

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **63.800**

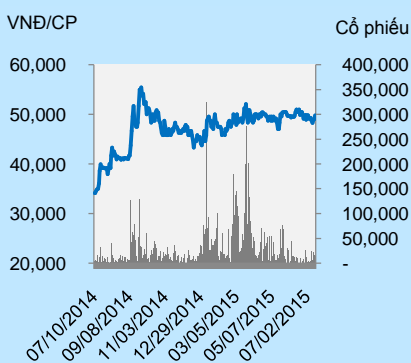
Giá thị trường (15/7/2015) 49.800

Lợi nhuận kỳ vọng 28,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	34.100-55.400 VNĐ/CP
Vốn hóa	717 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	14.400.634 CP
KLGD bình quân 10 ngày	9.480 CP
Sở hữu nước ngoài	5,34%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4%
Beta	0,52

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PTB	45,7%	-1,4%	-1,2%	2,2%
VN-Index	7,9%	8,7%	11,0%	9,3%

Chuyên viên phân tích

Ngô Thị Kim Thanh

(84 8) 3914 6888 ext: 157

Ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Công ty cổ phần Phú Tài

Mã giao dịch: PTB

Reuters: PTB.HM

Bloomberg: PTB VN

Tiềm năng tăng trưởng mảng đá granite – Tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao trong 2, 3 năm tới

Trữ lượng các mỏ đá đủ cung cấp trong vòng 20-25 năm. Với 3 mỏ hiện hữu và mua lại 2 mỏ mới ở Khánh Hòa và lợi thế chất lượng tốt đặc biệt ở mỏ đá tím Phù Mỹ, trữ lượng đá đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định đủ để khai thác trong vòng 20-25 năm.

Tăng 24.8% sản lượng đá granite từ nhà máy Đồng Nai. Công suất nhà máy mới 372.000 m²/ năm, dự kiến đi vào hoạt động vào tháng 10/2015, góp phần tăng tổng công suất hoạt động của PTB lên thêm 24,8% so với mức 1,5 triệu m²/ năm hiện tại được sản xuất tại Bình Định. BVSC giữ định sản lượng tiêu thụ trong 2 năm đầu sau khi đi hoạt động đạt 40%, 70% công suất, doanh thu dự ước đá granite tại nhà máy mới vào khoảng 107 tỷ đồng trong năm 2016.

Đầu tư nhà máy sản xuất đá marble công suất 350.000 m²/năm. Bên cạnh sản xuất đá granite nhà máy Đồng Nai còn mở rộng sản xuất sản phẩm mới, giá trị cao là đá marble. Với công suất 350.000 m²/ năm, nhà máy dự kiến đem lại doanh thu khoảng 107 tỷ trong năm 2016. Đồng thời, nhờ tận dụng chênh lệch thuế nhập khẩu giữa đá nguyên liệu và đá thành phẩm khoảng 17-20%, lợi nhuận biên gộp từ sản xuất đá marble có thể đạt 21%.

Hoạt động sản xuất gỗ tăng trưởng 15% trong năm 2015 nhờ khách hàng mới Nga và Mỹ. Xu hướng dịch chuyển gia công các sản phẩm gỗ từ Trung Quốc sang Việt Nam để tận dụng lợi thế nhân công giá rẻ đang diễn ra, hỗ trợ cho sự tăng trưởng trong mảng sản xuất gỗ của PTB trong thời gian tới.

Chi phí khai thác đá có thể tăng trong năm 2016 do khả năng tăng thuế tài nguyên. Theo ý kiến của Bộ tài chính, mức thuế suất thuế tài nguyên môi trường các sản phẩm đá granite đang được đề xuất tăng từ mức 10% lên 15%. Nếu đề xuất này được thông qua và áp dụng vào năm 2016, sẽ làm tăng chi phí sản xuất các sản phẩm granite. Do đó, BVSC dự ước thận trọng lợi nhuận gộp biên hoạt động sản xuất đá granite sẽ giảm nhẹ từ mức 27% về mức 26% trong năm 2016.

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi đánh giá tích cực cổ phiếu PTB với lợi thế doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác đá granite tại tỉnh Bình Định, chiếm 1/3 tổng công suất toàn tỉnh, nguồn nguyên liệu ổn định và chất lượng đặc biệt mỏ đá tím Phù Mỹ. Đồng thời, việc mở rộng hoạt động sản xuất đá marble và đá granite tại nhà máy Đồng Nai mở thêm cơ hội tăng trưởng cho những năm tiếp theo. Bên cạnh đó, hoạt động sản xuất kinh doanh gỗ cũng đang có những chuyển biến tích cực. Hoạt động kinh doanh xe Toyota cũng dự kiến sẽ tăng lợi nhuận nhờ mảng kinh doanh xe cũ và mở rộng hoạt động sửa chữa, bảo trì.

Trên cơ sở đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PTB với mức giá kỳ vọng 63.800 đồng/CP.

Một số chỉ số tài chính của PTB

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	1.738	2.144	2.451	2.794
TT Doanh thu	%	-2,57%	23,33%	14,35%	13,95%
EBITDA	Tỷ VND	92	143	168	173
EBIT	Tỷ VND	55	95	120	106
LNST	Tỷ VND	70	101	121	127
EPS	VND	5.619	7.685	9.291	6.096
P/E	x	10,77	7,87	6,51	7,04
P/B	x	3,59	2,62	2,62	1,42
ROA	%	6,75%	9,39%	10,31%	10,5%
ROE	%	36,86%	42,39%	43,73%	29,99%

Báo cáo phân tích PTB
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	5,34%
Sở hữu khác	94,66%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Lê Vỹ	9,07 %
Lê Văn Thảo	7,69 %
Lê Văn Lộc	5,65 %
Nguyễn Sỹ Hòe	5,47 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	1.739	2.144	2.452	2.794
Giá vốn	1.520	1.869	2.129	2.432
Lợi nhuận gộp	218	275	323	361
Doanh thu tài chính	6	4	4	12
Chi phí tài chính	32	24	30	27
Lợi nhuận sau thuế	67	92	111	127

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	99	101	127	163
Các khoản phải thu ngắn hạn	212	192	275	313
Hàng tồn kho	207	317	325	371
Tài sản cố định hữu hình	193	266	321	388
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	0
Tổng tài sản	743	920	1.091	1.327
Nợ ngắn hạn	361	431	507	763
Nợ dài hạn	18	37	36	52
Vốn chủ sở hữu	202	277	341	510
Tổng nguồn vốn	743	920	1.091	1.327

