KB Securities VIETNAM

Công ty Cổ phần Phú Tài (PTB)

BÁO CÁO NGẮN CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Chuyên viên Phân tích Tài Chính & Công nghệ - Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Mua

25/06/2021

Giá mục tiêu	**VND 112,900**
Tăng/giảm (%)	31.3
Giá hiện tại (23/06/2021)	86,000
Vốn hóa thị trường (tỷ) VNĐ)	4,096

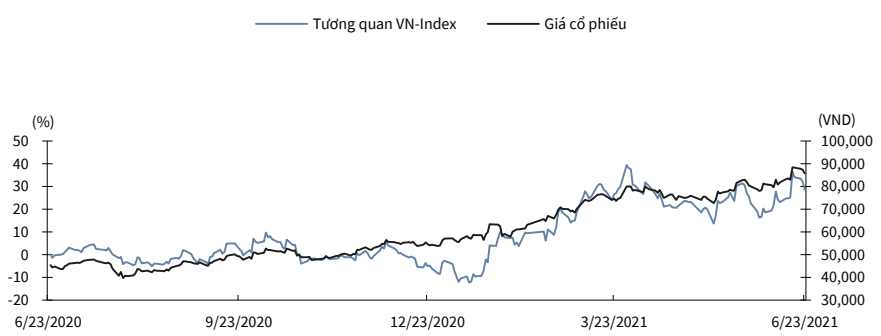
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	68.6%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/USD)	12.7/0.1
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	30.74%
Cổ đông lớn nhất	Lê Vỹ 12.27%

Dự phóng KQKD & định giá

FY-End	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	5,549	5,601	7,243	8,161
Tốc độ tăng trưởng(%)	17.6%	0.9%	29.3%	12.7%
Lợi nhuận gộp(tỷ VND)	1,031	1,141	1,598	1,816
Biên lợi nhuận gộp (%)	18.6%	20.4%	22.1%	22.3%
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	457	379	552	639
Tốc độ tăng trưởng(%)	14.3%	-17.0%	45.6%	15.6%
EPS (VND)	8,958	7,377	10,741	12,418
Tăng trưởng EPS	13.2%	-17.7%	45.6%	15.6%
P/E	9.6	11.7	8.0	6.9

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 112,900 VND/cp đối với Công ty Cổ phần Phú Tài với kỳ vọng kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng ấn tượng nhờ nhu cầu mảng gỗ tăng, đẩy mạnh thị trường xuất khẩu cùng ghi nhận kết quả kinh doanh dự án Phú Tài Residence.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nhu cầu về gỗ và đồ nội – ngoại thất xuất khẩu tăng mạnh. KQKD mảng gỗ giai đoạn vừa rồi của PTB được cải thiện mạnh mẽ theo xu hướng chung của thị trường khi xuất khẩu Việt Nam sang Mỹ được cải thiện. Chúng tôi kì vọng mảng gỗ sẽ tiếp túc tăng trưởng dựa trên các yếu tố: (1) Nhu cầu tăng mạnh tại thị trường Mỹ; (2) Giá gỗ nhập khẩu tại Mỹ tăng; (3) Xuất khẩu gỗ Việt Nam hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.

Mở rộng quy mô sản xuất thông qua dự án Phú Cát. Vào tháng 08/2020, PTB đã phê duyệt dự án nhà máy chế biến gỗ nội thất Phù Cát Bình Định với tổng mức đầu tư là 429 tỷ đồng. Ước tính sau khi hoàn thành giai đoạn 1 và 2 của nhà máy Phú Cát, tổng công suất các nhà máy chế biến gỗ của PTB đạt khoảng gần 80,000 sản phẩm/năm; tăng khoảng gần 26% công suất năm 2020.

Ghi nhận KQKD từ dự án Phú Tài Residence. Dự án Phú Tài residence được khởi công xây dựng năm 2019 tại Thành Phố Quy Nhơn tỉnh Bình ĐỊnh. Chúng tôi kì vọng Phú Tài Residence sẽ mang lại khoảng 1,112 tỷ VND doanh thu và 192.5 tỷ VND lợi nhuận chia đều cho 2 năm 2021 và 2022.

RỦI RO

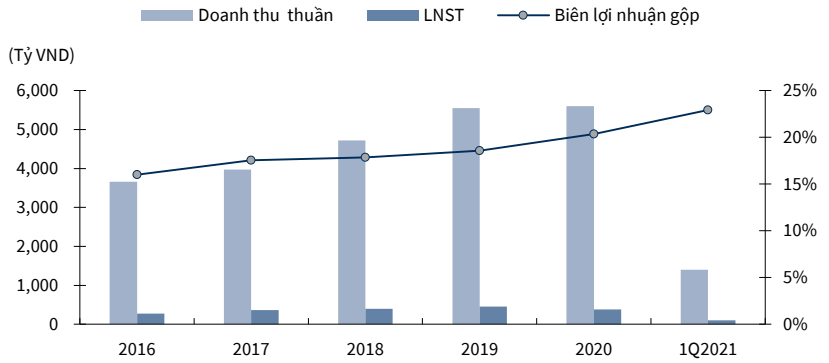
Rủi ro dịch bệnh bùng phát khiến doanh nghiệp phải ngừng hoạt động.
Rủi ro Mỹ áp thuế lên sản phẩm gỗ nhập khẩu từ Việt Nam.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1Q2021, Doanh thu va LNST tăng lần lượt 15.6% YoY và 60.1% YoY

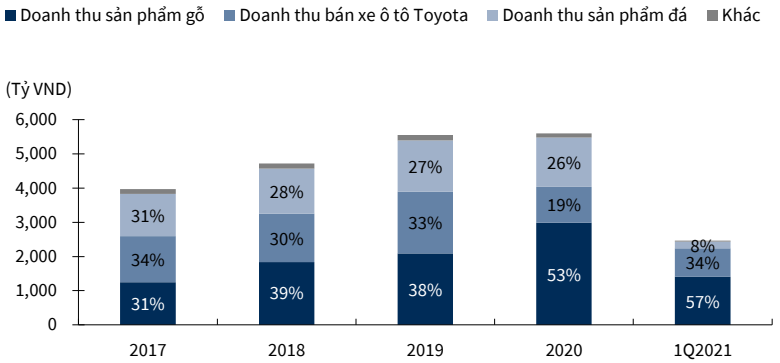
1Q2021, PTB ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu đạt 1,403 tỷ VND, tăng 15.6% YoY với động lực từ doanh thu mảng gỗ (+36.1% YoY) trong khi đó mảng kinh doanh đá tăng nhẹ 2.1% YoY và mảng bán xe ô tô giảm 15.0% YoY. Biên lợi nhuận gộp được cải thiện, đạt 22.9% (+290 bps QoQ, +360 bps YoY) chủ yếu nhờ giá sản phẩm gỗ đầu ra tăng trong khi vẫn còn lượng hàng tồn kho giá thấp. LNST 1Q2021 đạt 102.5 tỷ VND, tăng 60.1% YoY.

Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh PTB giai đoạn 2016-1Q2021



Nguồn: PTB

Biểu đồ 3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường PTB giai đoạn 2016-2020



Nguồn: PTB

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

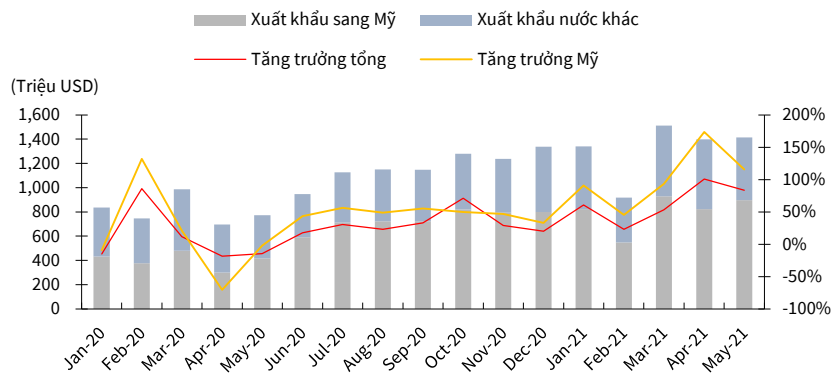
PTB có 3 mảng kinh doanh chính bao gồm: (1) sản xuất phân phối gỗ nguyên liệu và gỗ tinh chế; (2) sản xuất phân phối đá tự nhiên bao gồm đá granite, marble đá nghiền sàng; (3) Phân phối xe ô tô Toyota. Trong thời gian gần đây, PTB đang chuyển dịch dần cơ cấu kinh doanh, tập trung phát triển mảng gỗ hiện có tiềm năng tăng trưởng cao trong dài hạn.

1. Nhu cầu về gỗ và đồ nội – ngoại thất nhập khẩu tại Mỹ tăng mạnh

KQKD mảng gỗ giai đoạn vừa rồi của PTB đã có những bước cải thiện, theo xu hướng chung của thị trường khi xuất khẩu Việt Nam sang Mỹ tăng mạnh. Kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ tháng 5 đạt hơn 895.5 triệu USD, gấp đôi so với số liệu cùng kỳ (Biểu đồ 4). Chúng tôi kì vọng mảng gỗ của PTB sẽ tiếp túc tăng trưởng nhờ các yếu tố sau đây:

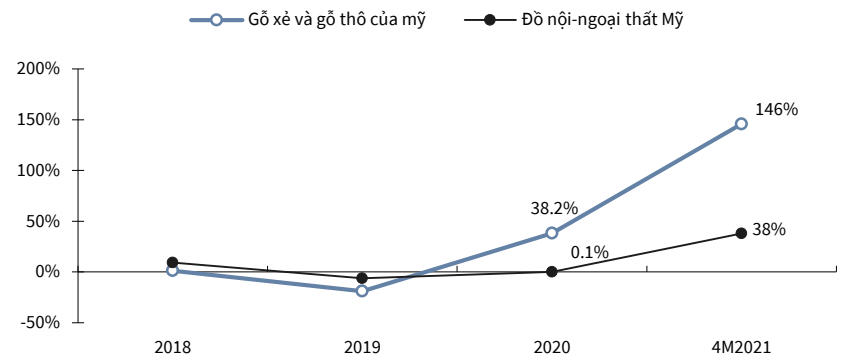
- **Nhu cầu về gỗ và đồ nội thất tại thị trường Mỹ tăng mạnh bất chấp tình hình dịch bệnh căng thẳng**. Sản lượng nhập khẩu gỗ xẻ 4M2021 của Mỹ tăng 146% YoY. Cùng với đó, giá trị nhập khẩu đồ nội thất cũng tăng mạnh, đạt 38% YoY trong 4M2021 (Biểu đồ 5). Chính sách cắt giảm lãi suất cho vay có thế chấp khiến thị trường xây dựng và bất động sản Mỹ sôi động trở lại với số lượng dự án xây dựng được cấp phép ở Mỹ trong 5M2021 tăng 31% YoY (Biểu đồ 6). Cùng với nhu cầu sửa sang lại nhà cửa của người dân khi ở nhà nhiều là nguyên nhân khiến cầu đồ gỗ tăng mạnh.
- **Giá gỗ nhập khẩu tại Mỹ và Nhật được đẩy tăng nhanh**: Tính đến tháng 5/2021, chỉ số giá gỗ nhập khẩu của Mỹ tăng 75.8% YTD và 155.3% YoY (Biểu đồ 7). Nguyên nhân cho việc tăng cao của giá gỗ nhập khẩu là bởi sự chênh lệch giữa nguồn cung và nguồn cầu. Mỹ và đang thiếu hụt nguồn cung gỗ khi các nhà máy phải đóng cửa hoặc giãn đoạn sản xuất do ảnh hưởng của dịch. Công suất các nhà máy, phân xưởng sản xuất gỗ ở Mỹ không thể đáp ứng được nhu cầu gỗ tăng nhanh trong giai đoạn gần đây khiến giá gỗ nhập khẩu ở Mỹ tăng mạnh.
- **Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung làm tăng nhu cầu nhập khẩu gỗ và các sản phẩm từ gỗ của Việt Nam từ Mỹ:** Trong những năm gần đây, Hoa Kỳ là quốc gia đứng đầu nhập nhẩu gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam năm 2020 với gần 60% dù chịu ảnh hưởng nặng nề từ đại dịch Covid-19. Kim ngạch xuất khẩu gỗ từ Việt Nam sang Hoa Kỳ năm 2020 tăng 34.37% so với năm 2019. Hiện tại, Việt Nam đã trở thành nước đứng đầu xuất khẩu sản phẩm nội thất gỗ sang Hoa Kỳ với hơn 7.4 tỷ USD năm 2020. Trong khi đó, do bị áp thuế 25% đối với đồ nội thất năm 2018 và tính đến thời điểm hiện tại đã có 228 mặt hàng gỗ và sản phẩm gỗ của Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ phải chịu mức thuế mới là 28%. Vì vậy, Trung Quốc chỉ xuất khẩu 7.33 tỷ USD trong năm 2020, giảm 25% so với năm 2019.

Biểu đồ 4.Tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu và sản phẩm gỗ Việt Nam 2019-2021 (YoY)



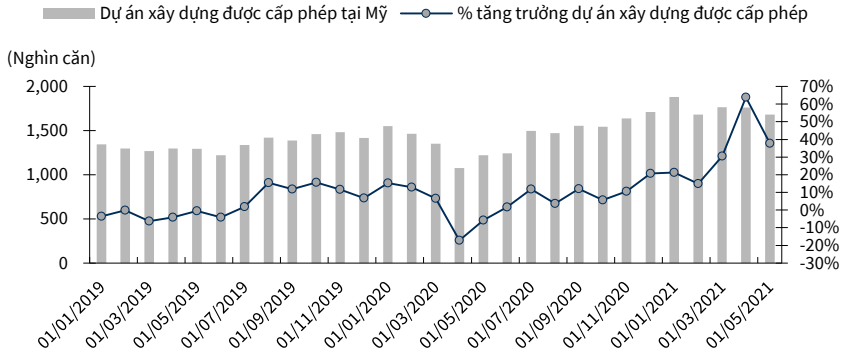
Nguồn: GSO

Biểu đồ 5. Tăng trưởng giá trị nhập khẩu gỗ và đồ nội ngoại thất của Mỹ 4M2021 (YoY)



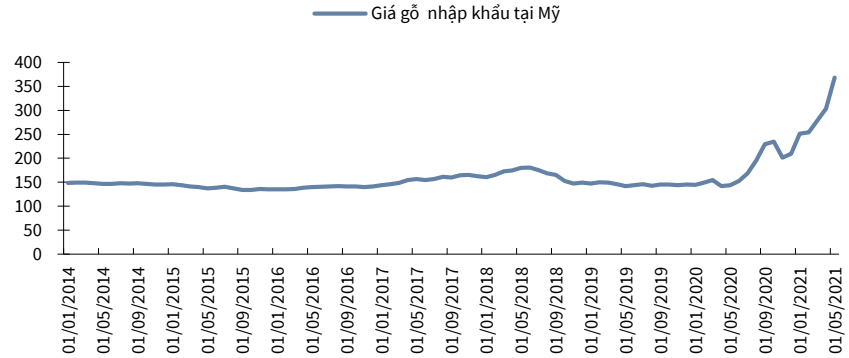
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 6. Tăng trưởng số lượng nhà được cấp phép xây dựng tại Mỹ (YoY)



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 7. Chỉ số giá gỗ và sản phẩm gỗ của Mỹ



Nguồn: Bloomberg

2. Mở rộng quy mô sản xuất thông qua dự án nhà máy chế biến gỗ nội thất Phú Cát

Vào tháng 08/2020, PTB đã phê duyệt dự án nhà máy chế biến gỗ nội thất Phù Cát Bình Định với tổng mức đầu tư là 429 tỷ đồng (nguồn vốn đầu tư gồm 30% vốn tự có và 70% vốn vay ngân hàng), tổng diện tích sử dụng đất 52,149 m2 với 2 nhà xưởng 3 tầng, được chia làm 3 giai đoạn. Trong đó, Giai đoạn 1 có mức đầu tư 201 tỷ đồng làm nhà xưởng, vận hành vào quý 1/2021; Giai đoạn 2 có mức đầu tư 34 tỷ đồng làm kho, hệ thống lò sấy và vận hành từ quý 2/2021 và Giai đoạn 3 có mức đầu tư 194 tỷ đồng, vận hành từ quý 3/2021. Ước tính sau khi hoàn thành giai đoạn 1 và 2 của nhà máy Phú Cát, tổng công suất các nhà máy chế biến gỗ của PTB đạt khoảng gần 80,000 sản phẩm/năm; tăng khoảng gần 26% công suất năm 2020, đảm bảo cho câu chuyện tăng trưởng của mảng gỗ trong thời gian tới, đặc biệt ở nhóm đồ nội thất là dòng sản phẩm cho biên lợi nhuận gộp cao.

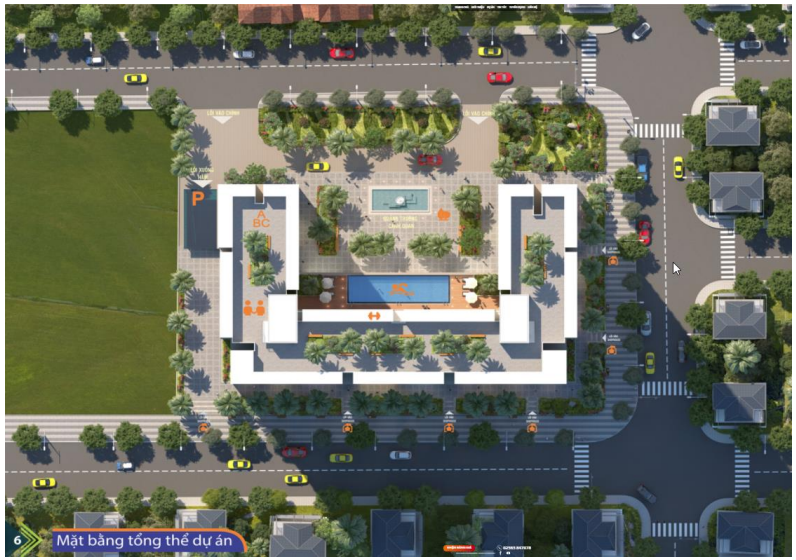
3. Ghi nhận lợi nhuận từ dự án Phú Tài Residence

Dự án Phú Tài residence được khởi công xây dựng năm 2019 tại Thành Phố Quy Nhơn tỉnh Bình ĐỊnh. Đây là dự án Chung cư cao 33 tầng với 622 căn hộ và 12 căn hộ thương mại. TÍnh đến thời điểm hiện tại, theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, PTB đã tiến hành bán được khoảng 45% số lượng căn hộ của dự án và kì vọng sẽ bán được 70% đến hết năm 2021, thời gian bàn giao dự kiến trong 3Q2021. Chúng tôi kì vọng Phú Tài Residence sẽ mang lại khoảng 1,112 tỷ VND doanh thu và 192.5 tỷ VND lợi nhuận chia đều cho 2 năm 2021 và 2022.

Biểu đồ 8. Vị trí dự án Phú Tài Residence

Nguồn: PTB

Biểu đồ 9. Mặt bằng tổng thể dự án Phú Tài Residence



Nguồn: PTB

YẾU TỐ RỦI RO

— **Rủi ro dịch bệnh bùng phát trở lại.** Nếu dịch bệnh bùng phát trở lại khiến nhà máy đang hoạt động phải đóng cửa sẽ gây rủi ro lớn cho PTB trong việc hoàn thành các đơn hàng và quá trình ký kết các hợp đồng mới.

— **Rủi ro Mỹ áp thuế lên sản phẩm gỗ nhập khẩu từ Việt Nam.** Hiện tượng các hãng gỗ trung Quốc chuyển hàng qua Việt Nam rồi xuất khẩu qua Mỹ nhằm tránh thuế diễn ra phổ biến cùng Kim ngạch xuất khẩu gỗ Việt Nam tăng mạnh kể từ chiến tranh thương mại Mỹ- Trung khiến ngành gỗ nước ta nằm trong tầm ngắm của các vụ kiện chống bán phá giá và gian lận thương mại. Điển hình là năm 2020, Bộ Thương mại Mỹ (DOC) đã khởi xướng điều tra áp dụng biện pháp chống lẩn tránh thuế với sản phẩm gỗ dán của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này ở mức thấp trong thời gian tới do sản phẩm của PTB đều là gỗ tự nhiên, có chứng chỉ rừng FSC xác minh nguồn gốc và quy trình khai thác và sản xuất theo quy chuẩn quốc tế.

ĐỊNH GIÁ

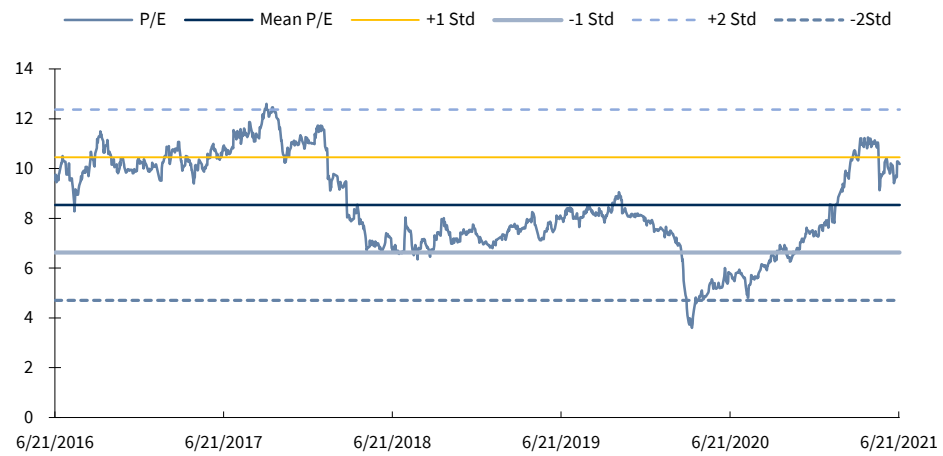
DỰ PHÓNG KQKD 2021

Trên quan điểm thận trọng vẫn giữ biên lợi nhuận gộp ở mức vừa phải do chưa nắm rõ thông tin về giá gỗ xuất khẩu của PTB, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2021 doanh thu đạt 7,243 tỷ VND, tăng 29.3% YoY; LNST đạt 552 tỷ VND, tăng 45.6% YoY nhờ nhu cầu tăng mạnh tại các thị trường xuất khẩu lợi nhuận ghi nhận từ dự án Phú Tài Residence.

ĐỊNH GIÁ

Sau khi đánh giá triển vọng kinh doanh cùng các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PTB, giá mục tiêu đạt 112,900VND/cp, upside 31.3% so với mức giá đóng cửa ngày 25/06/2021 dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF và phương pháp đối chiếu lịch sử P/E theo tỷ lệ 50:50. Cổ phiếu PTB hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2021 là 8.0x, với triển vọng kinh doanh tích cực chúng tôi kì vọng P/E hợp lý cho PTB cuối năm 2021 đạt 10.5x tương đương mức std+1 trung bình P/E của PTB trong 5 năm gần đây.

Biểu đồ 10. Lịch sử P/E của PTB 2016-2021



Nguồn: PTB

Bảng 11. Dự phóng KQKD của PTB 2021F – 2022F

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	5,549	5,601	7,243	8,161
Giá vốn hàng bán	4,518	4,460	5,645	6,345
Lợi nhuận gộp	1,031	1,141	1,598	1,816
Chi phí bán hàng	224	422	601	671
Chi phí quản lý doanh nghiệp	185	197	268	302
Chi phí tài chính	97	106	87	98
Lợi nhuận trước thuế	550	462	673	778
Lợi nhuận sau thuế	457	379	552	639

Nguồn: PTB

Bảng 12. Cổ phiếu PTB – Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền vốn chủ sở hữu

Giả định mô hình	Giá trị
Re	10.3%
Lãi suất phi rủi ro	2.9%
Phần bù rủi ro	8.2%
Beta	0.90
Tăng trưởng dài hạn	3%
Thời gian dự phóng	6 năm

Nguồn: PTB

Bảng 13. Tổng hợp các phương pháp định giá – giá mục tiêu

Phương pháp định giá	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFE	112,900	50%	56,450
P/E	112,800	50%	56,400
Giá mục tiêu			**112,900**

Nguồn: PTB

KB Securities VIETNAM

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhttv@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh
anhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Tài Chính & Công nghệ – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:
Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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 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.