

CTCP Phú Tài (HSX: PTB)

Triển vọng âm đạm do chịu áp lực thuế quan

- LN ròng Q1/25 tăng 61.5% svck nhờ xu hướng tích trữ hàng tồn kho tại thị trường Mỹ và mức nền thấp năm ngoái.
- Chúng tôi điều chỉnh LN ròng 2025-26 giảm 33.6%/30.6% so với dự phóng cũ do triển vọng kinh doanh âm đạm hơn kể từ nửa sau 2025 dưới chính sách thuế quan của Mỹ. LN ròng 2025-26 sau điều chỉnh tăng 1.9%/9% svck.
- Chúng tôi thay đổi khuyến nghị sang TRUNG LẬP đối với cổ phiếu PTB và điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 53,700 đ/cp do phản ánh những khó khăn từ chính sách thuế quan mới của Mỹ.

Chính sách thuế quan mới của Mỹ gây áp lực lên mảng gỗ và đá của PTB

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu gỗ 3.6%/9.6%, giảm doanh thu đá 10%/10.7% trong 2025-26 so với dự phóng cũ do (1) ảnh hưởng từ chính sách thuế quan, sức cạnh tranh của sản phẩm gỗ và đá sẽ suy giảm do kỳ vọng sẽ bị Mỹ áp thuế đối ứng cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh, (2) lạm phát dự kiến tăng trở lại, kết hợp với thị trường nhà ở còn đối mặt nhiều thách thức. Sau điều chỉnh, doanh thu gỗ tăng 4.7%/5.9% svck, doanh thu đá tăng 3.5%/7.7% svck trong 2025-26. Về biên LNG, chúng tôi điều chỉnh tăng biên LNG mảng gỗ 2025-26 thêm 2.3/2.6 điểm % so với dự phóng trước do PTB có nguồn nguyên liệu giá tốt, biên LNG sau điều chỉnh đi ngang so với mức 2024. Chúng tôi điều chỉnh giảm biên LNG mảng đá 9.5/6.1 điểm% so với dự phóng trước do áp lực giảm giá sản phẩm để duy trì thị phần, biên LNG mảng đá sau điều chỉnh tăng 0.7/4.4 điểm % trong 2025-26 do không còn các chi phí về giấy phép mỏ.

Điểm rơi LN mảng BĐS vào 2025-26 nhờ bàn giao các dự án trọng điểm

Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu BĐS giai đoạn 2025-26 64.5%/89% so với dự phóng cũ, qua đó kỳ vọng doanh thu BĐS sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-26 (+552.3%/2.6% svck). PTB sẽ đẩy nhanh tiến độ bàn giao khi sẽ hoàn thành bàn giao toàn bộ số căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence và 30% số căn của dự án Phú Tài Central Life (tăng 18% so với dự phóng cũ) trong năm 2025 và bàn giao các căn còn lại trong năm 2026.

Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 53,700 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi giảm giá mục tiêu so với báo cáo trước 18% xuống 53,700đ/cp do (1) điều chỉnh giảm LN ròng 2025-26 33.6%/30.6% so với dự phóng cũ, LN ròng 2025-26 sau điều chỉnh tăng 1.9%/9% svck, (2) điều chỉnh giảm P/E mục tiêu các mảng để thể hiện khó khăn liên quan đến triển vọng kinh doanh khi chính sách thuế quan của Mỹ còn nhiều bất ổn và PTB hiện là doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chính sách thuế quan của Mỹ.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26
Doanh thu thuần	6,887	5,619	6,466	7,161	7,586
Lợi nhuận ròng	502	259	371	378	412
Tăng trưởng doanh thu thuần	6.1%	-18.4%	15.1%	10.7%	5.9%
Tăng trưởng LN ròng	-4.5%	-48.4%	43.9%	1.9%	9.0%
Biên LN gộp	22.4%	20.4%	18.9%	19.9%	20.8%
Biên EBITDA	14.9%	12.4%	7.2%	11.5%	12.5%
ROAE	19.5%	9.4%	12.5%	12.9%	13.2%
ROAA	9.4%	4.9%	6.8%	7.1%	7.2%
EPS (VND/cổ phiếu)	7,162	3,851	5,667	5,772	6,291
BVPS (VND/cổ phiếu)	40,584	41,482	45,316	44,578	47,535

