

Khuyến nghị

Giá mục tiêu (1 năm) (VND)

Giá hiện tại (VND)

Lợi nhuận kỳ vọng

Mua

88,000

60,000

46%

Khuyến nghị: Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PTB với mức giá mục tiêu 88,000 đồng, tương đương mức lợi nhuận 46% với tầm nhìn đầu tư 1 năm.

Điểm nhấn đầu tư:

ĐỒ THỊ GIÁ



THÔNG TIN GIAO DỊCH

Giá hiện tại (VND)	60,000
EPS (VND)	8,981
P/E	6.68
Giá trị sổ sách (VND)	24,065
Hệ số Beta	0.27
KLGD trung bình 10 phiên	15,066
KLCP đang niêm yết	12,000,646
KLCP đang lưu hành	12,000,646
Vốn hóa (tỷ VND)	720

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Bộ Quốc phòng	13.42%
Lê Vỹ	9.07%
Lê Văn Thảo	7.69%

THÔNG TIN LIÊN LẠC

278 Nguyễn Thị Định, TP Quy Nhơn, tỉnh Bình Định
 Tel: (+84.56) 384 7668
 Fax: (+84.56) 384 7556
 Website: www.phutai.com.vn

- ❖ 6 tháng đầu năm 2014 chứng kiến sự **thay đổi cơ cấu doanh thu** của PTB với sự tăng lên của ngành đá. Đây là ngành có tỉ suất lợi nhuận cao nhất của doanh nghiệp, vì vậy, mặc dù không có sự tăng trưởng đột biến về doanh thu, **lợi nhuận của PTB vẫn đạt mức tăng đáng kể.**
- ❖ Nhận định được tính hiệu quả của ngành, **Phú Tài đã tăng cường đầu tư vào mảng sản xuất, kinh doanh đá.** Thực hiện nghị quyết về chủ trương đầu tư xây dựng cơ bản, công ty đã hoàn thành dự án mở rộng xí nghiệp đá 380 và đang tiếp tục nâng cấp nhà máy chế biến đá An Phú.
- ❖ **Khả năng hoạt động của PTB đang được cải thiện đáng kể** trong thời gian qua, thể hiện qua sự giảm xuống của chênh lệch khoản phải trả người bán-phải thu khách hàng. Cũng cần lưu ý rằng, PTB đang có sự biến động ngược chiều giữa lợi nhuận ròng và dòng tiền hoạt động. Mặc dù tình hình tài chính của công ty vẫn đang ở mức có thể kiểm soát, đây là một điểm cần lưu ý ở PTB trong thời gian tới.
- ❖ Cam kết Thực thi Luật lâm nghiệp, Quản trị rừng và thương mại lâm sản (**FLEGT**) mà Chính phủ Việt Nam đang tham gia đàm phán sẽ **mở ra cơ hội cho Phú Tài trong hoạt động xuất khẩu gỗ** sang Mỹ và EU. PTB là một trong số ít các doanh nghiệp trong nước có thể đáp ứng yêu cầu về chứng minh nguồn gốc gỗ.

Tóm tắt các chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu cơ bản	2012	2013	2014F	2015F
DTT (tỉ đồng)	1,738.60	2,144.20	2,276.00	2,731.20
+/- yoy	-2.57%	23.33%	6.15%	20.00%
LNST	70.6	101.6	134.14	154.27
+/- yoy	20.07%	43.91%	32.03%	15.00%
TTS (tỉ đồng)	743.00	920.40	1,078.28	1,246.86
+/- yoy	18.65%	23.88%	17.15%	15.63%
VCSH (tỉ đồng)	202.40	277.00	349.90	442.49
+/- yoy	12.13%	36.86%	26.32%	26.46%
Nợ/TTS	0.73	0.70	0.68	0.65
TS LN gộp	12.56%	12.83%	16.46%	16.46%
TS LN ròng	5.03%	5.99%	5.89%	5.65%
EPS (đồng)	5,883.02	8,466.21	11,178.11	12,854.83
ROA	9.50%	11.04%	12.44%	12.37%
ROE	34.88%	36.68%	38.34%	34.86%