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-2,6%	23,3%	14,4%	13,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	19,7%	36,8%	20,9%	5,2%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,6%	12,8%	13,2%	12,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,9%	4,3%	4,5%	4,6%
ROA (%)	9,9%	11,1%	11,1%	10,5%
ROE (%)	35,2%	38,5%	36,1%	29,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,72	0,69	0,68	62%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,63	2,28	2,16	160%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.619	7.685	9.291	6.096
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.859	23.079	28.414	29.500

Tổng quan về Ngành sản xuất Đá ốp lát Việt Nam

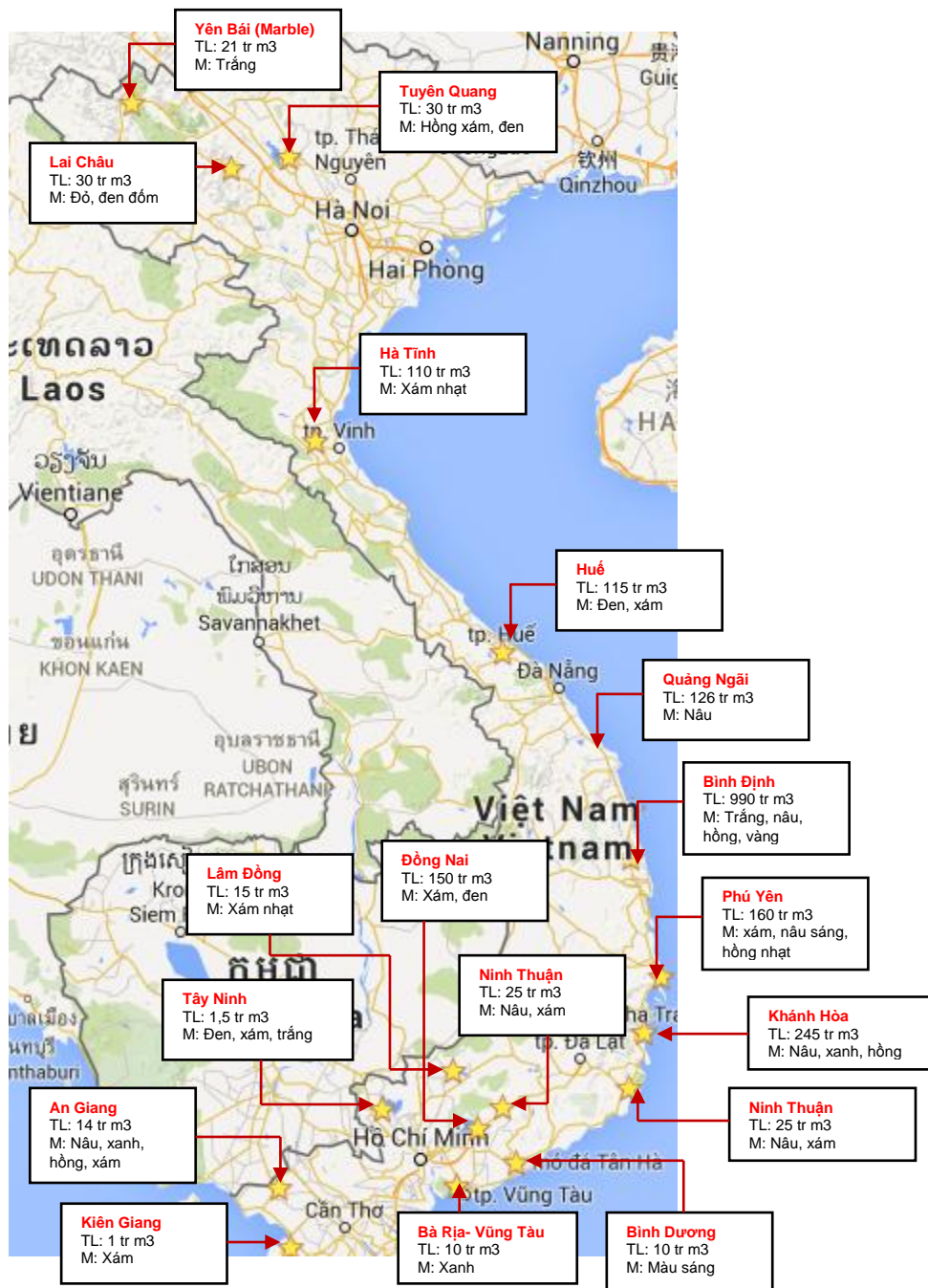
Với địa hình ¾ diện tích là núi, Việt Nam có nguồn nguyên liệu sản xuất đá granite (đá hoa cương) và đá marble (đá cẩm thạch) tự nhiên khá phong phú, trải dài từ Bắc đến Nam. Với đặc tính về độ cứng cao, đá granite thường được sử dụng trong các công trình dân dụng như Cầu thang, tam cấp, tường ngoài. Đá marble thường được dùng để ốp trong khách sạn, biệt thự, resort... Nhu cầu đá granite và marble tự nhiên phụ thuộc vào thị trường bất động sản, xây dựng và một số các công trình tâm linh.

Bảng 1. So sánh đặc tính giữa đá granite và đá marble

Đặc tính	Đá granite	Đá marble
Nguồn gốc hình thành	Hình thành từ nham thạch, dưới sự dồn nén cao độ của vỏ trái đất	Là kết quả của quá trình biến chất từ đá vôi
Cấu tạo chất đá	Chất đá rắn chắc, cứng, có độ bóng cao	Chất đá không rắn chắc lắm, nên mềm và độ bóng kém hơn đá granite
Kích cỡ xẻ	Đá 60cm, 80cm, 100cm	Đá khổ lớn (slap lớn)
Màu sắc chủ đạo	Màu tối: Đỏ, đen, xám, hồng, vàng, nâu đỏ	Màu sáng: Trắng, vàng

Nguồn nguyên liệu đá tự nhiên khá lớn, rải rác khắp đất nước, đa dạng chủng loại. Theo tài liệu đánh giá về tiềm năng, triển vọng tài nguyên khoáng sản không kim loại Việt Nam của Viện Khoa học Địa chất và Khoáng sản, đã phát hiện 350 mỏ, trong đó đã khảo sát thăm dò được khoảng 200 mỏ với trữ lượng trên 37 tỷ m³. Chia làm 3 khu vực chính:

- ✓ **Khu vực miền Bắc:** Tổng trữ lượng 150 triệu m³, bao gồm 1 mỏ đá marble và 3 mỏ đá granite. Màu sắc đá granite chủ yếu là đen xám, nâu tối, hồng xám, xanh tối, riêng mỏ đá marble có màu trắng.
- ✓ **Khu vực miền Trung – “trung tâm” đá granite:** Tổng trữ lượng 1.856 triệu m³, trong đó trữ lượng tại Bình Định là 990 triệu m³. Tập trung chủ yếu ở các Bình Định, Khánh Hòa, Hà Tĩnh, với chất lượng đá có độ cứng cao. Màu sắc khá đa dạng chủ yếu là đen nâu, xám nhạt, hồng, trắng, xanh nhạt, vàng...
- ✓ **Khu vực miền Nam:** Tổng trữ lượng 292 triệu m³, tập trung ở 2 tỉnh là Đồng Nai và Bình Dương. Màu sắc chủ đạo là xám trắng, đen, nâu nhạt...