Nguồn: MBS Research dự phóng

TRUNG LẬP

Giá mục tiêu

VND53,700

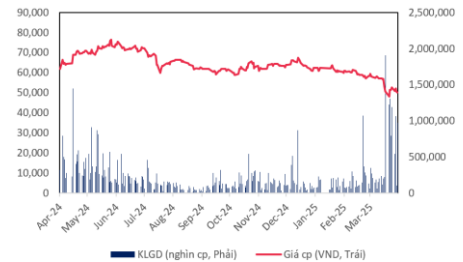
Tiềm năng tăng giá

7.9%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh giảm LN ròng 2025-26 lần lượt 33.6% và 30.6% so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiiiproX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	49,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	74,300
Thấp nhất 52 tuần (VND)	48,000
Vốn hóa (tỷ VND)	3,400
P/E (TTM)	9.02
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	4
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	15.64

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Lê Vy	13.2
Lê Văn Thảo	8.7
Nguyễn Sỹ Hòa	6.3
Lê Văn Lộc	6.1

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Võ Đức Anh

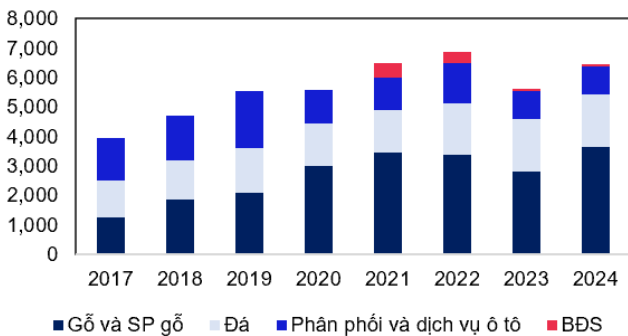
Anh.voduc@mbs.com.vn

CTCP Phú Tài (HSX: PTB)

KẾT QUẢ KINH DOANH FY2024 & Q1/2025

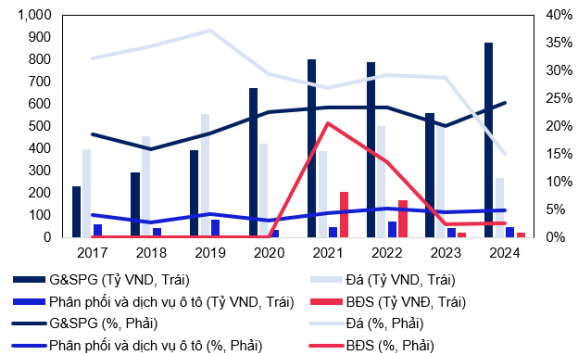
Chỉ số KQKD	FY2024	Svck (%)	% sv dự phóng cũ	Q1/2025	Svck (%)	% sv dự phóng 2025	Chú thích
Doanh thu	6,467	15.09%	6.0%	1,635	13.8%	23.2%	Doanh thu trong năm 2024 và Q1/25 tăng trưởng mạnh mẽ, dẫn dắt bởi tăng trưởng mảng kinh doanh G&SPG nhờ nhu cầu xuất khẩu tại Mỹ-thị trường xuất khẩu chính tăng mạnh, đặc biệt trong Q4/24 và Q1/25, hưởng lợi từ xu hướng nhập hàng sớm chuẩn bị cho chính sách thuế quan của nhiệm kỳ tổng thống Mỹ mới, qua đó giúp sản lượng tiêu thụ G&SPG cải thiện khoảng 18% svck; kết hợp với tăng tốc tiến độ bàn giao giúp doanh thu BĐS cải thiện
- G&SPG	3,629	30.3%	12.7%				
- Đá	1,778	0.0%	-3.1%				
- Ô tô	882	0.6%	-8.9%				
- BĐS	70	21.4%	7.1%				
LN gộp	1,224	7.0%	-0.8%				
- G&SPG	878	57.9%	25.0%				
- Đá	268	-48.4%	-42.3%				
- Ô tô	27	30.9%	-38.9%				
- BĐS	23	9.3%	-44.6%				
Biên LN gộp	18.8%	-1.6%	-1.4%				
- G&SPG	24.2%	4.2%	2.4%				
- Đá	15.1%	-14.2%	-10.2%				
- Ô tô	3.1%	0.7%	-1.5%				
- BĐS	32.3%	-3.6%	30.7%				
Chi phí bán hàng	497	13.1%	10.4%				
Chi phí QLDN	264	6.3%	18.0%				
Thu nhập tài chính	77	156.8%	157.0%				
Chi phí tài chính	96	-32.9%	-10.2%				
- Chi phí lãi vay	78	-33.2%	-10.6%				
LN trước thuế	472	46.2%	0.3%				
LN ròng	371	43.9%	-3.0%	144	61.5%	25.3%	Nhờ doanh thu bán hàng phục hồi tốt, dẫn đầu bởi tăng trưởng doanh thu G&SPG, kết hợp với chi phí tài chính giảm mạnh nhờ lãi suất cho vay giảm và giữ ở mức thấp đã giúp LN ròng công ty cải thiện mạnh mẽ.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của PTB từ 2017 – 2024