Tóm tắt kết quả kinh doanh

Đơn vị tính: Tỉ đồng	Q2/13	Q3/13	Q4/13	Q1/14	Q2/14
Doanh thu thuần	449	466.4	651	558.8	513.5
Giá vốn hàng bán	-392.3	-403.6	-571.2	-483.6	-429
Lãi gộp	56.7	62.9	79.8	75.2	84.5
LN từ HĐKD	26.7	31.9	31.4	32.2	42.4
LN trước thuế	27.9	32.9	33.3	34.8	43.3
Lợi nhuận sau thuế	21.2	25.2	28.1	28.6	34.6

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị tính: Tỉ đồng	Q2/13	Q3/13	Q4/13	Q1/14	Q2/14
Tài sản ngắn hạn	436.9	501.2	639.3	546.9	605.4
Tài sản dài hạn	219.1	243	281.1	298.9	311.8
Tổng cộng tài sản	656	744.2	920.4	845.7	917.2
Nợ phải trả	416.1	481.2	632.3	575.6	616.5
Vốn chủ sở hữu	228.7	251.5	277	257.5	288.8
Lợi ích của cổ đông thiểu số	11.2	11.5	11.1	12.7	12
Tổng cộng nguồn vốn	656	744.2	920.4	845.7	917.2

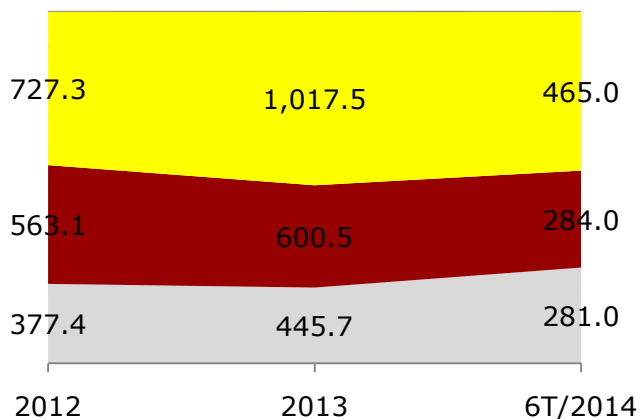
CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Nội dung cập nhật

Cập nhật hoạt động sản xuất kinh doanh	P03
Triển vọng doanh nghiệp	P06
Định giá, khuyến nghị	P06

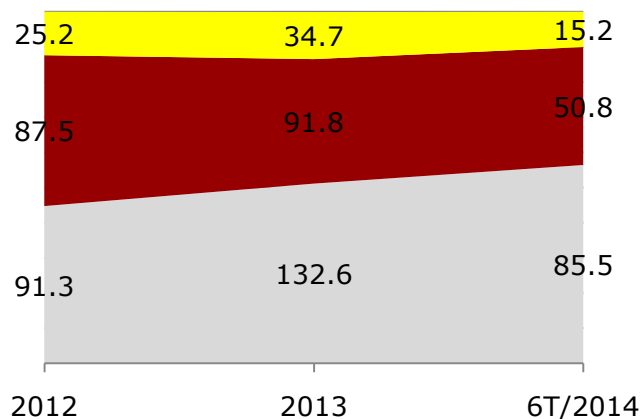
6 tháng đầu năm 2014, cơ cấu doanh thu thay đổi mạnh, lợi nhuận sau thuế tăng cao

Hoạt động sản xuất kinh doanh của Phú Tài vẫn tập trung vào 3 mảng chính: (1) khai thác, chế biến, xuất khẩu đá ốp lát xây dựng; (2) sản xuất, kinh doanh, xuất khẩu đồ gỗ nội, ngoại thất; (3) phân phối ô tô Toyota. Trong đó, mặc dù hoạt động phân phối ô tô là hoạt động mang lại doanh thu nhiều nhất cho PTB, phần lớn lợi nhuận của doanh nghiệp đến từ mảng sản xuất, kinh doanh đá.



■ sản phẩm đá ■ sản phẩm gỗ
■ Xe Toyota ■ Khác

Cơ cấu doanh thu



■ sản phẩm đá ■ sản phẩm gỗ
■ Xe Toyota ■ Khác

Cơ cấu lợi nhuận gộp

6 tháng đầu năm 2014 chứng kiến sự thay đổi mạnh về cơ cấu doanh thu của Phú Tài với sự tăng trưởng của mảng kinh doanh đá và thu hẹp của hoạt động phân phối ô tô.

