

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu	68,800 VND
Giá hiện tại	41,600 VND
Thời gian nắm giữ	1-2 năm

BÁO CÁO TÓM TẮT

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào PTB với mức giá mục tiêu 68,800 đồng/cổ phiếu, thời gian nắm giữ từ 1 – 2 năm.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014F
DTT (tỷ đồng)	1,784.35	1,738.62	2,144.16	2,360.00
+/- yoy (%)	8.4%	-2.6%	23.3%	10.1%
LNST (tỷ đồng)	56.33	67.52	92.23	100.00
+/- yoy	44.2%	19.9%	36.6%	8.4%
TTS (tỷ đồng)	626.22	742.99	920.41	1,029.71
+/- yoy	3.8%	18.6%	23.9%	11.9%
VCSH (tỷ đồng)	180.49	202.41	276.96	352.96
+/- yoy	31.9%	12.1%	36.8%	27.4%
Nợ/TTS	70.0%	71.7%	68.7%	65.7%
TS LN gộp	12.9%	12.6%	12.8%	12.8%
TS LN ròng	3.2%	3.9%	4.3%	4.2%
EPS (đồng)	6,464	5,619	7,685	8,333
ROA	9.6%	10.3%	12.2%	9.7%
ROE	37.1%	36.9%	42.4%	28.3%

KHOẢNG PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ
CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC

Chuyên viên phân tích

Pham Nguyen Quynh Trang
trangpnq@apec.com.vn

Hà Nội, ngày 17/4/2014

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG
KHOẢN APEC

Trụ sở: Tòa nhà APEC Building, Số 14
 Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng, Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 649
Fax: 04.35771966

Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Công ty CP Phú Tài hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là (i) Khai thác và chế biến đá Granie, đá Bazai, đá nghiền sàng phục vụ xuất khẩu và tiêu thụ trong nước (ii) Sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm đồ gỗ nội – ngoại thất, hàng thủ công mỹ nghệ, và (iii) Tiêu thụ sản phẩm xe ô tô Toyota và cung cấp các dịch vụ sửa chữa xe ô tô Toyota. Trong đó thì hoạt động kinh doanh xe Toyota chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 51.06% năm 2013, cao hơn so với năm 2012 là 45.7% và chiếm 51.99% năm 2011.
- ❖ Đặc điểm chính trong hoạt động sản xuất kinh doanh của PTB là ngành nghề kinh doanh của PTB không tập trung vào một lĩnh vực mà mỗi lĩnh vực đều có thể mạnh rõ ràng, điều này góp phần hạn chế rủi ro khi nhu cầu thị trường có sự biến động.
- ❖ Nhìn chung, ngoài phần giảm nhẹ năm 2012 do khó khăn chung của nền kinh tế thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của PTB luôn ở mức cao, trung bình khoảng 20%/ năm. Tuy nhiên, lợi nhuận của PTB tăng trưởng vững chắc từ năm 2009 đến năm 2013. Năm 2013, lãi ròng của PTB là 92.23 tỷ đồng, tăng 37% so với năm 2012. So với kế hoạch 80 tỷ đồng LNTT được cổ đông giao phó, kết thúc năm 2013, PTB đạt 128 tỷ đồng, gấp 1.6 lần kế hoạch đề ra. Năm 2013, PTB cũng trả cổ tức 25% bằng tiền.
- ❖ Một điểm đáng lưu ý là tỷ lệ nợ vay/tổng nguồn vốn của PTB luôn chiếm tỷ lệ cao trên 50%, gây căng thẳng về vốn kinh doanh cho Công ty, trong thời kỳ kinh tế khó khăn, lãi suất huy động cao sẽ làm giảm lợi nhuận của Công ty, tăng rủi ro về mặt thanh toán. Tuy nhiên, lãi suất thị trường đã giảm trong thời gian gần đây, điều này giảm bớt sức ép đối với các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao như PTB.
- ❖ Năm 2014, PTB đặt kế hoạch 2,360 tỷ đồng doanh thu, 120 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và mức cổ tức trên 20%. Như vậy, chính sách cổ tức của PTB ổn định khoảng 20% qua các năm. Công ty phấn đấu đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 20%/năm, phấn đấu đạt trung bình 2,800 tỷ đồng doanh thu và 130 tỷ đồng lợi nhuận giai đoạn 2014 – 2017.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 14/4/2014 (nghìn đồng)	41.6
EPS trailing (nghìn đồng)	7.69
P/E	5.43
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	23.08
Beta	0.33
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	22,686
KLCP đang lưu hành	12,000,646
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	500.43

Công ty Cổ phần Phú Tài tiền thân là Công ty Phú Tài trực thuộc Quân khu 5 thuộc Bộ Quốc Phòng, chuyên kinh doanh và sản xuất chế biến các sản phẩm gỗ, đá và phân phối xe Toyota. Năm 2000, Công ty Thắng Lợi được sát nhập vào Công ty Phú Tài.