Nguồn: PTB, MBS Research

Hình 2: Lợi nhuận gộp và biên LN gộp các mảng 2017-2024



Nguồn: PTB, MBS Research

Điều chỉnh dự phóng KQKD giai đoạn 2025 – 2026

Các tiêu chí KQKD	2024	2025F	%svck	%sv dự phóng cũ	2026F	%svck	%sv dự phóng cũ	Đánh giá
Doanh thu	6,466	7,161	10.7%	-1.9%	7,586	5.9%	-5.0%	
- G&SPG	3,629	3,798	4.7%	-3.6%	4,021	5.9%	-9.6%	Sản lượng tiêu thụ G&SPG tiếp tục tăng mạnh trong nửa đầu năm do xu hướng tích trữ hàng tồn kho trong thời hạn hoãn thuế 90 ngày của Mỹ, trước khi suy giảm trong nửa cuối năm khi chính thức bị áp thuế, qua đó sản lượng tiêu thụ sẽ tăng nhẹ 1.8% svck trong năm 2025. Do ảnh hưởng nặng nề bởi thuế quan, chúng tôi đánh giá thị trường nhà ở tại Mỹ sẽ tiếp tục phục hồi chậm khi lạm phát tăng cao khiến sức mua suy giảm, khiến nhu cầu mua đồ không thiết yếu sụt giảm trước khi phục hồi vào nửa cuối năm 2026, qua đó giúp sản lượng tiêu thụ gồ tăng nhẹ 1.9% svck.
- Đá	1,778	1,841	3.5%	-10.0%	1,983	7.7%	-10.7%	Sản lượng xuất khẩu dự kiến sụt giảm do căng thẳng thương mại, trong khi nhu cầu tiêu thụ nội địa cải thiện nhờ đẩy mạnh đầu tư công và kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới cải thiện tại khu vực Hồ Chí Minh giúp sản lượng tiêu thụ sản phẩm đá tăng nhẹ 1.7% svck trong 2025 trước khi tăng trở lại 3.4% svck trong năm 2026.
- Ô tô	882	959	8.7%	-6.3%	1,005	4.9%	-5.0%	Thị trường ô tô đối mặt thách thức trong ngắn hạn khi áp lực cạnh tranh gia tăng từ các hãng ô tô khác cùng với việc chính sách khuyến mại lệ phí trước bạ kết thúc, tuy nhiên chúng tôi đánh giá mảng này sẽ hưởng lợi nhờ các chính sách hỗ trợ sử dụng xe xanh kết hợp với các chương trình khuyến mại của các showroom, qua đó giúp sản lượng tiêu thụ ô tô dự kiến tăng 2.6% và 3.5% svck trong năm 2025 và 2026.
- BĐS	70	458	552.3%	64.5%	470	2.6%	89.0%	Chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ bàn giao thành công 110/368 căn hộ của dự án Phú Tài Central Life trong năm 2025 và bàn giao nốt phần còn lại trong 2026. Đối với dự án Phú Tài Residence, PTB sẽ bàn giao toàn bộ 133 căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence trong năm 2025.