Doanh thu theo ngành

Đơn vị: Tỷ đồng	6T/2013	6T/2014	Thay đổi
sản phẩm đá	190.6	281	47.43%
sản phẩm gỗ	345.2	284	-17.73%
Xe Toyota	453.1	465	2.63%

Lợi nhuận gộp theo ngành

Đơn vị: Tỷ đồng	6T/2013	6T/2014	Thay đổi
sản phẩm đá	77.4	85.5	10.47%
sản phẩm gỗ	50.9	50.8	-0.20%
Xe Toyota	17.1	15.2	-11.11%

Với đà phục hồi của nền kinh tế và hoạt động xây dựng cả trong nước và trên thế giới, doanh số bán hàng sản phẩm đá được cải thiện tạo ra sự tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận. Tuy nhiên, hàng tồn kho của công ty tăng nhẹ do công suất sản xuất được nâng cao với sự mở rộng của nhà máy sản xuất đá Granite XN 380 tại Quy Nhơn.

Trong khi đó, hoạt động phân phối xe ô tô đang có những dấu hiệu chững lại. Doanh thu hầu như không tăng trưởng trong khi lợi nhuận sau thuế sụt giảm mạnh. Nhìn vào sự tăng trưởng nhanh và đều đặn

của doanh số bán hàng ô tô toàn thị trường (trong đó, riêng Toyota đã đạt mức tăng trưởng 12% trong 6 tháng đầu năm), có thể thấy, đây là một điểm kém tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty. Nguyên nhân đến từ sự thay đổi trong cơ cấu đầu tư, tập trung nhiều hơn vào ngành đá sẽ được đề cập ở phần sau.

Không có sự đột biến về doanh thu, tuy nhiên có thể thấy lợi nhuận của PTB tăng trưởng tương đối mạnh trong 6 tháng đầu năm. Điều này là hợp lý với sự tăng tỉ trọng của mảng đá, ngành có tỉ suất lợi nhuận cao nhất.

Đơn vị: Tỷ đồng	6T/2013	6T/2014	Thay đổi
Doanh thu thuần	1,027.7	1,072.3	4.34%
Lợi nhuận gộp	132.8	159.7	20.26%
Lợi nhuận từ HĐ SXKD	60.4	74.6	23.51%
Lợi nhuận ròng	48.6	63.2	30.04%

Ngoài ra, một yếu tố không kém phần quan trọng trong việc nâng cao tỉ suất lợi nhuận của doanh nghiệp là chính sách lãi suất. Với đòn bẩy tài chính lớn, lãi suất giảm giúp công ty giảm chi phí sản xuất một cách đáng kể. Bên cạnh sự tăng trưởng của doanh thu, sự tiết giảm chi phí đã giúp lợi nhuận của doanh nghiệp tăng lên.

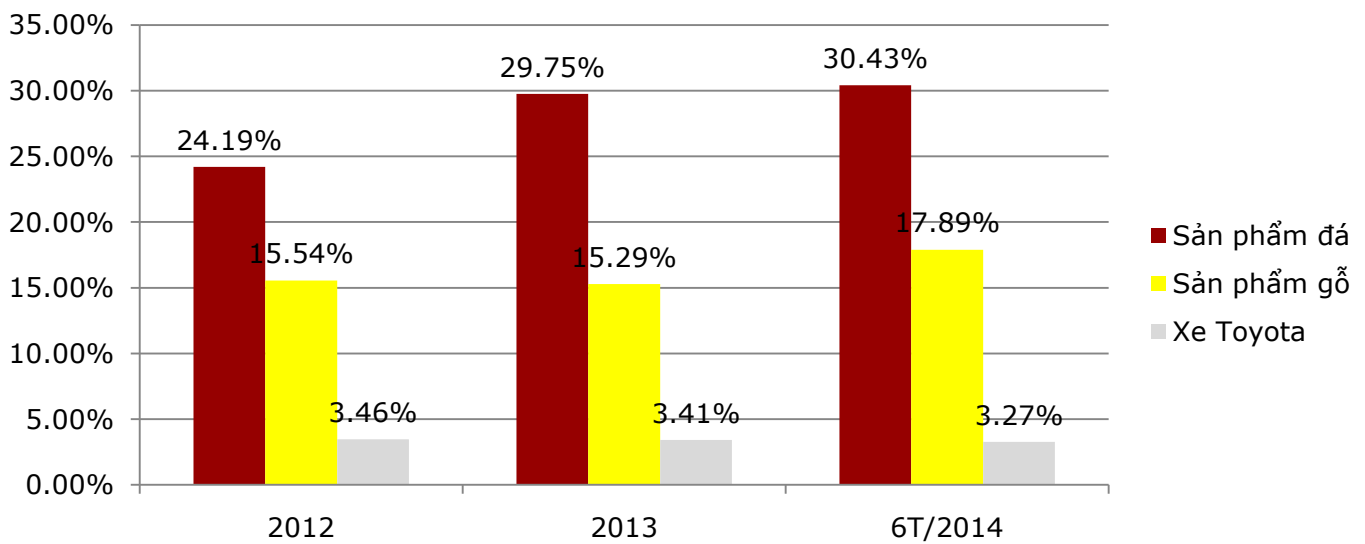
Tăng cường đầu tư vào đá, mảng có tỉ suất lợi nhuận cao nhất