**TL: Trữ lượng; M: màu sắc

Nguồn: Tài liệu Viện Khoa học Địa chất và Khoáng sản

Công nghệ chế biến sản phẩm tự nhiên phụ thuộc chủ yếu vào hệ thống cưa xẻ và đánh bóng. Khác với quy trình sản xuất đá xây dựng chủ yếu dùng phương pháp nổ mìn, việc khai thác đá granite và marble chủ yếu dùng công nghệ cưa sẽ để cắt khối đá block.

- (1) Cắt khối đá block: Để có thể khai thác đá block bằng dây kim cương trước hết phải khoan tạo lỗ khoan để luồn dây kim cương vào. Ba lỗ khoan phải gặp nhau tại một điểm. Sau đó cắt đứng và cắt ngang. Cắt ngang cũng có thể thực hiện được bằng cưa xích. Sau đó, vận chuyển khối đá đã cắt ra bằng cách kéo ra bằng cần cẩu và chuyển lên xe về nhà máy xẻ tấm, đánh bóng. Việc sử dụng cắt khối đá làm giảm hao hụt nguyên liệu chỉ còn khoảng 10% so với công nghệ cũ trước đây.

- (2) Cưa bỏ tấm: Sử dụng cưa dàn và cưa đĩa cắt đá khối thành tấm. Loại cưa thường được các công ty sử dụng là cưa Gang-saw được nhập khẩu từ Nhật hoặc Ý.
- (3) Đánh bóng: Đá sau khi cưa tấm xong sẽ được đưa vào đánh bóng. Các loại máy đánh bóng thường sử dụng máy của Ý và Trung Quốc.
- (4) Cắt đá theo quy cách: Đá sau khi được mài bóng sẽ được đưa vào cắt theo quy cách bao gồm đá 60cm, 80cm và 100cm. Riêng đá marble sử dụng tấm lớn và không cắt nhỏ.

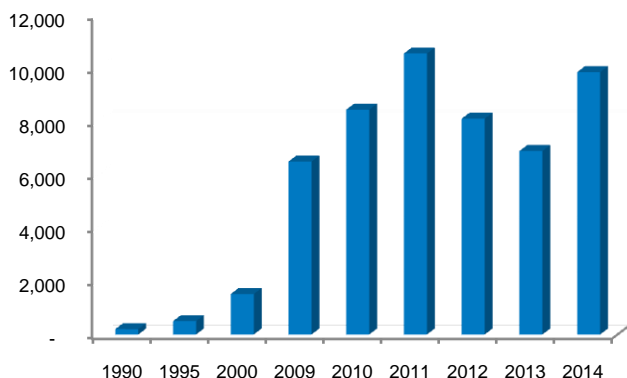
Với các bước được trình bày ở trên, ta có thể thấy quy trình sản xuất đá ốp lát không phức tạp, phụ thuộc chủ yếu vào công nghệ cưa xẻ đá là chủ yếu. Việc gia nhập ngành không phụ thuộc nhiều vào công nghệ mà phụ thuộc vào chất lượng mỏ đá.

Nhu cầu đá ốp lát tăng trưởng nhanh trên 20% mỗi năm. Nhu cầu tiêu thụ đá ốp lát tự nhiên phụ thuộc vào thị trường bất động sản và xây dựng hạ tầng. Trong giai đoạn 2001-2011, nhu cầu đá ốp lát tăng trưởng khá nhanh vào khoảng 20%. Tuy nhiên, sang năm 2012- 2013, thị trường bất động sản đóng băng, làm nhu cầu đá ốp lát sụt giảm mạnh với mức sụt giảm hơn 23%. Cuối năm 2014, thị trường có sự phục hồi trở lại với tốc độ tăng trưởng khá mạnh, hơn 43% so với cùng kỳ. Dự báo trong năm 2015, nhu cầu đá ốp lát tiếp tục tăng trưởng tích cực nhờ sự phục hồi của thị trường bất động sản, với tốc độ tăng trưởng dự kiến đạt 25% so với cùng kỳ.

Bên cạnh tiêu thụ trong nước, các sản phẩm đá granite và marble tự nhiên còn được xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu chủ yếu là Châu Á và châu Úc, chiếm 46%, thị trường Bỉ chiếm 24%. Kim ngạch xuất khẩu tăng trưởng đều trên 10% từ năm 2001-2014. Ngoài ra các sản phẩm xuất khẩu sang Châu Âu được ưu đãi với thuế suất 0%.