- Khác	11	11	-0.5%	-26.0%	10	-0.5%	-29.3%	
LN gộp	1,219	1,428	17.1%	-6.2%	1,577	10.5%	-7.7%	
- G&SPG	878	915	4.2%	6.4%	986	7.8%	1.2%	
- Đá	268	290	8.3%	-44.5%	401	38.0%	-31.3%	
- Ô tô	27	61	125.3%	59.3%	102	68.6%	89.5%	
- BĐS	23	141	520.4%	17.3%	160	13.7%	-32.9%	
Biên LN gộp	18.9%	19.9%	+1.1dpt	-0.9dpt	+20.8dpt	+0.9dpt	-0.5dpt	
- G&SPG	24.2%	24.1%	-0.1dpt	+2.3dpt	24.5%	+0.4dpt	+2.6dpt	Áp lực cạnh tranh gia tăng do chiến tranh thương mại và thuế quan, khiến doanh nghiệp phải giảm giá bán thành phẩm để giữ thị phần, qua đó khiến biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ svck. Nhưng sang 2026, khi PTB bắt đầu cạnh tranh ở phân khúc trung và cao sẽ giúp giảm áp lực cạnh tranh về giá và giúp cải thiện biên LN gộp.
- Đá	15.1%	15.8%	+0.7dpt	-9.5dpt	20.2%	+4.4dpt	-6.1dpt	Biên LN cải thiện do không ghi nhận chi phí làm mới giấy phép khai thác mỏ nhưng do sức ép cạnh tranh gia tăng mạnh trong 2025, PTB sẽ phải giảm giá bán để giữ thị phần qua đó khiến biên LN mảng thạch anh suy giảm, Nhưng bước sang 2026, chúng tôi kỳ vọng mảng đá thạch anh có thể cạnh tranh ở phân khúc trung và cao cấp, qua đó giúp biên gộp mảng thạch anh và mảng đá cải thiện svck.
- Ô tô	3.1%	6.3%	+3.3dpt	2.6dpt	10.2%	+3.8dpt	+5.1dpt	
- BĐS	32.3%	30.7%	-1.6dpt	20.8dpt	34.0%	+3.3dpt	+24.7dpt	
Chi phí bán hàng & QLDN	761	837	9.9%	14.3%	891	6.5%	1.8%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp điều chỉnh tăng do chi phí bán hàng từ các dự án BĐS tăng mạnh bởi tiến độ bàn giao dự kiến đẩy nhanh hơn và công ty hoàn tất trích lập dự phòng với 15% còn lại của khoản nợ xấu từ Noble house.
% Chi phí bán hàng & QLDN	11.8%	11.7%	-0.1%	0.6%	11.7%	0.1%	1.1%	
Thu nhập tài chính	77	40	-47.7%	47.7%	23	-42.5%	-34.9%	
Chi phí tài chính	96	107	11.4%	-0.5%	111	3.3%	-10.1%	
Trong đó: Chi phí lãi vay	78	84	8.2%	-1.0%	87	2.6%	-12.7%	
LN trước thuế	472	481	1.9%	-31.8%	524	9.0%	-12.2%	
LN ròng	371	378	1.9%	-33.6%	412	9.0%	-30.6%	Do môi trường kinh doanh đối mặt nhiều khó khăn, chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh LN ròng của PTB so với dự phóng cũ.