Công ty tiến hành cổ phần hoá vào năm 2004 với vốn điều lệ là 8.7 tỷ đồng. Hiện nay, tổng vốn điều lệ của Công ty cổ phần Phú Tài là 120 tỷ đồng.

Công ty chính thức niêm yết trên HOSE từ ngày 22/07/2011, mã giao dịch là PTB.

Hiện nay, cổ đông lớn nhất của PTB vẫn là Bộ Quốc Phòng với 13.42% vốn điều lệ. Các cổ đông lớn còn lại của PTB đều là cổ đông cá nhân, cụ thể: Ông Lê Vỹ, chủ tịch HĐQT nắm giữ 9.07% vốn điều lệ, Ông Lê Văn Thảo, thành viên HĐQT nắm giữ 7.69% vốn điều lệ, Ông Lê Văn Lộc, thành viên HĐQT nắm giữ 5.65% vốn điều lệ.

PHÂN TÍCH CÔNG TY

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính

Công ty CP Phú Tài hoạt động trong 3 lĩnh vực chính là (i) Khai thác và chế biến đá Granie, đá Bazai, đá nghiền sàng phục vụ xuất khẩu và tiêu thụ trong nước (ii) Sản xuất và xuất khẩu các sản phẩm đồ gỗ nội – ngoại thất, hàng thủ công mỹ nghệ, và (iii) Tiêu thụ sản phẩm xe ô tô Toyota và cung cấp các dịch vụ sửa chữa xe ô tô Toyota. Trong đó thì hoạt động kinh doanh xe Toyota chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 51.06% năm 2013, cao hơn so với năm 2012 là 45.7% và chiếm 51.99% năm 2011.

Vị thế của PTB

Năng lực sản xuất kinh doanh của Công ty đối với các ngành nghề như sau: Ngành sản xuất đá ốp lát đạt 800.000 m²/năm; Ngành sản xuất đá thủ công đạt 15.000 m³/năm. Ngành sản xuất đá nghiền đạt 150.000 m³/năm; Ngành sản xuất đồ gỗ có công suất 17.000 m³/năm. Ngành kinh doanh, dịch vụ sửa chữa xe Toyota đạt 27.000 lượt xe/năm, khả năng tiêu thụ 1.500 chiếc/năm.

Thị phần của Công ty về sản phẩm đá bao gồm những tỉnh thành sau: Hà Nội, Hải Phòng, Vinh, Đà Nẵng, Bình Định, Bình Dương, Tp HCM, Cần Thơ, Châu Âu, Châu Á... Sản phẩm gỗ xuất khẩu sang các nước Châu Âu, Châu Mỹ; Kinh doanh và cung cấp dịch vụ xe Toyota: Quảng Bình, Quảng Trị, Huế, Đà Nẵng, Quảng Nam, Kon Tum, Gia Lai, Bình Định; Phú Yên... Dịch vụ thương mại, kinh doanh mặt hàng gỗ tại các tỉnh Đà Nẵng, Bình Định, Gia Lai, Phú Yên, Tp HCM, Bình Dương, Đồng Nai.

Tính đến cuối năm 2013, tổng tài sản của PTB là 920.41 tỷ đồng, trong đó vốn chủ sở hữu là 276.96 tỷ đồng. Xét về quy mô tổng tài sản và vốn chủ sở hữu có thể thấy PTB ở quy mô trung bình trong lĩnh vực phân phối xe ô tô nhưng doanh thu của PTB chủ yếu đến từ kinh doanh xe ô tô Toyota và cao hơn so với nhiều công ty khác cùng ngành.