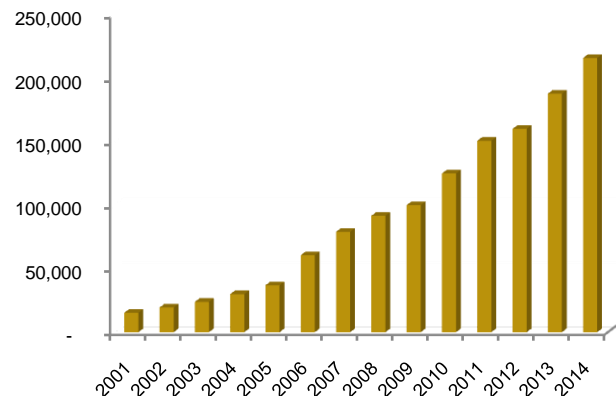
Sản lượng tiêu thụ đá ốp lát

ĐVT: triệu m3



Kim ngạch xuất khẩu đá ốp lát 2001-2014

ĐVT: triệu USD

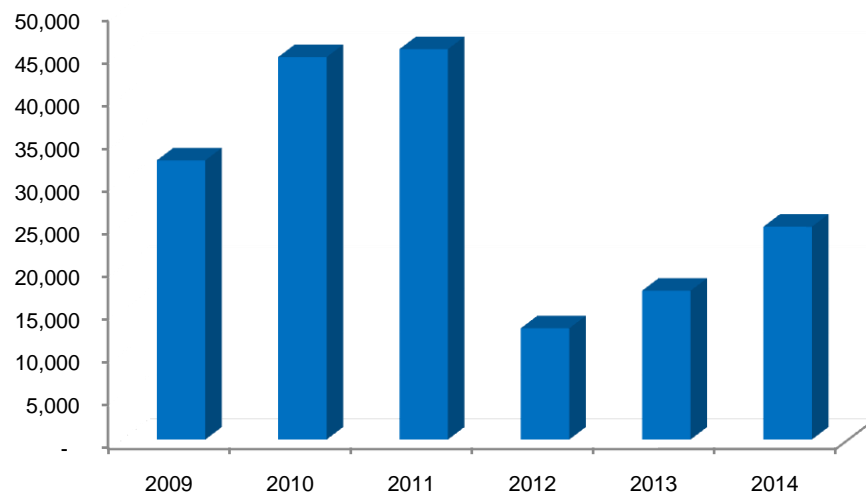


Nguồn: BVSC thu thập

Thuế nhập khẩu 17% - 20% đối với thành phẩm đá với bề mặt đã được mài bóng, giúp đá granite Việt Nam gia tăng khả năng cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc. Thị trường đá ốp lát trong nước bị cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu, trong đó các sản phẩm Trung Quốc chiếm đến 80% kim ngạch nhập khẩu đá ốp lát. Đá nhập khẩu Trung Quốc được lợi thế về màu sắc phong phú, giá bán khá linh hoạt từ phân khúc cấp thấp đến phân khúc cấp cao. Nhằm hạn chế sản phẩm nhập khẩu, theo thông tư 184/2010/TT-BTC quy định mức tính thuế nhập khẩu đối với các sản phẩm đá granite thành phẩm ở mức 17% - 20%, giúp các doanh nghiệp trong nước tăng khả năng cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc.

Kim ngạch nhập khẩu sản phẩm đá ốp lát 2012 – 2014

DVT: triệu USD



Nguồn: BVSC tổng hợp

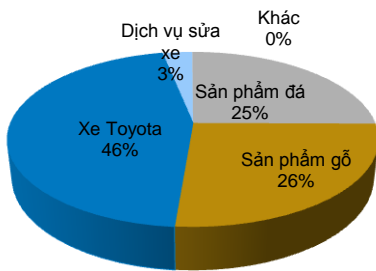
Chi phí khai thác đá tự nhiên có khả năng gia tăng với dự thảo tăng thuế suất thuế tài nguyên môi trường. Để tăng thu ngân sách, tăng cường quản lý việc khai thác tài nguyên, Chính phủ sẽ tiếp tục trình Ủy ban Thường vụ Quốc hội tại phiên họp vào tháng 9-2015 đề xuất việc sửa đổi, bổ sung Nghị quyết số 712/2013 /UBTVQH13 về biểu mức thuế suất thuế tài nguyên. Theo đó, mức thuế đối với các sản phẩm granite sẽ tăng từ mức 10% lên 15%. Nếu ý kiến của Bộ tài chính được thông qua thì năm 2016 sẽ làm tăng chi phí đối với các doanh nghiệp sản xuất đá granite.

Tóm lại, ngành đá ốp lát tự nhiên Việt Nam có nhiều lợi thế để phát triển trong tương lai với trữ lượng mỏ đá khá dồi dào, trải đều khắp đất nước. Quy mô sản xuất trong nước vẫn còn nhỏ, và cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc với lợi thế về mẫu mã, giá cả linh hoạt. Tuy nhiên, sản phẩm Việt Nam cũng được bảo vệ với thuế nhập khẩu các sản phẩm thành phẩm từ 17% - 20% tùy mặt hàng khác nhau. ...Rủi ro của ngành trong tương lai là sự cạnh tranh của các sản phẩm thay thế - đá nhân tạo với công nghệ ngày càng phát triển và chất lượng được cải tiến đáng kể. Ngoài ra, chi phí sản xuất có thể gia tăng trong năm 2016 nếu đề xuất Bộ tài chính về việc tăng thuế tài nguyên được thông qua.

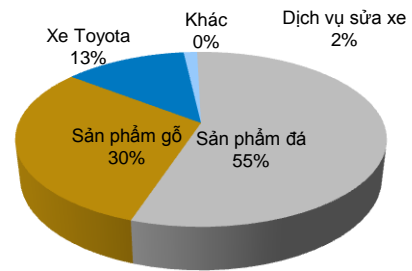
Công ty cổ phần Phú Tài - PTB

PTB là doanh nghiệp hàng đầu tỉnh Bình Định về khai thác đá Granite – chiếm 1/3 tổng công suất khai thác toàn tỉnh. Đồng thời, công ty còn hoạt động gia công các sản phẩm gỗ nội và ngoại thất với thị trường xuất khẩu chính sang khu vực Châu Âu. Bên cạnh đó, PTB độc quyền cung cấp xe ô tô Toyota cho khu vực Đà Nẵng- Bình Định. Hiện tại, cơ cấu cổ đông của công ty chủ yếu là các cá nhân trong Ban lãnh đạo sau khi Bộ Quốc phòng thoái hết vốn tại doanh nghiệp này. PTB hoạt động với 3 mảng chính là sản xuất đá, sản xuất gỗ, kinh doanh xe Toyota và dịch vụ sửa chữa. Mặc dù, hoạt động kinh doanh xe Toyota chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu vào khoảng 46% nhưng lợi nhuận gộp khá thấp. Ngược lại, hoạt động sản xuất đá chỉ chiếm 25% tổng doanh thu nhưng chiếm 55% lợi nhuận gộp của PTB

Cơ cấu doanh thu của PTB



Cơ cấu lợi nhuận gộp của PTB



Nguồn: BCTC PTB

Hoạt động khai thác đá – Kỳ vọng vào việc mở rộng thị trường phía Nam từ nhà máy mới Đồng Nai, biên lợi nhuận cao.

Chúng tôi đánh giá tích cực về hoạt động khai thác đá granite của PTB dựa trên những điểm chính sau:

- (1) Trữ lượng các mỏ đảm bảo nguồn nguyên liệu ổn định đến 20-25 năm nữa.** PTB hiện tại có 5 mỏ đang hoạt động, trong đó có 4 mỏ đá granite và 1 mỏ đá xây dựng. Tổng trữ lượng các mỏ đá xây dựng trên bề mặt 217.000 m³ (chưa tính phần trữ lượng khai thác sâu) với 3 mỏ đá đen và 1 mỏ đá ruby tím. Ngoài ra, công ty đang thực hiện mua thêm 2 mỏ mới ở khu vực Diên Khánh- Khánh Hòa. Đồng thời, công ty dự kiến chuyển nhượng mỏ đá Vân Cang với các lý do về bất ổn an ninh. Với trữ lượng 3 mỏ đá granite hiện tại và 2 mỏ mua mới sẽ đảm bảo nguồn cung cho công ty trong 20 – 25 năm tới. Bên cạnh đó, công ty cũng có 1 mỏ đá xây dựng với trữ lượng 6.1 triệu m³, có thời gian khai thác 15 năm. Theo ước tính của BVSC, doanh thu từ hoạt động khai thác đá xây dựng từ 40-50 tỷ/ năm.

