉ VND		7,035
Tiền, tương đương tiền và đầu tư ngắn hạn	Tỉ VND		189
Nợ vay ngắn hạn và dài hạn	Tỉ VND		1,633
Nợ xấu	Tỉ VND		61
Tỉ lệ dự phòng	Tỉ VND		50%
Giá trị VCSH	Tỉ VND		5,560
SLCP	Triệu		67
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		83,057
P/E			
EPS @ 2024	VND		6,190
P/E target	x		8
Giá cổ phiếu	VND/cổ phiếu		49,519
DCF	VND/cổ phiếu	50%	83,057
P/E mục tiêu 2024	VND/cổ phiếu	50%	49,519
Giá trị mục tiêu	VND/cổ phiếu		66,200

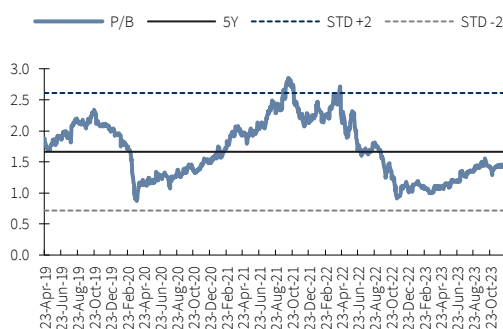
Nguồn: KBSV ước tính

Biểu đồ 10. Diễn biến lịch sử P/E của PTB



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 11. Diễn biến lịch sử P/B của PTB



Nguồn: FiinPro, KBSV tổng hợp

PHỤ LỤC

[illegible]

Nguồn: KBSV ước tính

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhdh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.

