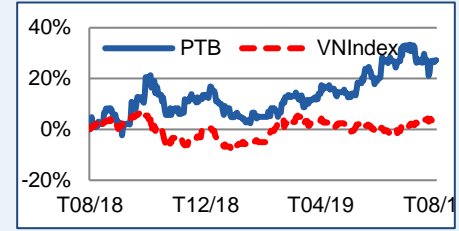


Ngành:	Đa ngành		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	07/08/2019	Tăng trưởng DT	18,8%	25,4%	22,7%	34,1%
Giá hiện tại:	67.900VND	Tăng trưởng EPS*	8,0%	12,7%	22,9%	36,2%
Giá mục tiêu:	80.200VND	Biên LN gộp	17,9%	17,1%	16,9%	17,1%
Giá mục tiêu trước đây:	80.200VND	Biên LN ròng	8,1%	7,5%	7,5%	7,6%
TL tăng:	+18,1%	P/E	8,7x	7,8x	6,3x	4,6x
Lợi suất cổ tức:	1,5%	Giá CP/Dòng tiền HD	21,4x	6,3x	6,4x	6,0x
Tổng mức sinh lời:	+19,6%	P/B	1,9x	1,7x	1,4x	1,1x



		PTB	VNI
GT vốn hóa:	137,8tr USD	8,4x	16,3x
Room KN:	40,5tr USD	2,0x	2,4x
GTGD/ngày (30n):	600.000USD	0,9x	N/A
Cổ phần Nhà nước:	0%	27,8%	14,7%
SL cổ phiếu lưu hành:	47,3tr	12,2%	2,5%
Pha loãng	47,3tr	* EPS bị pha loãng do đợt phát hành quyền mua cổ phiếu tỷ lệ 5:1 quý 2/2018	
PEG 3 năm	0,4		

### 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 hiện đang lên kế hoạch tham gia vào lĩnh vực BĐS trong 6 tháng cuối năm 2019.

**Đào Danh Long Hà**  
Chuyên viên

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
Phó Giám đốc

## Nhìn chung diễn biến theo hướng tích cực

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho CTCP Phú Tài (PTB) đồng thời giữ nguyên giá mục tiêu với việc điều chỉnh tăng giả định biên lợi nhuận gộp mảng đá trong bối cảnh cơ cấu sản phẩm cải thiện và công ty cải tiến sản xuất. Chúng tôi đồng thời điều chỉnh giảm giả định biên lợi nhuận gộp mảng phân phối ô-tô.
- Như vậy, dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2019 được giữ nguyên trong khi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2020 và 2021 được điều chỉnh tăng 1%.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS 2020-2021 tăng cao hơn 2019 trên cơ sở (1) EPS 2019 bị pha loãng do đợt phát hành quyền mua cổ phiếu quý 2/2018 và (2) dự án nhà ở sẽ mang lại đóng góp lợi nhuận trong năm 2021.
- Cổ phiếu PTB tỏ ra hấp dẫn với PER 2019 đạt 7,8 lần và PER trượt 12 tháng trung bình 5 năm đạt 10,7 lần. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên giá mục tiêu thấp hơn 20% so với định giá từng phần vì PTB có cơ cấu đa ngành, mới tham gia vào mảng BĐS, dòng tiền tự do yếu và thông tin công bố hạn chế.
- Rủi ro: hoạt động xây dựng trong nước chững lại, đồ gỗ Việt Nam có thể bị áp thuế, đặc biệt từ thị trường Mỹ, tiến độ thi công dự án BĐS chậm.

**Chúng tôi dự phóng tăng trưởng biên LN gộp sẽ thúc đẩy tăng trưởng LN gộp mảng đá thêm 15% trong năm 2019 và 14% năm 2020.** Biên LN gộp mảng đá tăng từ 35,5% trong 6 tháng 2018 lên 38,6% trong 6 tháng 2019, đến từ cơ cấu sản phẩm và hiệu suất hoạt động cải thiện, theo PTB. Dù chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp mảng đá sẽ giảm trong nửa cuối 2019 so với 6 tháng 2019 do hoạt động khai thác đá thường bị ảnh hưởng trong mùa mưa, chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ tăng 1,9 điểm % YoY trong 6 tháng cuối 2019 và 1 điểm % YoY trong năm 2020 đạt 37,9%.

