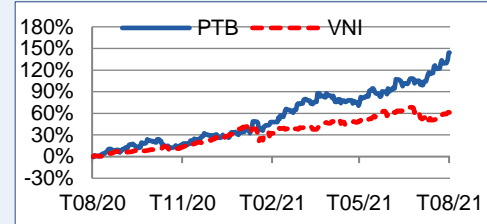


Ngành	Đa ngành	2020	2021F	2022F	2023F	
Ngày báo cáo	12/08/2021	Tăng trưởng DT	1,0%	24,5%	15,0%	3,7%
Giá hiện tại	102.500VND	Tăng trưởng EPS	-16,8%	59,5%	13,7%	0,0%
Giá mục tiêu	98.300VND	Tăng trưởng EPS*	-16,8%	31,5%	16,7%	18,5%
Giá mục tiêu gần nhất	98.300VND	Biên LN gộp	20,4%	22,8%	22,3%	22,2%
TL tăng	-4,1%	Biên LN ròng	6,4%	8,2%	8,1%	7,8%
Lợi suất cổ tức	<u>2,9%</u>	EV/EBITDA	9,3x	7,5x	6,4x	5,5x
Tổng mức sinh lời	-1,2%	P/E*	14,5x	11,1x	9,5x	8,0x



		PTB	VNI	
GT vốn hóa	215,4tr USD	P/E (trượt)	12,0x	16,4%
Room KN	62,1tr USD	P/B (hiện tại)	2,4x	2,7x
GTGD/ngày (30n)	1,4tr USD	Nợ ròng/CSH	1,0x	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	22,6%	16,6%
SL cổ phiếu lưu hành	48,6 tr	ROA	8,9%	2,7%
Pha loãng	48,6 tr			
PEG 3 năm	0,7			

Tổng quan về Công ty

Tiền thân là một doanh nghiệp nhà nước tại tỉnh Bình Định, PTB hiện hoạt động trong 3 lĩnh vực chính: khai thác và sản xuất đá ốp lát, xuất khẩu đồ gỗ sang Mỹ và EU, và phân phối xe Toyota tại miền Trung. Công ty cũng tham gia vào lĩnh vực BĐS trong 6 tháng cuối năm 2019.

Đào Danh Long Hà, CFA
Chuyên viên cao cấp

Đặng Văn Pháp, CFA
Phó Giám đốc

Định giá phù hợp sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh

- Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị cho CTCP Phú Tài (PTB) từ MUA còn **PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG** sau khi giá cổ phiếu PTB tăng 30% trong 3 tháng qua. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu và dự báo tổng LNST giai đoạn 2021-2023. Dự báo thấp hơn đối với mảng đá do sự gián đoạn của dịch COVID-19 nghiêm trọng tại Việt Nam được bù đắp bằng KQKD tốt hơn mong đợi của mảng gỗ.
- Về triển vọng kinh doanh, chúng tôi giữ quan điểm tích cực về khả năng của PTB trong việc nắm bắt đà tăng trưởng của ngành xuất khẩu gỗ nội thất cũng như tận dụng các hoạt động xây dựng đang phát triển tại Việt Nam thông qua mảng đá tự nhiên hàng đầu của công ty.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (không bao gồm bất động sản) sẽ đạt 23% trong giai đoạn 2020-2023 nhờ mảng đá phục hồi từ mức cơ sở thấp, đóng góp cao hơn từ đá thạch anh và xuất khẩu gỗ tiếp tục tăng trưởng. Chúng tôi cũng duy trì giả định rằng dự án căn hộ của PTB sẽ bàn giao 50%/50% vào năm 2021/2022 và đóng góp tương ứng 18%/16% vào tổng LNST sau lợi ích CĐTS năm 2021/2022.
- Yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu nhà ở tại Mỹ duy trì mạnh mẽ dẫn đến nhu cầu cho gỗ nội thất của PTB cao hơn dự kiến của chúng tôi.
- Rủi ro đối với quan điểm tích cực của chúng tôi: Hoạt động xây dựng và tiêu thụ ô tô trong nước thấp do diễn biến vĩ mô bất lợi; tiến độ triển khai mảng kinh doanh mới chậm (bất động sản và đá thạch anh).