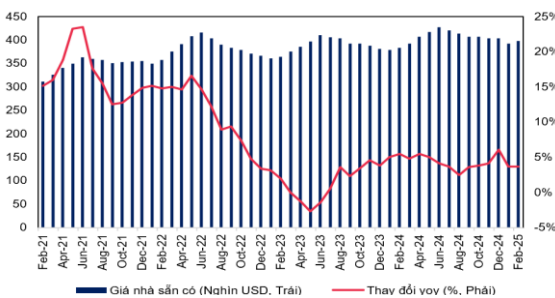
Mảng gỗ chịu tác động tiêu cực từ chính sách thuế mới của Mỹ

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu gỗ 2025-26 3.6%/9.6% so với dự phóng trước, sau điều chỉnh, doanh thu gỗ chỉ tăng nhẹ 4.7%/5.9% svck:

- Trước sức ép thuế quan của Mỹ, Việt Nam đã có những động thái chủ động trong việc giảm thặng dư thương mại, do vậy chúng tôi dự kiến Việt Nam có thể đàm phán để giảm mức thuế xuống khoảng 15-20%. Tuy nhiên, các nước đối thủ chính trong xuất khẩu G&SPG của Việt Nam bao gồm Canada, Mexico, Ý, Indonesia và Malaysia cũng có động thái tương tự. Dựa trên tiêu chí quyết định trước đó của Mỹ, có thể thấy các nước đối thủ chỉ bị áp thuế đối ứng ở mức thấp hơn mức 46% của Việt Nam do có mức thặng dư thương mại với Mỹ thấp hơn, vì vậy, chúng tôi đánh giá, sản phẩm gỗ của Việt Nam sẽ chịu thêm áp lực cạnh tranh gia tăng khi đối thủ cạnh tranh chịu mức thuế thấp hơn Việt Nam.
- Thị trường nhà ở tại Mỹ tiếp tục đối mặt nhiều thách thức trong cả năm 2025 và nửa đầu 2026. Sức mua nhà của người dân Mỹ còn yếu khi giá nhà tiếp tục tăng, trong khi đó lãi suất cho vay mua nhà 30 năm vẫn ở mức cao trên 6%. Đặc biệt, theo Hiệp hội Nhà thầu xây dựng tại Mỹ, các nguyên vật liệu xây dựng nhà dân dụng có xu hướng tăng trở lại do chính sách thuế quan, qua đó càng làm giá nhà tăng cao và giảm sức mua nhà của người dân Mỹ. Ngoài ra, lạm phát dự kiến sẽ tăng trở lại, khiến nhu cầu tiêu dung vật dụng không thiết yếu, bao gồm sản phẩm nội thất gỗ, suy giảm, càng góp phần khiến sản lượng xuất khẩu gỗ giảm mạnh trong giai đoạn 2025-26.
- PTB dự kiến sẽ khai thác nhà máy sản xuất viên nén gỗ từ T6/25, chúng tôi dự kiến sẽ có thể đóng góp khoảng 126.7/215.4 tỷ đồng trong 25-26.

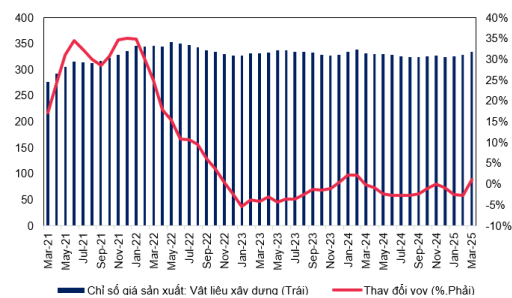
Chúng tôi điều chỉnh tăng biên LNG mảng gỗ 2025-26 thêm 2.3/2.6 điểm % so với dự phóng trước do PTB có nguồn nguyên liệu giá tốt, biên LNG sau điều chỉnh đi ngang so với mức 2024.

Hình 3: Giá nhà sẵn có tại Mỹ



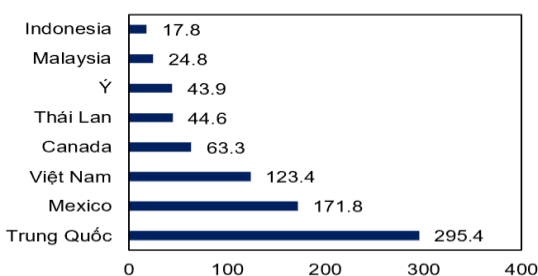
Nguồn: TradingEconomic, MBS Research

Hình 4: Chỉ số giá sản xuất: Vật liệu xây dựng



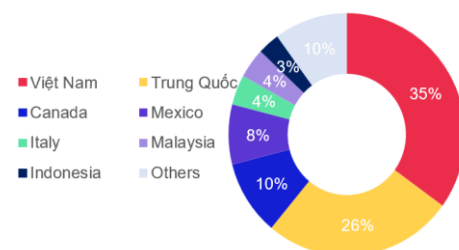
Nguồn: FED, MBS Research

Hình 5: Thặng dư thương mại với Mỹ của các nước xuất khẩu G&SPG vào Mỹ nhiều nhất (đơn vị: Tỷ USD)



Nguồn: MBS Research

Hình 6: Thị phần các nước xuất khẩu sản phẩm gỗ nội thất nhiều nhất vào Mỹ năm 2024



Nguồn: MBS Research

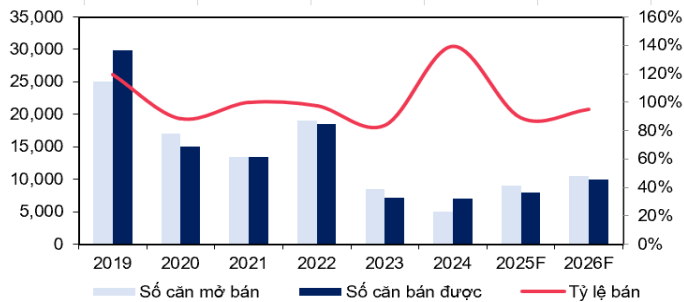
Mảng đá xuất khẩu bị ảnh hưởng, thị trường nội địa triển vọng tích cực