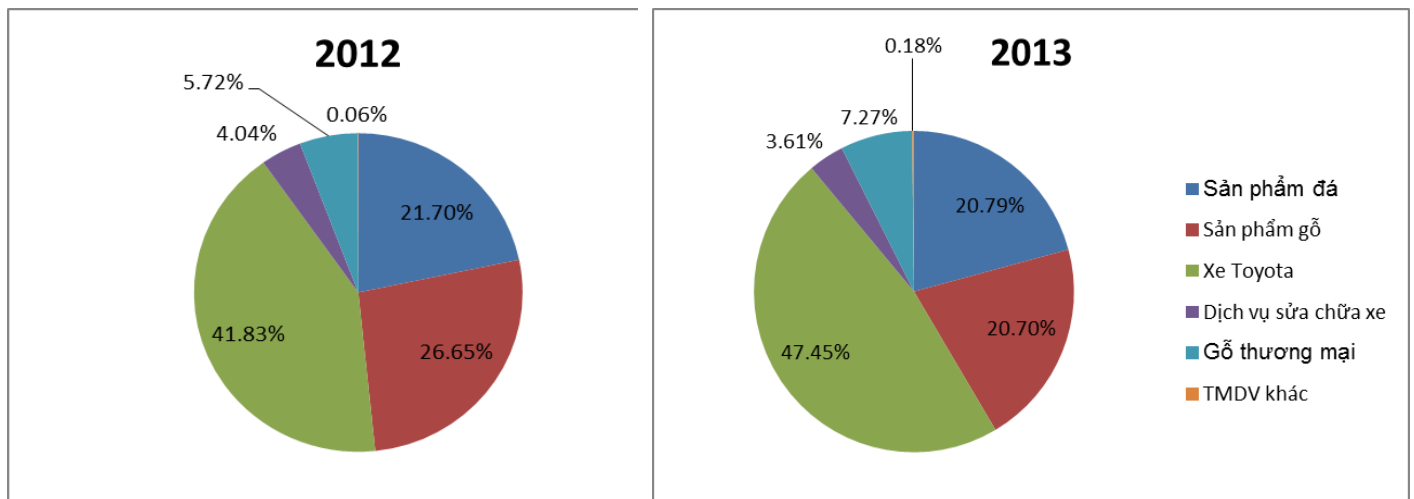
Kết quả kinh doanh năm 2013

Trong bối cảnh khó khăn chung của nền kinh tế thế giới và trong nước năm 2013, sản xuất kinh doanh của Công ty vẫn đạt được mức tăng trưởng ổn định. Thị trường tiêu thụ trong nước vẫn được duy trì và ổn định.

Năm 2013, lãi ròng của PTB là 92.23 tỷ đồng, tăng 37% so với năm 2012. So với kế hoạch 80 tỷ đồng LNTT được cổ đông giao phó, kết thúc năm 2013, PTB đạt 128 tỷ đồng, gấp 1.6 lần kế hoạch đề ra. Năm 2013, PTB cũng trả cổ tức bằng tiền mặt, mức cổ tức 25%. Chi tiết kế hoạch so với thực hiện năm 2013 được thể hiện trong bảng sau:

Chỉ tiêu	Kế hoạch	Thực hiện	So sánh với KH
Giá trị sản xuất (đồng)	900,000,000,000	918,237,775,037	102%
Doanh thu (đồng)	1,900,000,000,000	2,154,090,837,323	113%
Lợi nhuận trước thuế (đồng)	80,000,000,000	128,438,825,014	161%
Khấu hao TSCĐ (đồng)	42,728,000,000	48,007,340,325	112%
Lao động	2,206	2,171	98%
Thu nhập bình quân	5,068,000 đồng / người/ tháng	5,106,434 đồng/ người/ tháng	101%

Cơ cấu sản phẩm, tỷ trọng sản phẩm thương mại và dịch vụ



Có thể thấy trong cấu trúc doanh thu của PTB, doanh thu chủ yếu là từ kinh doanh xe Toyota (gần 70% doanh thu), bao gồm cả phân phối xe và cung cấp các dịch vụ sửa chữa xe. Doanh thu từ phân phối xe Toyota và gỗ thương mại có xu hướng tăng, doanh thu từ các hoạt động khác có xu hướng giảm.

Một vấn đề được coi là thách thức với PTB là đối với hoạt động sản xuất đồ gỗ và đồ đá, PTB thường xuyên phải nhập khẩu các nguyên liệu gỗ và một phần nguyên liệu đá để phục vụ nhu cầu sản xuất. Biến động tỷ giá giữa VND và các ngoại tệ có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Hiện nay, nhiều tổ chức phi chính phủ, các nước phát triển kêu gọi, hưởng ứng tiêu thụ sản phẩm thân thiện môi trường làm nguồn nguyên liệu gỗ, đầu vào cho hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty vốn đã khan hiếm ngày càng khan hiếm hơn.

Kế hoạch kinh doanh năm 2014

Năm 2014, PTB đặt kế hoạch 2,360 tỷ đồng doanh thu, 120 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế và mức cổ tức trên 20%. Như vậy, chính sách cổ tức của PTB ổn định khoảng 20% qua các năm. Công ty phấn đấu đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 20%/năm, phấn đấu đạt trung bình 2,800 tỷ đồng doanh thu và 130 tỷ đồng lợi nhuận giai đoạn 2014 – 2017.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Tốc độ tăng trưởng

Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	1,061.39	1,362.81	1,646.00	1,784.35	1,738.62	2,144.16
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		28.40%	20.78%	8.41%	-2.56%	23.33%
Lợi nhuận sau thuế	19.08	18.39	40.70	58.79	70.64	101.59
<i>Tăng trưởng LNST</i>		-3.64%	121.39%	44.44%	20.15%	43.81%
Tổng tài sản	545.42	488.64	603.08	626.22	742.99	920.41
<i>Tăng trưởng tổng tài sản</i>		-10.41%	23.42%	3.84%	18.65%	23.88%
Vốn chủ sở hữu	97.76	108.76	136.82	180.49	202.41	276.96
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		11.26%	25.79%	31.92%	12.15%	36.83%