Theo Nghị quyết của HĐQT về chủ trương đầu tư xây dựng cơ bản của công ty, bên cạnh việc duy trì ổn định và phát triển ngành thương mại, dịch vụ xe Toyota, công ty sẽ xây dựng dự án nhà máy đá Marble tại Quy Nhơn, tăng công suất chế biến đá Granite của xí nghiệp 380.

6 tháng đầu năm 2014, công ty đã thực hiện dự án mở rộng xí nghiệp 380, nhà máy chế biến đá An Phú, đồng thời đầu tư mua sắm trang thiết bị, phương tiện.

Đơn vị: tỷ đồng	Nhà cửa, kiến trúc	Máy móc, thiết bị	Phương tiện vận tải	Tổng
Mua trong kì		195.9	55.5	251.4
Đầu tư cơ bản hoàn thành	14.6			14.6
Tổng	14.6	195.9	55.5	

Sự chuyển dịch cơ cấu ngành của PTB là hợp lý khi trong thời gian vừa qua, sản xuất đá luôn là ngành có tỉ suất lợi nhuận cao nhất của công ty. Chúng tôi cho rằng, tỉ suất lợi nhuận của PTB sẽ tăng lên trong thời gian tới.



Tỉ suất lợi nhuận gộp theo ngành

Tình hình hoạt động được cải thiện liên tục

Đơn vị: tỉ đồng	2010	2011	2012	2013	6T/2014
Phải thu khách hàng	239.8	195.3	204.3	167.4	157
Phải trả khách hàng	54.1	65	75.7	75.3	71.2
Chênh lệch phải thu-phải trả	185.7	130.3	128.6	92.1	85.8

Có thể thấy, PTB đang thu hẹp chênh lệch giữa khoản phải thu và phải trả. Đây là một dấu hiệu cho thấy vị thế tài chính của PTB đang được nâng cao, các khoản phải thu, phải trả cũng đang dần được cải thiện.

Trong khi đó, mặc dù tăng mạnh trong quý 2 so với quý 1, tính chung 6 tháng đầu năm, khoản mục hàng tồn kho gần như không có nhiều thay đổi. Nhìn chung, tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã có nhiều cải thiện trong thời gian qua.

Cam kết FLEGT, cơ hội cho Phú Tài

Chính Phủ Việt Nam đang tham gia đàm phán để kí cam kết FLEGT-cam kết về thực thi luật Lâm nghiệp có phạm vi toàn cầu. Theo cam kết này, các sản phẩm sản xuất từ gỗ tự nhiên sẽ được kiểm soát về nguồn gốc nguyên liệu. Các sản phẩm gỗ nội thất xuất khẩu sang Mỹ và EU sẽ bị áp điều kiện về chứng minh xuất xứ, vì vậy, rất nhiều các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ Việt Nam sẽ chịu tác động mạnh bởi cam kết này.

Là một doanh nghiệp chủ động nguồn nguyên liệu gỗ đầu vào chủ yếu qua nhập khẩu, các sản phẩm gỗ của Phú Tài gần như đảm bảo hoàn toàn yêu cầu về nguồn gốc. Vì vậy, không chỉ không chịu ảnh hưởng của cam kết, Phú Tài còn có khả năng tận dụng lợi thế của mình để chiếm lĩnh thị phần của các doanh nghiệp gỗ xuất khẩu khác.