Bảng 1. Các mỏ đá và trữ lượng mỏ của PTB

Mỏ đá	Trữ lượng (m3)	Thời gian khai thác	Loại đá
Mỏ Phú Yên (Mỏ đá đen)	49.700	10	Đá đen
Mỏ ĐakNong (Mỏ đá đen)	68.000	15	Đá đen
Mỏ Phù Cát (Mỏ đá tím)	59.000	15	Đá tím
Mỏ đá Sơn Triều	6.183.986	20	Đá vàng (xây dựng)
Mỏ đá Vân Canh	41.000	7	

Nguồn: BCB

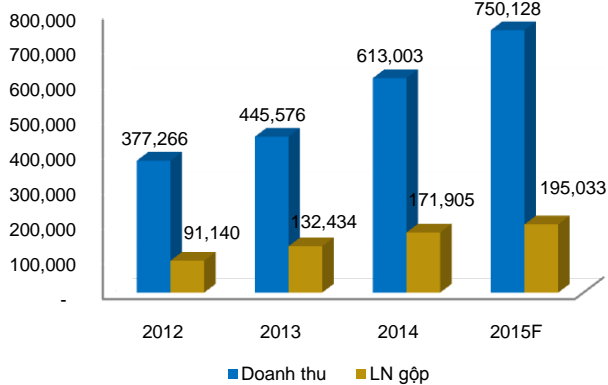
(2) Triển vọng tích cực từ việc mở rộng thị trường đá granite phía Nam. Hiện tại, với việc sản xuất tại xí nghiệp 380 và nhà máy đá Nhơn Hòa, công ty đã hoạt động tối đa công suất với 1.5 triệu m² sản phẩm. Thị trường phân phối chủ yếu là Bình Định, Quảng Ngãi, Đà Nẵng.

Với chiến lược mở rộng thị trường phía Nam, công ty đã đầu tư xây dựng nhà máy mới tại Đồng Nai, với công suất sản xuất đá granite 372.000 m². Dự kiến nhà máy mới sẽ đi vào hoạt động tháng 10/2015. Chúng tôi đánh giá tích cực về việc xây dựng nhà máy mới tại Đồng Nai ở 2 khía cạnh: (1) mở rộng thị trường vào phía Nam trong bối cảnh thị trường miền Trung đã vận hành tối đa công suất và khả năng mở rộng không còn nhiều; (2) Nhu cầu tiêu thụ thị trường phía Nam khá tích cực đặc biệt là phân khúc khách hàng công nghiệp: cao ốc văn phòng, khách sạn, resort....

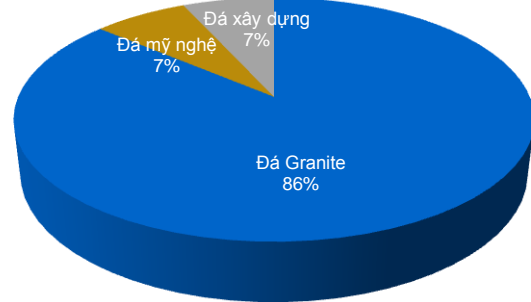
Tuy nhiên, trong thời gian đầu, BVSC vẫn đánh giá thận trọng về khả năng bán hàng của dự án, với giả định sản lượng tiêu thụ trong 2 năm đầu đạt lần lượt 40%, 70% công suất.

(3) Đầu tư mở rộng sản xuất đá marble, đóng góp doanh thu và lợi nhuận công ty từ năm 2016. Tại nhà máy Đồng Nai, ngoài sản xuất đá granite, công ty còn đầu tư sản xuất đá marble. Công suất nhà máy trong giai đoạn 1 là 350.000 m² và đi vào hoạt động đầu năm 2016. Trong đó, nguồn nguyên liệu sản xuất đá marble chủ yếu được nhập khẩu. Chúng tôi đánh giá việc đầu tư sản xuất đá marble khá tích cực khi nhu cầu tiêu thụ đá marble trong phân khúc khách hàng công nghiệp khá nhiều, trong khi chỉ có 1 doanh nghiệp Việt Nam đang cung cấp sản phẩm cùng loại là công ty IBS Hoàn Cầu với công suất 200.000m²/ năm. BVSC dự báo với mức giá gấp đôi giá đá granite, sản lượng tiêu thụ trong năm 2016 vào khoảng 50% công suất, dự kiến doanh thu năm 2016 vào khoảng 105 tỷ đồng.

Doanh thu sản phẩm đá



Cơ cấu sản phẩm đá



Nguồn: BCTC PTB

Hoạt động sản xuất gỗ - tín hiệu tích cực từ các khách hàng mới

Chúng tôi đánh giá hoạt động sản xuất gỗ có những tín hiệu tích cực từ năm 2015, với các nguyên nhân sau.

- (1) Công suất tăng 10% từ việc mở rộng nhà máy chế biến gỗ xí nghiệp Thăng Lợi.**
 Công suất khai thác tăng thêm khoảng 120- 150 m³/ tháng – tương đương khoảng 10 container/tháng sau khi mở rộng nhà máy chế biến gỗ xí nghiệp Thăng Lợi. Tổng công suất của PTB là 100 container/tháng đối với sản phẩm gỗ ngoại thất và 40 container/tháng đối với sản phẩm gỗ nội thất.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ gỗ của PTB dự kiến tăng 15% nhờ khách hàng mới ở Nga và Mỹ.**
 Nhu cầu tiêu thụ gỗ của PTB khá tích cực khi có thêm khách hàng mới nhờ vào sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc với lợi thế về nhân công rẻ. Hiện tại công ty đã hoạt động tối đa công suất và 1 phần nhỏ phải gia công ngoài. Trong năm 2015, các đơn hàng đặt sớm hơn và sản lượng tăng. Nhu cầu dự kiến tăng 15% so với cùng kỳ.
- (3) Nguồn nguyên liệu ổn định với 80% nguyên liệu gỗ được mua trong nước.** Hiện tại, công ty mua nguyên liệu chủ yếu là gỗ keo, gỗ tràm với tỷ lệ 80% được mua trong nước và 20% nguồn nhập khẩu. Mục đích nhằm chủ động nguồn nguyên liệu đồng thời giảm chi phí nguyên liệu so với trước đây.