Nhìn chung, ngoài phần giảm nhẹ năm 2012 do khó khăn chung của nền kinh tế thì tốc độ tăng trưởng doanh thu của PTB luôn ở mức cao, trung bình khoảng 20%/ năm và lợi nhuận cũng tăng qua các năm. Đặc điểm chính trong hoạt động sản xuất kinh doanh của PTB là ngành nghề kinh doanh của PTB không tập trung vào một lĩnh vực mà mỗi lĩnh vực đều có thể mạnh rõ ràng. Điều này góp phần hạn chế rủi ro khi nhu cầu thị trường có sự biến động.

PTB luôn kiên định với những chính sách như: đẩy mạnh và duy trì tốt mối quan hệ kinh doanh với đối tác, giảm thiểu đến mức thấp nhất rủi ro của khách hàng khi sử dụng sản phẩm, giá cả hợp lý nhằm tạo thuận lợi cho khách hàng. Về dài hạn, đây là điểm mạnh giúp công ty duy trì được lượng khách hàng hiện tại và thu hút thêm lượng khách hàng tiềm năng.

Các chỉ số tài chính

Chỉ số	2009	2010	2011	2012	2013
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	0.91	0.98	1.04	1.05	1.07

Hệ số thanh toán nhanh	0.50	0.72	0.64	0.65	0.54
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.06	0.10	0.09	0.19	0.17
Cấu trúc tài chính					
Vay dài hạn/Tài sản	0.08	0.04	0.04	0.02	0.04
Vốn vay/Tài sản	0.60	0.58	0.49	0.51	0.51
Công nợ/Tài sản	0.76	0.76	0.70	0.72	0.69
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	38	43	48	45	34
Thời gian TB xử lý HTK	48	31	33	45	51
Thời gian TB trả cho NCC	20	13	14	16	14
Chu kỳ tiền tệ	66	61	67	73	72
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	9.1%	10.7%	12.9%	12.6%	12.8%
Lãi hoạt động/Doanh thu	1.4%	3.0%	3.9%	3.9%	5.8%
Lãi trước thuế/Doanh thu	1.6%	3.2%	4.1%	5.0%	6.0%
Lãi ròng/Doanh thu	1.3%	2.5%	3.3%	4.1%	4.7%
ROA	3.6%	7.5%	9.6%	10.3%	12.2%
ROE	17.8%	33.1%	37.1%	36.9%	42.4%

Một điểm đáng lưu ý là tỷ lệ nợ vay/tổng nguồn vốn của PTB luôn chiếm tỷ lệ cao trên 50%, gây căng thẳng về vốn kinh doanh cho Công ty, trong thời kỳ kinh tế khó khăn, lãi suất huy động cao sẽ làm giảm lợi nhuận của Công ty, tăng rủi ro về mặt thanh toán. Tuy nhiên, lãi suất thị trường đã giảm trong thời gian gần đây, điều này giảm bớt sức ép đối với các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính cao như PTB.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DCF Method

Chúng tôi dự phóng mức doanh thu và lợi nhuận năm 2014 của PTB lần lượt là 2,360 tỷ đồng và 100 tỷ đồng. Mức dự phóng này cũng tương đương với mức kế hoạch mà công ty đề ra đầu năm. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng bình quân 5 năm tiếp theo (2014 – 2018) của PTB là 20%/ năm và sau đó là 6%/ năm. Với WACC là 8.42%, ta có bảng dự phóng dòng tiền như sau:

FCFF 2014 – 2018

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	2,360.00	2,832.00	3,398.40	4,078.08	4,893.70
Lợi nhuận	100.00	120.00	144.00	172.80	207.36
Lãi suất (1-T)	38.84	46.60	55.92	67.11	80.53
Khấu hao	35.13	42.16	50.59	60.71	72.85
Đầu tư vào tài sản cố định	70.80	84.96	101.95	122.34	146.81
Đầu tư vào vốn lưu động	66.08	79.30	95.16	114.19	137.02
Dòng tiền tự do FCFF	37.09	44.50	53.41	64.09	76.90
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				3,374.17	
Giá trị doanh nghiệp				2,464.40	
Giá trị nợ				632.32	
Số lượng cổ phiếu lưu hành					26,625,031
Giá trị cổ phiếu (đồng)					68,810

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào PTB với mức giá mục tiêu 68,800 đồng/ cổ phiếu với tầm nhìn 1-2 năm.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



**Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC
Hội Sở Chính:**

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 649

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@appec.com.vn; Website: <http://www.appec.com.vn>