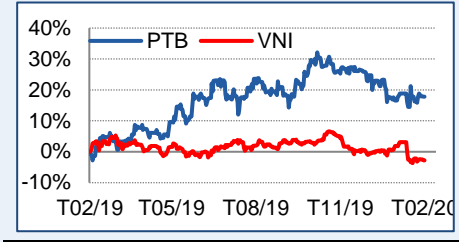


Ngành:	Đa ngành		2019	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	18/02/2020	Tăng trưởng DT	17,6%	16,0%	39,2%	0,2%
Giá hiện tại:	67.300VND	Tăng trưởng EPS*	11,0%	14,0%	73,5%	-5,8%
Giá mục tiêu:	91.500VND	Biên LN gộp	18,6%	18,7%	20,6%	19,9%
Giá mục tiêu trước đây	95.500VND	Biên LN ròng	7,8%	7,6%	9,5%	8,9%
TL tăng:	+36,0%	EV/EBITDA	7,8x	6,8x	3,9x	4,2x
Lợi suất cổ tức:	1,4%	Giá CP/Dòng tiền HD	12,4x	4,8x	3,3x	3,8x
Tổng mức sinh lời:	+37,4%	P/E	1,7x	1,4x	1,0x	0,8x



GT vốn hóa:	137,4tr USD	PTB	VNI
Room KN:	35,2tr USD	P/E (trượt)	7,8x 16,3x
GTGD/ngày (30n):	78.000USD	P/B (hiện tại)	1,7x 2,1x
Cổ phần Nhà nước:	0%	Nợ ròng/CSH	0,9x NA
SL cổ phiếu lưu hành:	47,3tr	ROE	24,8% 13,5%
Pha loãng:	47,3tr	ROA	11,3% 2,2%
PEG 3 năm:	0,3		

**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

**Đặng Văn Pháp, CFA**  
Phó Giám đốc

## Triển vọng lợi nhuận mạnh mẽ nhờ mảng đá và gỗ

- Chúng tôi duy trì MUA khi triển vọng lợi nhuận của CTCP Phú Tài (PTB) tiếp tục thuận lợi, củng cố bởi danh mục mở đá lớn, việc tham gia gần đây vào mảng đá thạch anh nhân tạo, ngành xuất khẩu gỗ đang lên và tiêu thụ ô tô đang gia tăng của Việt Nam.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu 4% khi chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS các năm 2020/2021/2022 lần lượt 8%/3%/1% chủ yếu do chi phí lãi vay cao hơn và lợi nhuận gộp mảng ô tô thấp hơn kỳ vọng, dù chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo LN gộp mảng đá và gỗ.
- Dự báo tăng trưởng EPS tăng tốc trong giai đoạn 2020-2021 của chúng tôi đến từ (1) thực tế rằng EPS 2019 đã bị pha loãng bởi việc phát hành quyền mua 5:1 được thực hiện trong quý 2/2018 và (2) đóng góp từ mảng kinh doanh đá thạch anh nhân tạo mới từ năm 2020 và dự án BĐS vào năm 2021.
- Định giá của PTB tỏ ra hấp dẫn với P/E 2020 đạt 6,8 lần so với P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành 11,4 lần. Chúng tôi giữ nguyên mức chiết khấu 20% cho định giá Tổng của từng phần do PTB là công ty đa ngành, tham gia vào mảng BĐS và công bố thông tin hạn chế.
- Rủi ro cho quan điểm của tích cực của chúng tôi: hoạt động xây dựng trong nước và tiêu thụ ô tô chững lại, đặc biệt nếu dịch virus corona kéo dài; thuế nhập khẩu mới đối với nội thất gỗ Việt Nam; quá trình triển khai mảng đá thạch anh và BĐS gặp khó khăn.