Kinh doanh và dịch vụ sửa chữa xe Toyota – mở rộng hoạt động mua bán xe cũ, giữ vững thị phần khu vực miền Trung

Hoạt động kinh doanh xe hơi tỷ trọng hơn 46% tổng doanh thu PTB. Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh và dịch vụ sửa chữa xe Toyota sẽ duy trì ổn định trong tương lai với các luận điểm sau:

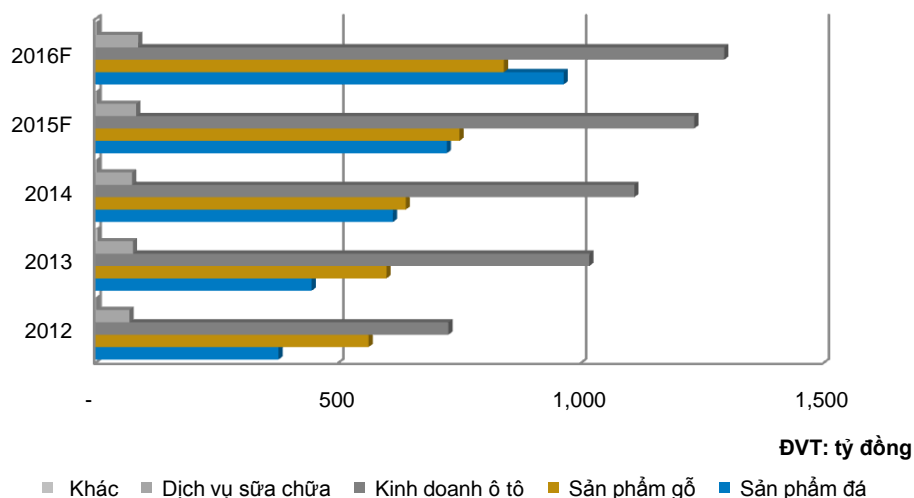
- (1) Duy trì vị trí độc quyền trong việc kinh doanh xe Toyota khu vực Bình Định – Đà Nẵng.** Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xe Toyota của PTB sẽ duy trì ở mức 10% trong 2-3 năm tới nhờ duy trì vị thế độc quyền về phân phối xe Toyota tại khu vực từ Bình Định – Đà Nẵng, dự định sẽ mở thêm 1 showroom tại Huế.

- (2) **Mở rộng hoạt động kinh doanh xe cũ.** Với sự hỗ trợ của Toyota, công ty đang mở rộng hoạt động sang lĩnh vực kinh doanh xe cũ. Theo quan điểm thận trọng, chúng tôi đánh giá hoạt động này sẽ giúp doanh thu mảng kinh doanh của PTB tăng 5% trong tương lai.
- (3) **Dịch vụ sửa chữa sẽ đem lại nguồn lợi nhuận tích cực.** Hoạt động dịch vụ sửa chữa của PTB được đánh giá khá tích cực nhờ thời gian phục vụ nhanh chóng. Biên lợi nhuận biên khoảng 10%. BVSC dự báo trong năm 2015 mảng dịch vụ sửa chữa xe có thể đem lại doanh thu 83 tỷ và lợi nhuận gộp khoảng 13 tỷ.

Tình hình tài chính tích cực

Tăng trưởng doanh thu CAGR đạt 18.5% trong 3 năm 2012-2014. Trong đó, hoạt động sản xuất đá có mức tăng trưởng 27.5% nhờ sự phục hồi của thị trường xây dựng dân dụng và công nghiệp vào cuối năm 2014. Bên cạnh đó, doanh thu sản xuất gỗ có mức tăng trưởng trung bình 6.5% trong giai đoạn 2012-2014 khi các đơn hàng chủ yếu là gia công sản phẩm ngoại thất với giá trị thấp so với các sản phẩm nội thất. Ngoài ra, hoạt động kinh doanh xe ô tô Toyota cũng tăng trưởng khá tốt 23.5% nhờ vào việc mở thêm 1 showroom tại Đà Nẵng vào năm 2013 giúp sản lượng tiêu thụ gia tăng. Chúng tôi đánh giá, hoạt động khai thác đá xây dựng sẽ tiếp tục giữ mức tăng trưởng 14-15% trong năm 2015 và 2016 nhờ vào việc đưa vào hoạt động nhà máy Đồng Nai, bên cạnh hoạt động sản xuất gỗ có khả năng tăng trưởng 17% trong năm 2015 và 12% trong năm 2016 nhờ lượng khách hàng mới và chuyển đổi dần sang sản xuất các sản phẩm nội thất.

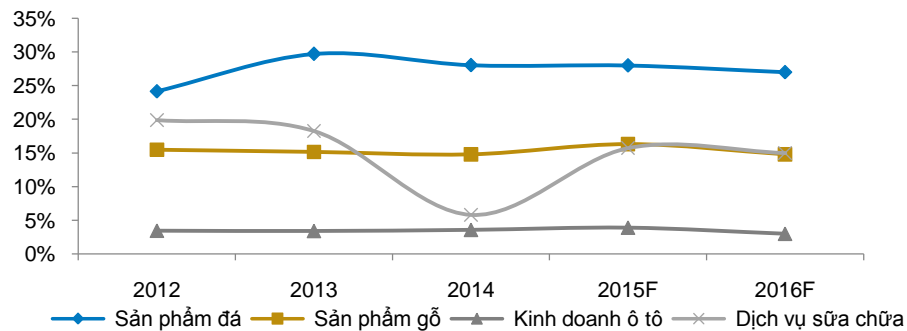
Doanh thu các hoạt động của PTB 2012-2016F



Nguồn: BCTC PTB và dự báo BVSC

Biên lợi nhuận gộp duy trì mức trên 12%. Hoạt động sản xuất đá granite có mức biên lợi nhuận gộp cao nhất trên 28%, bên cạnh sản phẩm gỗ có mức biên gộp khá ổn định vào khoảng 15%. Đồng thời, hoạt động kinh doanh xe Toyota có biên gộp vào khoảng 3-4%. Do đó biên lợi nhuận chung của PTB trung bình vào khoảng 12.8%.