**Được hỗ trợ bởi các yếu tố ngành thuận lợi, chúng tôi dự phóng LN gộp mảng gỗ sẽ tăng mạnh 33% trong năm 2019 và 30% năm 2020.** Theo Tổng Cục Hải quan Việt Nam, xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ của Việt Nam đã tăng 17% YoY trong 6 tháng 2019, dẫn dắt bởi mức tăng 32% trong xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Chúng tôi cho rằng diễn biến này phần nào đến từ xuất khẩu gia tăng của Việt Nam sang Mỹ do các căng thẳng thương mại đang diễn ra giữa Mỹ và Trung Quốc, cùng với chi phí lao động cạnh tranh của Việt Nam. Được hỗ trợ bởi quy mô và khả năng thực hiện đã được chứng minh, PTB vượt tăng trưởng chung của ngành trong 6 tháng 2019, ghi nhận tăng trưởng doanh thu mảng gỗ đạt lần lượt 21%/31% trong quý 1/quý 2/2019.

**Biên LN gộp mảng đại lý ô tô giảm mạnh hơn so với kỳ vọng của chúng tôi trong bối cảnh nguồn cung dồi dào; chúng tôi kỳ vọng biên LN sẽ ổn định trong năm 2020 so với 2019.** Biên LN gộp của mảng này đã giảm còn 4%/4,9% trong quý 2/6 tháng đầu 2019 so với mức 6% trong năm 2018 và dự báo trước đây của chúng tôi là 5% trong cả năm 2019. Chúng tôi lưu ý rằng trong năm 2018, PTB ghi nhận biên LN gộp cao bất thường do thiếu hụt nguồn cung xe do Nghị định 116 dẫn đến xe nhập khẩu vào Việt Nam phải tạm thời chững lại trong 6 tháng đầu 2018. Nhìn chung, biên LN gộp mảng đại lý ô tô của PTB thường dao động xung quanh mức khoảng 5%. Trong khi đó, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tăng trưởng doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam, bao gồm thương hiệu Toyota, khi thu nhập của người tiêu dùng gia tăng ở Việt Nam trong bối cảnh tỷ lệ sở hữu ô tô còn ở mức thấp. Nhìn chung, chúng tôi dự báo LN gộp mảng đại lý ô tô của PTB sẽ tăng nhẹ 1% YoY trong năm 2019 và tăng lên 25% YoY trong năm 2020.

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>4.719</b>	<b>5.918</b>	<b>7.261</b>	<b>9.739</b>
Giá vốn hàng bán	-3.876	-4.908	-6.034	-8.074
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>843</b>	<b>1.010</b>	<b>1.227</b>	<b>1.665</b>
Chi phí bán hàng	-177	-201	-247	-347
Chi phí quản lý DN	-157	-197	-242	-312
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>508</b>	<b>612</b>	<b>738</b>	<b>1.006</b>
Thu nhập tài chính	27	29	34	38
Chi phí tài chính	-67	-92	-105	-111
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-57</i>	<i>-80</i>	<i>-90</i>	<i>-94</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	7	8	10	12
<b>LNTT</b>	<b>475</b>	<b>558</b>	<b>677</b>	<b>944</b>
Thuế TNDN	-75	-93	-114	-176
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>400</b>	<b>464</b>	<b>564</b>	<b>769</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-15	-18	-21	-30
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>385</b>	<b>447</b>	<b>542</b>	<b>739</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>385</b>	<b>447</b>	<b>542</b>	<b>739</b>

EBITDA	674	811	984	1.299
EPS báo cáo, VND	7.767	8.752	10.752	14.643
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	7.767	8.752	10.752	14.643
EPS pha loãng, điều chỉnh <sup>1</sup> VND	7.767	8.752	10.752	14.643
DPS, VND	3.200	1.000	1.000	1.500
DPS/EPS (%)	41,2%	11,4%	9,3%	10,2%