**Chúng tôi kỳ vọng LN gộp mảng đá sẽ ghi nhận CAGR 17% trong giai đoạn 2019-2020, nhờ CAGR 10% của mảng đá hiện hữu và đóng góp từ dự án đá thạch anh mới.** Như được đề cập trong báo cáo cập nhật ngày 25/11/2019 – [PTB Dự án thạch anh nhân tạo mới giúp mảng đá thêm hấp dẫn](#) của chúng tôi, PTB hiện đang xây dựng một nhà máy đá thạch anh mới với công suất 450.000 m<sup>2</sup>/năm. Theo PTB, nhà máy này hiện đang đi đúng tiến độ để đi vào vận hành thương mại trong quý 2/2020. Trong khi đó, chúng tôi dự báo mảng kinh doanh đá hiện tại của PTB sẽ ghi nhận CAGR doanh thu 10% trong giai đoạn 2019-2022 (so với 13% YoY trong năm 2019), được dẫn dắt bởi hoạt động xây dựng gia tăng của Việt Nam.

**Chúng tôi dự báo LN gộp mảng gỗ sẽ ghi nhận CAGR 26% trong giai đoạn 2019-2022 nhờ các yếu tố ngành thuận lợi.** Theo Tổng Cục Hải quan Việt Nam, xuất khẩu gỗ và các sản phẩm gỗ từ Việt Nam đã tăng mạnh 20% YoY đạt 10,6 tỷ USD trong năm 2019, được chúng tôi cho rằng do căng thẳng thương mại giữa Hoa Kỳ và Trung Quốc cũng như chi phí nhân công cạnh tranh của Việt Nam. Được củng cố bởi quy mô và khả năng thực hiện đã được chứng minh, PTB có diễn biến vượt trội so với ngành khi doanh thu xuất khẩu và LN gộp mảng gỗ tăng 33% YoY năm 2019.

**Chúng tôi dự báo tăng trưởng giảm tốc và cạnh tranh gay gắt hơn trong ngành xe du lịch sẽ ảnh hưởng đến LN gộp mảng đại lý ô tô của PTB.** Sau tình trạng thiếu hụt ô tô năm 2018, biên

LN gộp mảng đại lý ô tô giảm từ 6,0% trong năm 2018 còn 4,4% năm 2019 và 2,7% trong quý 4/2019 khi thị trường chuyển sang tình trạng dư cung mà chúng tôi cho rằng sẽ kéo dài đến nửa đầu 2020. Chúng tôi dự báo LN gộp mảng ô tô sẽ giảm 28% trong năm 2020 dù dự phòng mức tăng doanh thu 6% (biên LN gộp mảng ô tô năm 2020 là 3%). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng LN gộp mảng ô tô sẽ phục hồi lần lượt 49%/25% trong năm 2021/2022, do khả năng biên LN gộp mảng này sẽ trở về mức bình thường.

## Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)					BẢNG CĐKT (tỷ đồng)				
	2019	2020F	2021F	2022F		2019	2020F	2021F	2022F
<b>Doanh thu</b>	<b>5.552</b>	<b>6.443</b>	<b>8.966</b>	<b>8.984</b>	Tiền và tương đương	127	230	324	485
Giá vốn hàng bán	-4.520	-5.238	-7.118	-7.193	Đầu tư TC ngắn hạn	50	542	762	1.139
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.032</b>	<b>1.204</b>	<b>1.848</b>	<b>1.790</b>	Các khoản phải thu	729	845	1.014	1.179
Chi phí bán hàng	-223	-266	-381	-370	Hàng tồn kho	1.321	2.076	1.618	1.872
Chi phí quản lý DN	-186	-219	-287	-305	TS ngắn hạn khác	220	274	329	382
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>623</b>	<b>720</b>	<b>1.180</b>	<b>1.115</b>	<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.447</b>	<b>3.968</b>	<b>4.047</b>	<b>5.057</b>
Thu nhập tài chính	17	33	57	78	TS dài hạn (gộp)	2.651	3.005	3.469	3.918
Chi phí tài chính	-98	-138	-142	-146	- Khấu hao lũy kế	-1.012	-1.263	-1.551	-1.881
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-93</i>	<i>-134</i>	<i>-136</i>	<i>-139</i>	TS dài hạn (ròng)	1.639	1.743	1.918	2.037
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	5	5	5	5
Lỗ/lãi thuần khác	8	4	4	5	TS dài hạn khác	240	240	240	240
<b>LNTT</b>	<b>550</b>	<b>619</b>	<b>1.099</b>	<b>1.052</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>1.884</b>	<b>1.987</b>	<b>2.163</b>	<b>2.282</b>
Thuế TNDN	-93	-105	-207	-210	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>4.331</b>	<b>5.955</b>	<b>6.210</b>	<b>7.339</b>
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>457</b>	<b>514</b>	<b>892</b>	<b>842</b>	Phải trả ngắn hạn	446	636	763	887
Lợi ích CĐ thiểu số	-21	-24	-43	-41	Nợ ngắn hạn	1.432	1.659	1.554	1.798
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>435</b>	<b>489</b>	<b>849</b>	<b>800</b>	Nợ ngắn hạn khác	236	895	329	382
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh <sup>(1)</sup></b>	<b>435</b>	<b>489</b>	<b>849</b>	<b>800</b>	Tổng nợ ngắn hạn	2.114	3.190	2.646	3.068
EBITDA	828	970	1.468	1.445	Nợ dài hạn	359	462	441	419
EPS báo cáo, VND	8.621	9.826	17.046	16.065	Nợ dài hạn khác	11	13	16	18
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	8.621	9.826	17.046	16.065	<b>Tổng nợ</b>	<b>2.484</b>	<b>3.666</b>	<b>3.102</b>	<b>3.505</b>
EPS pha loãng, điều chỉnh <sup>1)</sup> VND	8.621	9.826	17.046	16.065	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.000	1.000	1.500	1.500	Vốn cổ phần	162	162	162	162
DPS/EPS (%)	11,6%	10,2%	8,8%	9,3%	Thặng dư vốn CP	486	486	486	486
(1) điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Lợi nhuận giữ lại	446	596	873	1.117
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	Vốn khác	691	960	1.459	1.900
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	61	85	128	169
Tăng trưởng doanh thu	17,6%	16,0%	39,2%	0,2%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.847</b>	<b>2.290</b>	<b>3.108</b>	<b>3.834</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	22,6%	15,5%	64,0%	-5,5%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>4.331</b>	<b>5.955</b>	<b>6.210</b>	<b>7.339</b>
Tăng trưởng LNTT	15,8%	12,5%	77,6%	-4,3%	Số cp lưu hành cuối năm, tr	47,3	47,3	47,3	47,3
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	11,0%	14,0%	73,5%	-5,8%	Số cp quỹ, tr	1,3	1,3	1,3	1,3
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Biên LN gộp %	18,6%	18,7%	20,6%	19,9%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>67</b>	<b>126</b>	<b>230</b>	<b>324</b>
Biên LN từ HĐ %	11,2%	11,2%	13,2%	12,4%	Lợi nhuận sau thuế	435	489	849	800
Biên EBITDA	14,9%	15,1%	16,4%	16,1%	Khấu hao	184	251	288	330
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7,8%	7,6%	9,5%	8,9%	Thay đổi vốn lưu động	-240	-77	-205	-295
ROE %	24,8%	23,7%	31,5%	23,1%	Điều chỉnh khác	-122	2	18	-2
ROA %	11,3%	9,5%	14,0%	11,8%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>258</b>	<b>665</b>	<b>951</b>	<b>834</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-629	-354	-463	-449
Số ngày tồn kho	94,5	118,4	94,7	88,6	Đầu tư	95	-489	-218	-374
Số ngày phải thu	44,5	44,6	37,8	44,5	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-534</b>	<b>-844</b>	<b>-682</b>	<b>-823</b>
Số ngày phải trả	29,3	33,0	38,3	40,4	Cổ tức đã trả	-247	-49	-49	-73
TG luân chuyển tiền	109,8	130,0	94,2	92,7	Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	300	228	-105	244
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,5	1,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	285	103	-22	-22
CS thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,9	1,0	Tiền từ các hoạt động TC khác	-2	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,2	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>336</b>	<b>282</b>	<b>-175</b>	<b>149</b>
Nợ/Tài sản	0,4	0,4	0,3	0,3	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>59</b>	<b>104</b>	<b>94</b>	<b>160</b>
Nợ/Vốn sử dụng	0,5	0,5	0,4	0,4	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>126</b>	<b>230</b>	<b>324</b>	<b>485</b>
Nợ/Vốn CSH	0,9	0,6	0,3	0,2					
Khả năng thanh toán lãi vay	6,7	5,4	8,7	8,0					

Nguồn: thông tin từ 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 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 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](http://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

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, 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
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- 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, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

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

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương 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](mailto: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](mailto: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](mailto:alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### 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 cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

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

## 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.