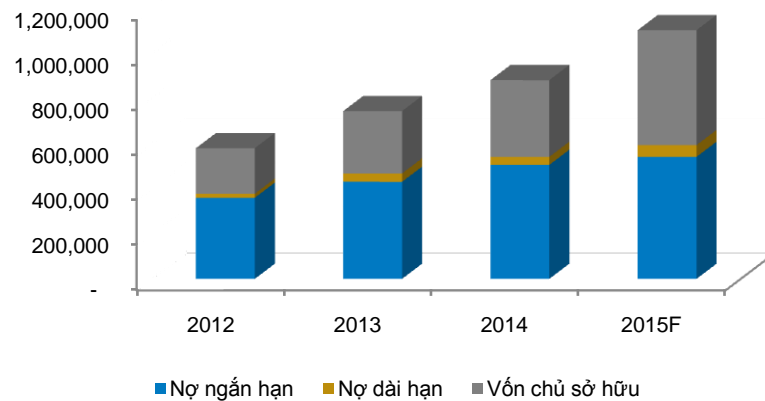
Lợi nhuận gộp biên các mảng hoạt động của PTB



Nguồn: BCTC PTB và dự báo BVSC

Nợ chiếm 68% trong cơ cấu vốn, chủ yếu là nợ ngắn hạn. Cơ cấu nợ của PTB chủ yếu là nợ ngắn hạn chiếm 93% tổng nợ, trong đó chủ yếu là các khoản vay để mua nguyên vật liệu sản xuất gỗ và ký quỹ hoạt động kinh doanh xe ô tô Toyota. Các khoản vay dài hạn tăng trung bình 40% trong năm 2015 và 2016, do đầu tư nhà máy sản xuất đá ở Đồng Nai.

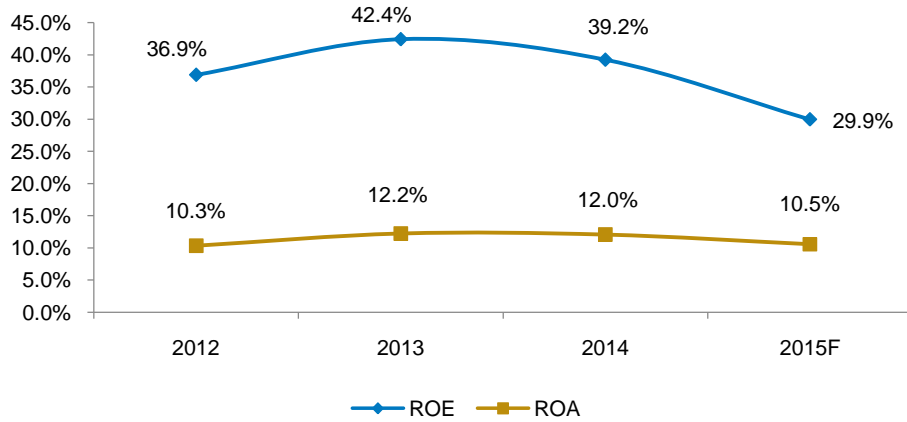
Cơ cấu vốn của PTB trong giai đoạn 2012 – 2015F



Nguồn: BCTC PTB và dự báo BVSC

Hiệu quả trên vốn chủ sở hữu ROE duy trì mức cao trên 30%. Trong giai đoạn 2012-2014, PTB duy trì mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ROE ở mức khá cao trên 39%. Tuy nhiên, sang năm 2015, do công ty phát hành thêm cổ phiếu từ 12 triệu cổ phiếu lên 17.2 triệu cổ phiếu, trong khi lợi nhuận dự báo chỉ tăng trưởng 5.2%, do đó hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu giảm về mức 30%.

Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu và tổng tài sản của PTB



Nguồn: BCTC PTB và dự báo BVSC

Triển vọng năm 2015

BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của PTB đạt lần lượt 2.794 tỷ đồng (+14% yoy) và 127 tỷ đồng (+5.24% yoy). EPS dự phóng sau khi pha loãng đạt 6.096 đồng/cp và P/E forward 7.04 lần.

Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2015

ĐVT: triệu VND

	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	1.738.527	2.144.165	2.451.879	2.794.009
Sản phẩm đá	318.612	445.576	613.003	724.056
Sản phẩm gỗ	562.759	599.676	639.480	750.110
Kinh doanh ô tô	727.254	1.017.542	1.110.313	1.233.681
Dịch vụ sửa chữa	70.179	77.429	75.569	83.966
Doanh thu khác	1.057	4.035	2.153	2.196
Chi phí bán hàng	(67.539)	(68.629)	(83.252)	(106.172)
Chi phí quản lý	(58.072)	(62.676)	(71.411)	(81.375)
Chi phí lãi vay	(30.492)	(19.655)	(25.505)	(27.016)
LNTT	87.280	128.439	150.143	159.327
LNST	70.548	101.586	121.119	127.462
EPS	5.619	7.685	9.291	6.096
P/E	10,77	7,87	6,51	7,04

Nguồn: BCTC và BVSC dự ước

Định giá

Các giả định cho mô hình định giá FCFF:

✓ **Doanh thu:**

Doanh thu hoạt động khai thác đá: Chúng tôi giả định giá bán đá các loại tăng 2% mỗi năm. Sản lượng tiêu thụ đá granite tại Bình Định sẽ tối đa công suất với 1,5 triệu m² và Nhà máy mới tại Đồng Nai sẽ hoạt động ở mức khoảng 40% công suất năm 2016, 70% năm 2017 và tối đa công suất vào năm thứ 3. Bên cạnh đó, trong năm 2018, công ty sẽ mở rộng thêm nhà máy với công suất tăng gấp đôi.

Doanh thu hoạt động sản xuất gỗ: Sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trưởng 15% trong năm 2015, đồng thời sẽ giữ mức tăng 10% từ 2016-2018 và tăng 5% vào những năm cuối. Bên cạnh đó, giá bán tăng trưởng nhẹ 2%.

Doanh thu hoạt động kinh doanh xe Toyota: Sản lượng tiêu thụ xe của PTB sẽ tăng 11% trong năm 2015 và 10% trong năm 2016 nhờ hoạt động mua bán xe cũ và đưa vào 1 showroom mới tại Huế, và tăng chậm trở lại khoảng 5% trong giai đoạn 2017-2020. Bên đó, doanh thu sửa chữa cũng tăng cùng tỷ lệ với doanh thu kinh doanh xe Toyota.

✓ **Lợi nhuận gộp biên:**

Hoạt động khai thác đá: (1) Đá granite: Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp hoạt động khai thác đá granite sẽ giảm dần trong các năm 2019, 2020 do áp lực cạnh tranh với các sản phẩm nhân tạo với mức biên lợi nhuận gộp là 21%. (2) Đá marble: Biên lợi nhuận các sản phẩm đá marble vào khoảng 20-21%, trong đó phần hưởng lợi từ chênh lệch thuế suất nhập khẩu là 17-20%.

Hoạt động sản xuất gỗ: Chúng tôi giả định lợi nhuận biên đối hoạt động sản xuất gỗ sẽ duy trì ở mức 15% - 16% trong giai đoạn 2015-2020.

Hoạt động kinh doanh xe Toyota: BVSC duy trì biên gộp ở mức 3% đối với hoạt động kinh doanh xe Toyota. Đồng thời, hoạt động sửa chữa xe sẽ tăng biên lợi nhuận vào khoảng 15% nhờ dịch vụ sửa chữa và thay thế phụ tùng các xe cũ.