FLEGT là từ viết tắt từ các chữ **Forest Law Enforcement, Governance and Trade**, nghĩa là "**Thực thi Luật lâm nghiệp, Quản trị rừng và thương mại lâm sản**". Là chương trình hành động của EU nhằm đối phó với vấn đề khai thác và thương mại bất hợp pháp gỗ và các sản phẩm gỗ được Liên minh châu Âu ban hành vào năm 2003.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Trong 6 tháng cuối năm 2014, công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 1,363 tỉ đồng và 87 tỉ đồng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch trên là hoàn toàn có thể thực hiện được vì các lí do sau:

- ❖ Mảng sản xuất, kinh doanh đá tiếp tục tăng trưởng. Ngoài sự hỗ trợ của cầu sản phẩm từ ngành xây dựng, việc mở rộng nhà máy tại xí nghiệp 380 và nhà máy chế biến đá An Phú sẽ giúp công ty tăng công suất sản xuất. Trong dài hạn, cùng với sự phục hồi của ngành xây dựng, sản xuất, kinh doanh đá hứa hẹn sẽ tạo ra dòng tiền ổn định cho công ty.
- ❖ Mảng chế biến gỗ sẽ tiếp tục ổn định trong 6 tháng cuối năm 2014 và sẽ tạo ra đột biến trong quý 2 năm 2015 với việc đầu tư hoàn thành dự án mở rộng nhà máy chế biến gỗ Thăng Lợi.
- ❖ Hoạt động phân phối xe ô tô được cải thiện nhờ vào sự tăng trưởng của nhu cầu mà cụ thể là Toyota. Các tháng cuối năm thường là thời điểm mà các hãng xe tăng cường đẩy mạnh việc bán hàng để giải phóng hàng tồn kho, chuẩn bị cho các sản phẩm mới. Chúng tôi cho rằng, doanh số bán hàng ô tô của công ty sẽ tăng lên.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PTB 6 tháng cuối năm 2014

	Đơn vị: Tỉ đồng	Doanh thu	Lợi nhuận gộp
Sản phẩm đá	6T/2014	281	85.5
	Tỉ lệ tăng/giảm	30.00%	0.3
	2014	646.3	196.65
Sản phẩm gỗ	6T/2014	284	50.8
	Tỉ lệ tăng/giảm	30.00%	0.3
	2014	653.2	116.84
Xe Toyota	6T/2014	465	15.2
	Tỉ lệ tăng/giảm	10.00%	0.1
	2014	2276	345.41

ĐỊNH GIÁ, KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng, kết quả kinh doanh của PTB trong 6 tháng cuối năm tiếp tục được duy trì ở mức 2 quý đầu năm. Như vậy, dự phóng về lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp năm 2014 sẽ là 126.4 tỉ đồng, tương đương mức EPS khoảng 10,500 đồng, cao hơn mức mà chúng tôi đã dự phóng là 88,600 đồng. Mức tăng trưởng lợi nhuận sau thuế trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn 2014-2019 được dự phóng ở mức 15%, thấp hơn mức 20.26% trong 6 tháng đầu năm do sự đột biến về doanh thu là chưa lớn.

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu	2,276.00	2,731.20	3,277.44	3,932.93	4,719.51	5,663.42
Lợi nhuận sau thuế	134.14	154.27	177.41	204.02	234.62	269.81
Lãi suất (1-T)	31.46	37.76	45.31	54.37	65.25	78.29
Khấu hao	35.80	42.96	51.55	61.87	74.24	89.09
Đầu tư vào tài sản cố định	63.73	76.47	91.77	110.12	132.15	158.58
Đầu tư vào vốn lưu động	70.56	84.67	101.60	121.92	146.30	175.57

Dòng tiền tự do (FCFF)	67.13	73.85	80.90	88.21	95.65	103.05
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2019						2,203.42
Giá trị doanh nghiệp						1,695.60
Giá trị nợ						632.30
Số lượng cổ phiếu lưu hành						12,000,646.00
Giá trị cổ phiếu (đồng)						88,603.75

Kết luận: Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PTB với mức giá mục tiêu 88,000 đồng, tương đương mức lợi nhuận 46% với tầm nhìn đầu tư 1 năm.

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Tầm nhìn	Báo cáo Phân tích
17/4/2014	Mua	41,600	68,000	1-2 năm	Download

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

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Hữu Hoàng

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

Tel: (84- 4) 3573 0200

Fax: (84- 4) 35771966

Website: <http://www.apec.com.vn>

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của APECS:

VŨ THỊ THU TRANG

Trưởng phòng Phân tích

trangvtt@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692

NGUYỄN HỮU HOÀNG

Chuyên viên Phân tích

hoangnh@apec.com.vn

Tel: (84- 4) 3573 0200 – 692