Chúng tôi điều chỉnh giảm doanh thu đá 2025-26 10%/10.7% so với dự phóng trước, doanh thu đá sau điều chỉnh tăng 3.5%/7.7%:

- Đối với sản phẩm đá thạch anh chủ yếu phục vụ xuất khẩu, do vẫn thuộc phân khúc thấp nên phải chịu sức ép cạnh tranh mạnh mẽ từ mức thuế quan mới của Mỹ.
- Đối với mảng đá tự nhiên, chúng tôi kỳ vọng động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng đá sẽ đến từ các dự án giải ngân đầu tư công cũng như nhờ triển vọng phục hồi của thị trường BĐS trong giai đoạn 2025-26. Hiện tại, PTB sở hữu hợp đồng cung cấp đá với 2 dự án lớn, đối với dự án nhà ga T2 Nội Bài, dự kiến sẽ ghi nhận tổng cộng khoảng 40 tỷ đồng khi hoàn thành trong 2025, đối với dự án sân bay Long Thành, PTB sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu khoảng 170 tỷ đồng trong 2026. Tuy trong Q1/25, nguồn cung căn hộ mới tại TP.HCM giảm mạnh do gần như chưa có dự án mới, nhưng chúng tôi đánh giá tình hình sẽ cải thiện hơn trong 3 quý cuối năm 2025 khi các dự án mới bắt đầu mở bán. Theo CBRE, nguồn cung tại TP. Hồ Chí Minh sẽ cải thiện khoảng 28.5% lên 9,000 căn hộ chung cư mở bán trong 2025 và tiếp tục tăng 17.2% lên mức 10,550 căn hộ chung cư mở bán trong năm 2026, góp phần thúc đẩy sản lượng tiêu thụ sản phẩm đá nội địa.

Chúng tôi điều chỉnh giảm biên LNG mảng đá 9.5/6.1 điểm% sv dự phóng trước do áp lực giảm giá sản phẩm để duy trì thị phần, biên LNG mảng đá sau điều chỉnh tăng 0.7/4.4 điểm % trong 2025-26 do không còn chi phí về giấy phép mỏ.

Hình 7: Tỷ lệ bán tại TP Hồ Chí Minh vẫn tích cực và kỳ vọng sẽ tiếp tục cải thiện trong 2025-2026



Nguồn: CBRE, MBS Research

Giai đoạn 2025-26 là điểm rơi về hoạt động bàn giao các dự án BĐS

Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu BĐS giai đoạn 2025-26 64.5%/89% so với dự phóng cũ, qua đó kỳ vọng doanh thu BĐS sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-26 (+552.3%/2.6% svck):

- Trong Q4/2024, dự án Phú Tài Residence đã bàn giao thêm 29 căn hộ, qua đó thành công bàn giao 501/634 căn của dự án. Trong 2025, ban lãnh đạo PTB đánh giá thị trường BĐS tại Quy Nhơn đã có dấu hiệu ấm dần lên, do vậy chúng tôi đánh giá tiến độ bàn giao 2 dự án Phú Tài Residence và Phú Tài Central Life sẽ được đẩy nhanh hơn trong giai đoạn 2025-26.
- Trong 2025, đối với dự án Phú Tài Residence, chúng tôi kỳ vọng PTB sẽ có thể hoàn thành bàn giao toàn bộ 133 căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence, tương tự như dự phóng cũ.

- Đối với dự án Phú Tài Central Life, chúng tôi đánh giá doanh nghiệp có thể đẩy nhanh tiến độ và thành công bàn giao 30% số lượng căn hộ, tương đương với 110 căn hộ trong năm 2025, (tăng 18% so với dự phóng cũ ở mức 94 căn) và hoàn thành bàn giao 70% căn còn lại trong năm 2026.

Luận điểm đầu tư và định giá

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu của PTB là 53,700 đồng/cổ phiếu (điều chỉnh giảm 27.2% so với dự phóng cũ) dựa trên các luận điểm chính:

- Thị trường nhà ở tại Mỹ còn phục hồi chậm khi sức mua nhà của người dân còn yếu và lạm phát kỳ vọng gia tăng do thuế quan khiến nhu cầu mua sản phẩm không thiết yếu suy giảm.
- Sức cạnh tranh của sản phẩm Việt Nam tại thị trường Mỹ dự kiến suy giảm khi bị áp mức thuế đối ứng cao hơn so với đối thủ cạnh tranh, qua đó gây áp lực về giá khiến biên lợi nhuận eo hẹp.
- Hoàn thành bàn giao các căn hộ còn lại của dự án Phú Tài Residence và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ dự án Phú Tài Central Life giúp doanh nghiệp ghi nhận doanh thu đột biến từ mảng BĐS.