(1) điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	18,8%	25,4%	22,7%	34,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	20,9%	20,4%	20,7%	36,3%
Tăng trưởng LNTT	12,0%	17,4%	21,5%	39,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	8,0%	12,7%	22,9%	36,2%

Khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN gộp %	17,9%	17,1%	16,9%	17,1%
Biên LN từ HĐ %	10,8%	10,3%	10,2%	10,3%
Biên EBITDA	14,3%	13,7%	13,6%	13,3%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,1%	7,5%	7,5%	7,6%
ROE %	27,9%	25,3%	25,7%	27,4%
ROA %	12,9%	11,3%	10,8%	13,0%

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
Số ngày tồn kho	82,0	95,4	108,9	87,9
Số ngày phải thu	41,1	43,5	43,9	39,8
Số ngày phải trả	26,5	30,7	33,6	30,5
TG luân chuyển tiền	96,6	108,2	119,2	97,1

Thanh khoản	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,2	1,2	1,4
CS thanh toán nhanh	0,6	0,6	0,5	0,7
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ/Tài sản	0,4	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,5	0,4	0,4
Nợ/Vốn CSH	0,7	0,8	0,7	0,6
Khả năng thanh toán lãi vay	8,9	7,7	8,2	10,7

Nguồn: thông tin công ty, VCSC

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương	67	105	104	126
Đầu tư TC ngắn hạn	158	247	203	275
Các khoản phải thu	626	785	963	1.160
Hàng tồn kho	1.020	1.545	2.055	1.832
TS ngắn hạn khác	225	247	303	365
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.096</b>	<b>2.929</b>	<b>3.629</b>	<b>3.759</b>
TS dài hạn (gộp)	2.019	2.523	3.031	3.556
- Khấu hao lũy kế	-845	-1.044	-1.290	-1.584
TS dài hạn (ròng)	1.175	1.478	1.740	1.972
Đầu tư TC dài hạn	4	4	4	4
TS dài hạn khác	124	124	124	124
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.303</b>	<b>1.606</b>	<b>1.869</b>	<b>2.100</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>3.399</b>	<b>4.536</b>	<b>5.498</b>	<b>5.859</b>

Phải trả ngắn hạn	327	500	613	738
Nợ ngắn hạn	1.131	1.423	1.448	1.600
Nợ ngắn hạn khác	197	595	949	365
Tổng nợ ngắn hạn	1.656	2.518	3.010	2.704
Nợ dài hạn	74	139	117	96
Nợ dài hạn khác	9	11	13	16
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.738</b>	<b>2.668</b>	<b>3.141</b>	<b>2.816</b>

Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	162	162	162	162
Thặng dư vốn CP	486	486	486	486
Lợi nhuận giữ lại	387	429	500	600
Vốn khác	572	720	1.116	1.672
Lợi ích CĐTS	54	71	93	123
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.661</b>	<b>1.868</b>	<b>2.357</b>	<b>3.043</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>3.399</b>	<b>4.536</b>	<b>5.498</b>	<b>5.859</b>

Số cp lưu hành cuối năm, tr	48,6	47,3	47,3	47,3
Số cp quỹ, tr	0,0	1,3	1,3	1,3

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>105</b>	<b>104</b>
Lợi nhuận sau thuế	385	447	542	739
Khấu hao	170	200	246	293
Thay đổi vốn lưu động	-440	-135	-277	-494
Điều chỉnh khác	36	-1	-5	-4
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>150</b>	<b>510</b>	<b>506</b>	<b>534</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-315	-503	-508	-525
Đầu tư	-135	-87	47	-70
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-451</b>	<b>-591</b>	<b>-461</b>	<b>-594</b>
Cổ tức đã trả	-42	-156	-49	-49
Tăng (giảm) vốn cổ phần	227	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	155	292	25	152
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-28	65	-22	-22
Tiền từ các hoạt động TC khác	227	-83	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>312</b>	<b>119</b>	<b>-45</b>	<b>82</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>11</b>	<b>38</b>	<b>-1</b>	<b>21</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>67</b>	<b>105</b>	<b>104</b>	<b>126</b>

## 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 HOẢN	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 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 và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vượng Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

### 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

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 và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 24 6262 6999, ext 312  
quang.nguyen@vcsc.com.vn

## 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.