✓ **CAPEX:** Tổng chi đầu tư của PTB vào khoảng 164 tỷ đồng trong năm 2015, trong đó, chi khoảng 80 tỷ mua 2 mỏ đá ở Khánh Hòa và 44 tỷ đầu tư nhà máy Đồng Nai giai đoạn 1. Sang năm 2016, nhu cầu đầu tư sẽ giảm dần với 22 tỷ đầu tư vào nhà máy Đồng Nai giai đoạn 2.

✓ **Nợ vay:** Các khoản nợ vay ngắn hạn công ty vay với lãi suất trung bình 4%. Đối với các khoản nợ dài hạn mức lãi suất trung bình vào khoảng 10% trong năm 2015 và tăng 1% vào các năm sau,

Kết quả định giá theo phương pháp FCFF: Chúng tôi giả định, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn là 2%. Chi phí sử dụng vốn trong ngắn hạn là 10.68% và dài hạn là 10.29%. Giá mục tiêu theo phương pháp này là 77.300 đồng/cp.

Định giá theo phương pháp P/E: Chúng tôi sử dụng P/E trung bình theo vốn hóa của các doanh nghiệp sản xuất đá, các doanh nghiệp gỗ và kinh doanh xe ô tô. Đồng thời, sử dụng tỷ

trọng lợi nhuận đối với từng hoạt động của PTB lần lượt là 55% đối với hoạt động sản xuất đá, 30% đối với hoạt động sản xuất gỗ và 15% đối với hoạt động kinh doanh xe ô tô Toyota. Từ 2 giá trị trên, BVSC xác định P/E trung bình ngành được sử dụng tham chiếu cho PTB là 8.25. EPS năm 2015 dự báo 6.096, giá kỳ vọng theo phương pháp P/E là 50.300 đồng/CP.

Bảng tổng hợp kết quả định giá

Giá kỳ vọng		FY15E	Tỷ trọng
FCFF		77.349	50%
P/E	PE @ 8,25x	50.317	50%
Tổng		63.834	
Giá hiện tại		49.800	
Upside/Downside		28,1%	

Rủi ro

Rủi ro cạnh tranh. Đối với các sản phẩm đá granite, công ty gặp phải sự cạnh tranh của các doanh nghiệp trong nước, khi hầu hết các tỉnh đều có nhà máy sản xuất đá. Đồng thời, các sản phẩm đá nhập khẩu với điểm mạnh về mẫu mã, màu sắc,... đặc biệt các sản phẩm của Trung Quốc với thị phần hơn 80%. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá chất lượng đá của PTB khá tốt đặc biệt là đá tím ở mỏ Phù Mỹ, do đó vị trí của công ty ở thị trường miền Trung khá chắc chắn.

Rủi ro xuất khẩu vào các thị trường nước ngoài. Thuế xuất khẩu các sản phẩm đá granite của Việt Nam sang các thị trường Châu Âu bằng 0, trong khi các sản phẩm Trung Quốc bị đánh thuế khá cao, có quốc gia lên đến 50%. Trong thời gian gần đây, các sản phẩm đá granite của Việt Nam xuất khẩu sang thị trường Châu Âu – mới nhất là thị trường Thổ Nhĩ Kỳ, đang bị điều tra về việc chuyển giá hàng Trung Quốc. Đồng thời, theo yêu cầu các quốc gia Châu Âu thì các doanh nghiệp Việt Nam phải có giấy tờ chứng minh nguồn gốc đá. BVSC cho rằng thông tin này tiềm ẩn cả nguy cơ lẫn cơ hội cho PTB ở 2 phương diện: (1) Rủi ro có thể tăng thuế xuất khẩu vào các thị trường Châu Âu; (2) Với lợi thế về doanh nghiệp đầu ngành ở tỉnh Bình Định, PTB có thể phát huy vai trò làm đầu mối xuất khẩu cho các doanh nghiệp nhỏ vốn thiếu các thủ tục pháp lý.

Rủi ro sản phẩm thay thế. Nguồn đá thiên nhiên hữu hạn, do đó trong dài hạn các sản phẩm nhân tạo sẽ dần phát triển để thay thế. Với việc phát triển mạnh về mặt công nghệ sản xuất và đánh bóng sẽ giúp cho các sản phẩm đá granite nhân tạo ngày càng hoàn thiện về mẫu mã và chất lượng, cạnh tranh với các sản phẩm tự nhiên. Do đó, trong dài hạn PTB có thể gặp phải rủi ro cạnh tranh với các sản phẩm đá granite nhân tạo.

Rủi ro phát triển thị trường phía Nam. Việc phát triển thị trường phía Nam đặc biệt với sản phẩm marble sẽ gặp rủi ro về phát triển khách hàng dân dụng mới và cạnh tranh trực tiếp phân khúc khách hàng công nghiệp với IBS Hoàn Cầu.

Rủi ro biến động lãi suất. Nợ chiếm 68% trong cơ cấu vốn của PTB, trong đó nợ ngắn hạn chiếm 93% trong tổng nợ, chủ yếu là nợ vay mua nguyên vật liệu sản xuất gỗ và kinh doanh xe Toyota và mua đá nguyên liệu nhập khẩu. Do đó, biến động lãi suất sẽ ảnh hưởng đến lãi vay của công ty.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đánh giá tích cực đối với PTB với lợi thế doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác đá granite tại tỉnh Bình Định với công suất chiếm 1/3 tổng công suất toàn tỉnh, nguồn nguyên liệu ổn định và chất lượng đặc biệt mỏ đá tím Phù Mỹ. Đồng thời, việc mở rộng hoạt động sản xuất đá marble và đá granite tại nhà máy Đồng Nai dự báo giúp doanh thu mảng đá tăng 18% và 33% trong năm 2015, 2016. Bên cạnh đó, định hướng tăng tỷ trọng gỗ nội thất, tận dụng nguồn nguyên liệu trong nước và chi phí lao động thấp, giúp PTB tăng lợi nhuận biên trên 15% từ hoạt động kinh doanh gỗ trong tương lai. Hoạt động kinh doanh Toyota cũng dự kiến sẽ tăng lợi nhuận nhờ mảng kinh doanh xe cũ và hoạt động sửa chữa, bảo trì.

Tuy nhiên, BVSC quan ngại về việc pha loãng cổ phiếu trong năm 2015. Đồng thời, với dự thảo tăng mức thuế tài nguyên trong năm 2016 sẽ ảnh hưởng đến chi phí sản xuất của công ty, trong bối cảnh cạnh tranh và tỷ lệ tăng giá bán không tương đương với phần thuế tăng. Với các giả định thận trọng chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PTB với mức giá kỳ vọng 63.800 đồng/CP.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFE, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999