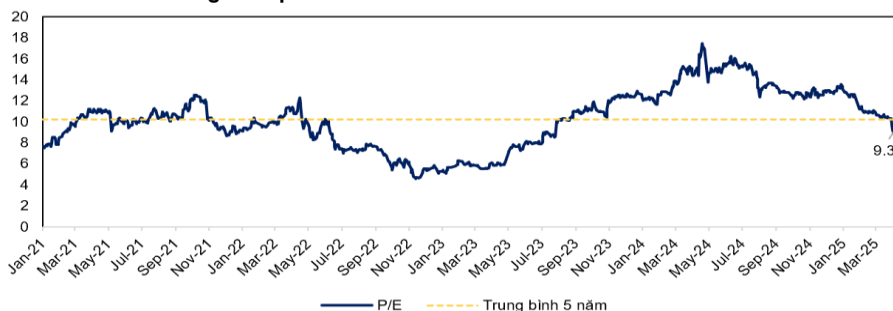
Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi hạ định giá của PTB xuống 53,700 VNĐ/cp do thay đổi P/E mục tiêu các mảng để phản ánh những khó khăn liên quan đến triển vọng kinh doanh trong ngắn hạn. Chúng tôi lựa chọn P/E mục tiêu của:

- **Ngành gỗ:** dựa trên trung bình P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong giai đoạn 6/2018-12/2019 (giai đoạn bắt đầu chiến tranh thương mại Mỹ-Trung 2018), ở mức 7.7x (giảm 31.8% sv mức 11.3x của dự phóng cũ)
- **Ngành đá:** dựa trên trung bình P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong giai đoạn (6/2018-6/2019) và trung bình 2 năm, ở mức 11.2x (giảm 9.6% sv mức 12.4x của dự phóng cũ).
- **Ngành ô tô:** Dựa trên trung bình P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong giai đoạn từ năm 2018-2020, ở mức 7x (tăng 7.6% sv mức 6.5x của dự phóng cũ).

Do những bất ổn xung quanh chính sách thuế quan của Mỹ, trong đó PTB là một trong những doanh nghiệp bị ảnh hưởng trực tiếp, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp sẽ còn đối mặt nhiều thách thức, do vậy chúng tôi thay đổi khuyến nghị xuống TRUNG LẬP đối với cổ phiếu PTB.

Hình 8: P/E của PTB giai đoạn 2021- 2025



Nguồn: FiinproX, MBS Research

Hình 9: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá từng phần	Phương pháp	Giá trị (tỷ đồng)
Gỗ	P/E mục tiêu 7.7x	1,543
Đá	P/E mục tiêu 11.2x	1,087
Phân phối và dịch vụ ô tô	P/E mục tiêu 7x	389
BDS	RNAV	298
(+) Tiền và tương đương tiền		375
(-) Nợ vay dài hạn		92
(-) Lợi ích của cổ đông thiểu số		9
Giá trị doanh nghiệp		3,592
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)		66.94
Giá mục tiêu (đồng)		53,659
Giá mục tiêu (làm tròn, đồng)		53,700
Upside		7.9%

Nguồn: MBS Research

Rủi ro đầu tư

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

Hình 10: So sánh các doanh nghiệp các ngành

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

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6,466	7,161	7,586
Giá vốn hàng bán	(5,242)	(5,734)	(6,009)
LN gộp	1,224	1,428	1,577
Chi phí quản lý DN	(264)	(286)	(303)
Chi phí bán hàng	(497)	(550)	(583)
LN từ HĐKD	1,986	2,264	2,464
EBITDA thuần	463	825	952
LN trước thuế & lãi vay	1,986	2,264	2,464
Thu nhập lãi	77	40	23
Chi phí tài chính	(96)	(107)	(111)
Thu nhập ròng khác	27	(43)	(79)
TN từ các công ty LK và LD	-	-	-
LN trước thuế	472	481	524
Thuế TNDN	(93)	(94)	(103)
LN sau thuế	379	386	421
Lợi ích cổ đông thiểu số	8	9	9
LN ròng về công ty mẹ	371	378	412
Chi trả cổ tức	176	134	176
LN giữ lại	195	244	236