Mảng gỗ vẫn tăng trưởng mạnh trong bối cảnh nhu cầu mạnh mẽ từ Mỹ và xu hướng đa dạng hóa chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc. Với thành tích đã được chứng minh của PTB và chi phí lao động cạnh tranh của Việt Nam, chúng tôi dự báo mảng gỗ sẽ ghi nhận CAGR LNTT đạt 25% trong giai đoạn 2020-2023 nhờ CAGR doanh thu đạt 19% và lợi thế kinh tế về quy mô. Trong 6 tháng đầu năm 2021, LNTT của mảng gỗ tăng mạnh 95% YoY khi xuất khẩu gỗ (chiếm 90% doanh thu của mảng gỗ) tăng 39% YoY trong bối cảnh doanh số bán nhà tại Mỹ tăng mạnh.

Đóng góp lớn hơn của mảng đá thạch anh và tiềm năng hoạt động kinh doanh phục hồi sau sự gián đoạn do dịch COVID-19 sẽ hỗ trợ mảng đá sau năm 2021. Trong 6 tháng đầu năm 2021, LNTT của mảng đá vẫn không thay đổi do doanh thu trong nước (chiếm 63% doanh thu của mảng đá trong 6 tháng đầu năm 2021) chỉ tăng 2% YoY trong bối cảnh hoạt động xây dựng trong nước tiến triển chậm, chúng tôi dự kiến tình trạng này sẽ tiếp diễn trong nửa cuối năm 2021 do sự bùng phát dịch COVID-19 hiện tại, sau đó cải thiện vào năm 2022. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sản xuất đá thạch anh mới của PTB sẽ đóng góp 17% vào lợi nhuận gộp của mảng đá trong năm 2023 so với không có đóng góp vào năm 2020 khi công ty có kế hoạch bắt đầu tăng

cường hoạt động bán hàng cho các sản phẩm đá thạch anh vào năm 2021. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LNTT của mảng đá sẽ đi ngang vào năm 2021 và ghi nhận CAGR đạt 30% trong giai đoạn 2021-2023.

PTB bắt đầu bàn giao dự án căn hộ tại tỉnh Bình Định vào tháng 7/2021. Theo PTB, doanh số bán hàng của dự án này đã đạt khoảng 50% tổng số căn hộ tính đến hiện tại so với mức 40%-45% tính đến tháng 5/2021; ban lãnh đạo đặt mục tiêu tỷ lệ này sẽ tăng lên khoảng 70% vào cuối năm 2021.

Báo cáo tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	5.607	6.982	8.030	8.325
Giá vốn hàng bán	-4.465	-5.393	-6.238	-6.478
Lợi nhuận gộp	1.142	1.589	1.792	1.847
Chi phí bán hàng	-422	-551	-604	-643
Chi phí quản lí DN	-198	-237	-274	-294
LN thuần HĐKD	522	801	914	910
Thu nhập tài chính	24	39	40	58
Chi phí tài chính	-107	-87	-98	-111
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-92</i>	<i>-86</i>	<i>-96</i>	<i>-109</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	23	6	7	7
LNTT	463	759	863	864
Thuế TNDN	-83	-152	-173	-173
LNST trước CĐTS	380	607	690	691
Lợi ích CĐ thiểu số	-21	-33	-38	-39
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	359	574	653	653
LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh (1)	359	574	653	653

EBITDA	728	1.032	1.182	1.220
EPS báo cáo, VND	7.357	11.895	13.529	13.531
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	7.357	11.895	13.529	13.531
EPS pha loãng ⁽¹⁾ VND	7.357	11.895	13.529	13.531
DPS, VND	2.000	3.000	3.500	3.500
DPS/EPS (%)	27,2%	25,2%	25,9%	25,9%

(1) điều chỉnh cho khoản mục bất thường	2020	2021F	2022F	2023F
TỶ LỆ				
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	1,0%	24,5%	15,0%	3,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-16,1%	53,4%	14,1%	-0,5%
Tăng trưởng LNTT	-15,9%	64,1%	13,7%	0,1%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-16,8%	59,5%	13,7%	0,0%

Khả năng sinh lời	2020	2021F	2022F	2023F
Biên LN gộp %	20,4%	22,8%	22,3%	22,2%
Biên LN từ HĐ %	9,3%	11,5%	11,4%	10,9%
Biên EBITDA	13,0%	14,8%	14,7%	14,7%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	6,4%	8,2%	8,1%	7,8%
ROE %	18,7%	25,6%	23,8%	20,1%
ROA %	7,9%	10,8%	10,6%	9,3%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2020	2021F	2022F	2023F
Số ngày tồn kho	115,3	102,4	80,5	72,4
Số ngày phải thu	46,5	41,9	42,0	46,3
Số ngày phải trả	38,2	43,1	50,1	51,5
TG luân chuyển tiền	123,6	101,3	72,4	67,1

Thanh khoản	2020	2021F	2022F	2023F
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,3
CS thanh toán nhanh	0,5	0,7	0,9	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,2	0,2
Nợ/Tài sản	0,4	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,4	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,7	0,5	0,3	0,2
Khả năng thanh toán lãi vay	5,7	9,3	9,5	8,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền và tương đương	168	329	671	824
Đầu tư TC ngắn hạn	113	221	450	553
Các khoản phải thu	752	853	993	1.116
Hàng tồn kho	1.499	1.527	1.224	1.345
TS ngắn hạn khác	205	617	719	808
Tổng TS ngắn hạn	2.737	3.548	4.057	4.646
TS dài hạn (gộp)	2.877	3.323	3.841	4.424
- Khấu hao lũy kế	-1.166	-1.397	-1.665	-1.975
TS dài hạn (ròng)	1.712	1.926	2.177	2.449
Đầu tư TC dài hạn	10	10	10	10
TS dài hạn khác	318	318	318	318
Tổng TS dài hạn	2.041	2.255	2.505	2.778
Tổng Tài sản	4.777	5.803	6.563	7.424
Phải trả ngắn hạn	528	752	876	985
Nợ ngắn hạn	1.296	1.435	1.680	1.880
Nợ ngắn hạn khác	544	797	719	808
Tổng nợ ngắn hạn	2.368	2.985	3.276	3.673
Nợ dài hạn	408	322	270	240
Nợ dài hạn khác	10	11	13	14
Tổng nợ	2.786	3.318	3.559	3.928

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	162	162	162	162
Vốn cổ phần	486	486	486	486
Lợi nhuận giữ lại	380	224	60	-94
Vốn khác	895	1.513	2.157	2.764
Lợi ích CĐTS	68	101	139	178
Vốn chủ sở hữu	1.991	2.485	3.004	3.496
Tổng cộng nguồn vốn	4.777	5.803	6.563	7.424

Số cp lưu hành cuối năm. tr	46,1	48,6	48,6	48,6
Số cp quỹ, tr	2,5	0,0	0,0	0,0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2020	2021F	2022F	2023F
Tiền đầu năm	126	168	329	671
Lợi nhuận sau thuế	359	574	653	653
Khấu hao	251	231	268	310
Thay đổi vốn lưu động	196	-64	107	-135
Điều chỉnh khác	-124	18	12	9
Tiền từ hoạt động KD	682	759	1.040	837
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-300	-445	-519	-583
Đầu tư	-51	-107	-227	-101
Tiền từ HĐ đầu tư	-350	-552	-746	-684
Cổ tức đã trả	-151	-97	-146	-170
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-224	139	245	200
Tăng (giảm) nợ dài hạn	138	-86	-52	-30
Tiền từ các hoạt động TC khác	-54	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-290	-45	48	0
Tổng lưu chuyển tiền tệ	41	162	341	153
Tiền cuối năm	168	329	671	824

Nguồn: số liệu của công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đào Danh Long Hà, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

Alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.