Bảng cân đối kế toán	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	471	375	560
Đầu tư ngắn hạn	26	29	31
Phải thu khách hàng	888	917	972
Hàng tồn kho	1,454	1,472	1,533
Tổng tài sản ngắn hạn	3,342	3,148	3,525
Tài sản cố định	1,543	1,693	1,693
XDCB dở dang	73	81	86
BDS đầu tư	5	4	3
Tài sản dài hạn khác	253	317	335
Đầu tư vào công ty LD, LK	-	1	2
Phải thu dài hạn	96	29	30
Tổng tài sản dài hạn	2,243	2,318	2,348
Tổng tài sản	5,585	5,467	5,873
Vay & Nợ ngắn hạn	1,461	1,361	1,441
Phải trả người bán	516	547	580
Phải trả ngắn hạn khác	27	57	60
Tổng nợ ngắn hạn	2,340	2,335	2,474
Vay & Nợ dài hạn	92	122	189
Các khoản phải trả khác	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	115	147	217
Tổng nợ	2,455	2,483	2,691
Vốn điều lệ	669	669	669
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
Cổ phiếu quỹ	-	-	-
LN giữ lại	586	580	716
Các quỹ thuộc VCSH	-	-	-
Vốn chủ sở hữu khác	1,648	1,678	1,736
Lợi ích cổ đông thiểu số	130	57	61
Tổng vốn chủ sở hữu	3,033	2,984	3,182
Tổng nợ và VCSH	5,488	5,467	5,873

Báo cáo LCTT	2024	2025F	2026F
LN trước thuế	472	481	524
Khấu hao	248	234	261
CP lãi vay	78	84	87
Các khoản điều chỉnh khác	-	-	-
Thay đổi VLĐ	(321)	(208)	(303)
LCTT từ HĐKD	457	366	536
Đầu tư TSCĐ	(224)	(384)	(261)
Thu từ TL TSCĐ và mua công cụ nợ	80	61	61
LCTT từ đầu tư	(187)	(345)	(226)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	72	72	72
Tiền vay ròng nhận được	(117)	(55)	(19)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	1	2
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(176)	(134)	(176)
LCTT từ hoạt động TC	(221)	(116)	(123)
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	428	471	375
LC tiền thuần trong năm	50	(95)	187
Tiền & tương đương tiền cuối kì	471	375	560

Các chỉ số cơ bản	2024	2025F	2026F
Tăng trưởng DTT	15.1%	10.7%	5.9%
Tăng trưởng EBITDA	0.0%	78.2%	15.3%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	1.5%	27.6%	16.9%
Tăng trưởng LN trước thuế	46.2%	1.9%	9.0%
Tăng trưởng LN ròng	43.9%	1.9%	9.0%
Tăng trưởng EPS	0.0%	1.9%	9.0%
Biên LN gộp	18.9%	19.9%	20.8%
Biên EBITDA	7.2%	11.5%	12.5%
Biên LN ròng	5.7%	5.3%	5.4%
ROAE	12.5%	12.9%	13.2%
ROAA	6.8%	7.1%	7.2%
Vòng quay tài sản	0.1	0.1	0.1
Cổ tức chi trả/LN ròng	47.5%	35.4%	42.7%
Tổng nợ vay/VCSH	51.2%	49.7%	51.2%
Nợ vay ròng/VCSH	35.7%	37.1%	33.7%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	19.4%	20.3%	18.2%
Khả năng thanh toán lãi vay	5.9	9.8	11.0
Số ngày phải thu	47.7	46.0	45.4
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	101.9	93.1	91.3
Số ngày phải trả tiền bán	28.7	27.1	27.1
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.4	1.3	1.4
Khả năng thanh toán nhanh	1.0	1.0	1.0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.3	0.4

Định giá	2024	2025F	2026F
EPS (đồng/cp)	5,667	5,772	6,291
BVPS (đồng/cp)	45,316	44,578	47,535
P/E (lần)	8.7	9.3	8.5
P/B (lần)	1.1	1.2	1.1

Nguồn: PTB, MBS dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

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

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Nghiêm Phú Cường

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Nguyễn Phương Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thanh Hường

Bất động sản – KCN - VLXD

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly