

## Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 6, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **76.000**

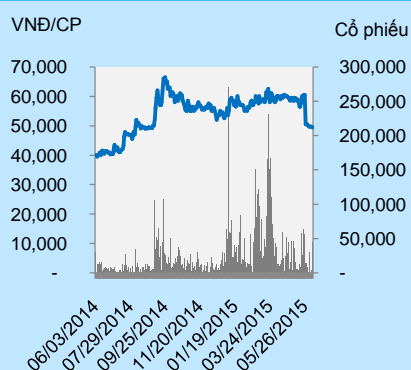
Giá thị trường (08/06/2015) 49.400

Lợi nhuận kỳ vọng 53,8%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	39.500-66.500 VNĐ/CP
Vốn hóa	711 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	14.400.775 CP
KLGD bình quân 10 ngày	19.701 CP
Sở hữu nước ngoài	4,39%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,1%
Beta	0,55

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PTB	23,5%	-16,3%	-15,6%	-14,1%
VN-Index	3,8%	6,5%	-1,7%	0,3%

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 granite và đá xây dựng khá lớn đủ khai thác trong 20-25 năm tới.** Tổng trữ lượng các mỏ đá granite của PTB đạt khoảng 217 triệu m<sup>3</sup>.

Công suất khai thác đạt 1,5 triệu m<sup>2</sup>/năm – chiếm 34% tổng năng lực khai thác toàn tỉnh Bình Định. Ngoài ra, công ty đang đầu tư nhà máy Đồng Nai giai đoạn 1 vào khoảng 31.000 m<sup>2</sup>/tháng, sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào tháng 10/2015.

**Dự báo sản lượng tiêu thụ gỗ tăng 15% trong năm 2015 nhờ tăng khách hàng mới ở Nga và Mỹ.** Trong năm 2015, công ty có thêm khách hàng mới từ thị trường Mỹ và Nga. Đồng thời, lợi thế nhân công giá rẻ tương đối so với các nước khác và xu hướng dịch chuyển 1 phần gia công sản phẩm gỗ từ Trung Quốc sang Việt Nam là những yếu tố hỗ trợ tích cực cho sự phát triển của ngành.

**Nhu cầu tiêu thụ xe hơi tăng 10%, đạt 1.700 chiếc trong năm 2015.** Hoạt động kinh doanh xe Toyota tại PTB ổn định với vị thế độc quyền từ Đà Nẵng – Bình Định, phân phối qua 3 showroom hiện tại.

**Dự án sản xuất đá marble tại nhà máy Đồng Nai sẽ đi vào hoạt động năm 2016.** PTB đầu tư thêm hoạt động sản xuất đá marble với giá trị cao hơn so với đá granite với công suất nhà máy dự kiến khoảng 350.000 m<sup>2</sup>/năm sẽ đi vào hoạt động vào năm 2016.

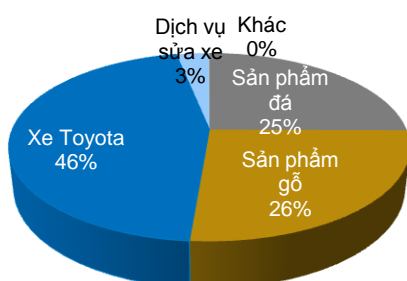
**Khuyến nghị đầu tư:** Với lợi thế doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác đá granite tại tỉnh Bình Định, nguồn nguyên liệu ổn định, việc mở rộng hoạt động sản xuất đá marble và đá granite tại nhà máy Đồng Nai dự báo giúp doanh thu mảng đá tăng 11% và 25% trong năm 2015 & 2016. Bên cạnh đó, định hướng tăng tỷ trọng gỗ nội thất, tận dụng nguồn nguyên liệu trong nước và chi phí lao động thấp, có thể giúp PTB tăng lợi nhuận biên của mảng kinh doanh gỗ trong tương lai. Hoạt động kinh doanh Toyota cũng dự kiến sẽ tăng lợi nhuận nhờ mảng kinh doanh xe cũ. BVSC dự báo doanh thu 2015 đạt 2.776 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 134 tỷ đồng, tăng lần lượt 13.23% và 10.07% so với cùng kỳ. PE forward khá hấp dẫn ở mức 5.4x – thấp hơn so với mức trung bình ngành 8.25x. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PTB với mức giá kỳ vọng 76.000 đồng/CP.

### Một số chỉ số tài chính của PTB

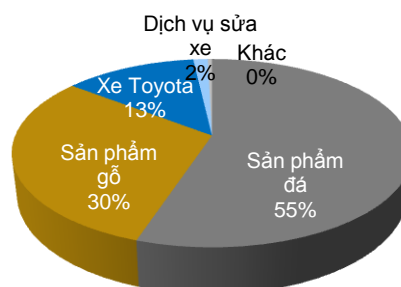
Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	1.738	2.144	2.451	2.776
TT Doanh thu	%	-2,57%	23,33%	14,35%	13,23%
EBITDA	Tỷ VNĐ	92	143	168	194
EBIT	Tỷ VNĐ	55	95	120	146
LNST	Tỷ VNĐ	70	101	121	134
EPS	VNĐ	5.619	7.685	9.291	9.325
P/E	x	10,77	7,87	6,51	5,42
P/B	x	3,59	2,62	2,62	2,07
ROA	%	6,75%	9,39%	10,31%	12,50%
ROE	%	36,86%	42,39%	43,73%	37,88%

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 được 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

**Trữ lượng các mỏ còn khá lớn 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 217 triệu m<sup>3</sup>, đảm bảo được nguồn cung cấp nguyên liệu cho hoạt động công ty trong tương lai. Ngoài ra, công ty đang thực hiện mua thêm 2 mỏ mới ở khu vực Diên Khánh-Khánh Hòa và dự kiến chuyển nhượng mỏ đá Vân Canh với trữ lượng 49 triệu m<sup>3</sup> vì bất ổn về an ninh do gần khu dân tộc thiểu số. Tuy nhiên, việc chuyển nhượng không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động của công ty khi công suất khai thác mỏ này khá nhỏ khoảng 100 m<sup>3</sup>/ tháng. Bên cạnh đó, công ty cũng có 1 mỏ đá xây dựng với trữ lượng 6.1 triệu m<sup>3</sup>, có thời gian khai thác 15 năm. Hiện tại, công ty tiếp tục xin ủy ban tỉnh Bình Định gia hạn thêm thời gian khai thác thành dài hạn cho các mỏ hiện có khoảng 20-25 năm nữa.

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

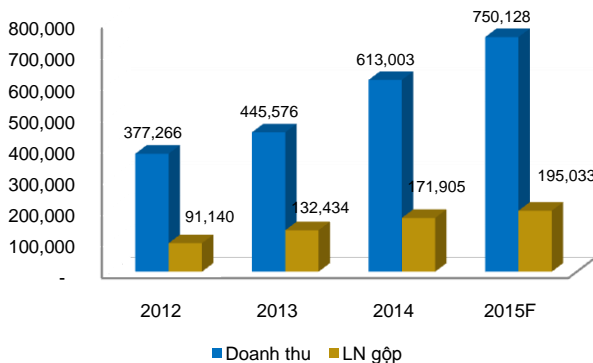
Mỏ đá	Trữ lượng (m <sup>3</sup> )	Thời gian khai thác	Loại đá
Mỏ Phú Yên (Mỏ đá đen)	49.700.000	10	Đá đen
Mỏ ĐakNong (Mỏ đá đen)	68.000.000	15	Đá đen
Mỏ Phù Cát (Mỏ đá tím)	59.000.000	15	Đá tím
Mỏ đá Sơn Triều	6.183.986	20	Đá vàng (xây dựng)
Mỏ đá Vân Canh	41.000.000	7	

**Dự án nhà máy sản xuất đá granite và marble Đồng Nai.** Tận dụng lợi thế về việc vận chuyển nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ Vũng Tàu và nguồn nguyên liệu từ DakNong, PTB đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất đá granite Đồng Nai với tổng chi phí 70 tỷ đồng, trong đó đầu tư giai đoạn 1 là 44 tỷ và giai đoạn 2 là 26 tỷ. Nhà máy khởi công giai đoạn 1 vào tháng 5/2015 và đi vào hoạt động vào tháng 10/2015, với công suất đạt 31.000 m2/tháng.

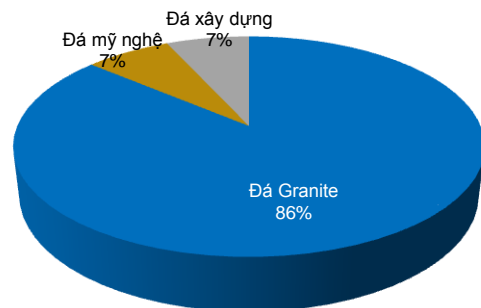
Ngoài ra, công ty còn mở rộng đầu tư sang mảng sản xuất đá marble tại nhà máy Đồng Nai với tổng công suất 350.000 m2/năm, sẽ đi vào hoạt động năm 2016. BVSC đánh giá với giá bán giá marble gấp đôi so với mức giá bán granite, dự báo thận trọng sẽ đóng góp 84 tỷ đồng doanh thu trong năm 2016 và 107 tỷ đồng trong năm 2017.

**Nhu cầu tiêu thụ đá granite trong những tháng đầu năm tăng 11% so với cùng kỳ,** nhờ ảnh hưởng tích cực từ thị trường bất động sản. Ngoài ra, nhu cầu đá xây dựng tăng mạnh 25% nhờ dự án mở rộng QL1A, mặc dù vậy, mảng này chỉ đóng góp khoảng 7% trong tổng doanh thu đá. Theo dự báo của BVSC, với mức giá bán trung bình 252.000 đồng/m3, doanh thu từ mảng đá xây dựng dự báo đạt 54.8 tỷ đồng trong năm 2015.

**Doanh thu sản phẩm đá**



**Cơ cấu sản phẩm đá**



## Hoạt động sản xuất gỗ

**Mở rộng nhà máy chế biến gỗ xí nghiệp Thăng Lợi.** Tổng giá trị dự án 52 tỷ đồng, nâng công suất khai thác tăng thêm khoảng 120-150 m3/tháng – tương đương khoảng 10 container/tháng. Sản xuất gỗ tập trung vào mùa cao điểm từ tháng 9 đến tháng 2 năm sau, bình quân 30-35 container/tháng cho các đơn hàng xuất khẩu. Những tháng thấp điểm từ tháng 6 đến tháng 8, công ty chuẩn bị nguyên vật liệu và sửa chữa, duy tu máy móc thiết bị để chuẩn bị sản xuất vào mùa cao điểm, công suất mùa thấp điểm vào khoảng 60-65%.

**Giảm rủi ro tỷ giá bằng thương thảo khách hàng trả bằng USD.** Hiện tại các khách hàng gỗ đều trả bằng USD, chỉ khoảng 7-8% các khách hàng trả tiền bằng EUR, tuy nhiên công ty cũng đang thương thảo chuyển sang trả bằng USD. Việc làm này nhằm giảm rủi ro khi đồng EUR giảm giá.

**Tốc độ tăng trưởng ngành khá tích cực, dự báo khoảng 15% trong năm 2015 nhờ khách hàng mới ở Mỹ và Nga.** 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. Theo chia sẻ của công ty sản lượng gỗ tiêu thụ trong năm 2015 có thể tăng 15% trong năm 2015.

**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**

**Nhu cầu tiêu thụ xe hơi dự báo tăng trưởng 10% trong năm 2015.** Theo thông tin công ty chia sẻ hiện tại công ty đã ký hợp đồng bán xe đến tháng 8-9. Nhu cầu tiêu thụ xe có tính hiệu tích cực, dự kiến năm 2015 có thể đạt 1.700 chiếc.

**Mở rộng hoạt động kinh doanh xe cũ.** Công ty dự kiến trong năm 2015 sẽ mở rộng hoạt động kinh doanh xe cũ nhằm tăng lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh xe Toyota. Trong đó, Toyota sẽ hỗ trợ quy trình mua và bán xe cũ.

**Nâng cao chất lượng dịch vụ sửa chữa nhằm tăng giá trị gia tăng cho hoạt động kinh doanh.** 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.

## **Triển vọng năm 2015**

BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của PTB đạt lần lượt 2.776 tỷ đồng (+13% yoy) và 134 tỷ đồng (+10,8% yoy). EPS dự phóng sau khi pha loãng đạt 9.325 đồng/cp và P/E forward 5.4 lần. Cơ sở dự báo của chúng tôi dựa trên các quan điểm như sau:

**Đá granite có tốc độ tăng trưởng sản lượng 11%.** BVSC dự báo với sản lượng đá granite tăng trưởng 11% nhờ nhu cầu tiêu thụ dân dụng, công trình và trang trí tăng. Dự báo doanh thu năm 2015 đạt 706 tỷ đồng. Giá định, biên lợi nhuận gộp vào khoảng 26%, dự báo lợi nhuận gộp đạt 183 tỷ đồng từ sản phẩm đá.

Gỗ xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng 15%, dự kiến doanh thu đạt 750 tỷ trong năm 2015. Giá định sản lượng gỗ duy trì mức tăng trưởng 15% trong năm 2015, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 750 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp biên duy trì ở mức 16%, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp từ hoạt động xuất khẩu gỗ đạt 122 tỷ đồng.

**Kinh doanh ô tô đem lại nguồn thu ổn định, biên lợi nhuận gộp 3%.** BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ ô tô của PTB đạt khoảng 1.700 chiếc trong năm 2015, đạt doanh thu 1.233 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận duy trì mức cố định 3%, do đó lợi nhuận gộp đạt khoảng 48 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, dịch vụ sửa chữa dự báo đem lại 83 tỷ đồng doanh thu và 13 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2015.

**Bảng 1. Dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2015**

	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	1.739	2.144	2.452	2.776
Sản phẩm đá	318.612	445.576	613.003	706.462
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
Khác	1.057	4.035	2.153	2.153
% DT	-2,6%	23,3%	14,4%	13,2%
LNST	70.548	101.586	121.119	134.286
Tăng trưởng	20,0%	44,0%	19,2%	10,9%
EPS	5.619	7.685	9.291	9.325
P/E	10,77	7,87	6,51	5,42

## Khuyến nghị đầu tư

Với lợi thế doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực khai thác đá granite tại tỉnh Bình Định, nguồn nguyên liệu ổn định, 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 11% và 25% 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, có thể giúp PTB tăng lợi nhuận biên của mảng kinh doanh gỗ trong tương lai. Hoạt động kinh doanh Toyota cũng dự kiến sẽ tăng lợi nhuận nhờ mảng kinh doanh xe cũ. BVSC dự báo doanh thu 2015 đạt 2.776 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 134 tỷ đồng, tăng lần lượt 13.23% và 10.07% so với cùng kỳ. PE forward khá hấp dẫn ở mức 5.4x – thấp hơn so với mức trung bình ngành 8.25x. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu PTB với mức giá kỳ vọng 76.000 đồng/CP.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

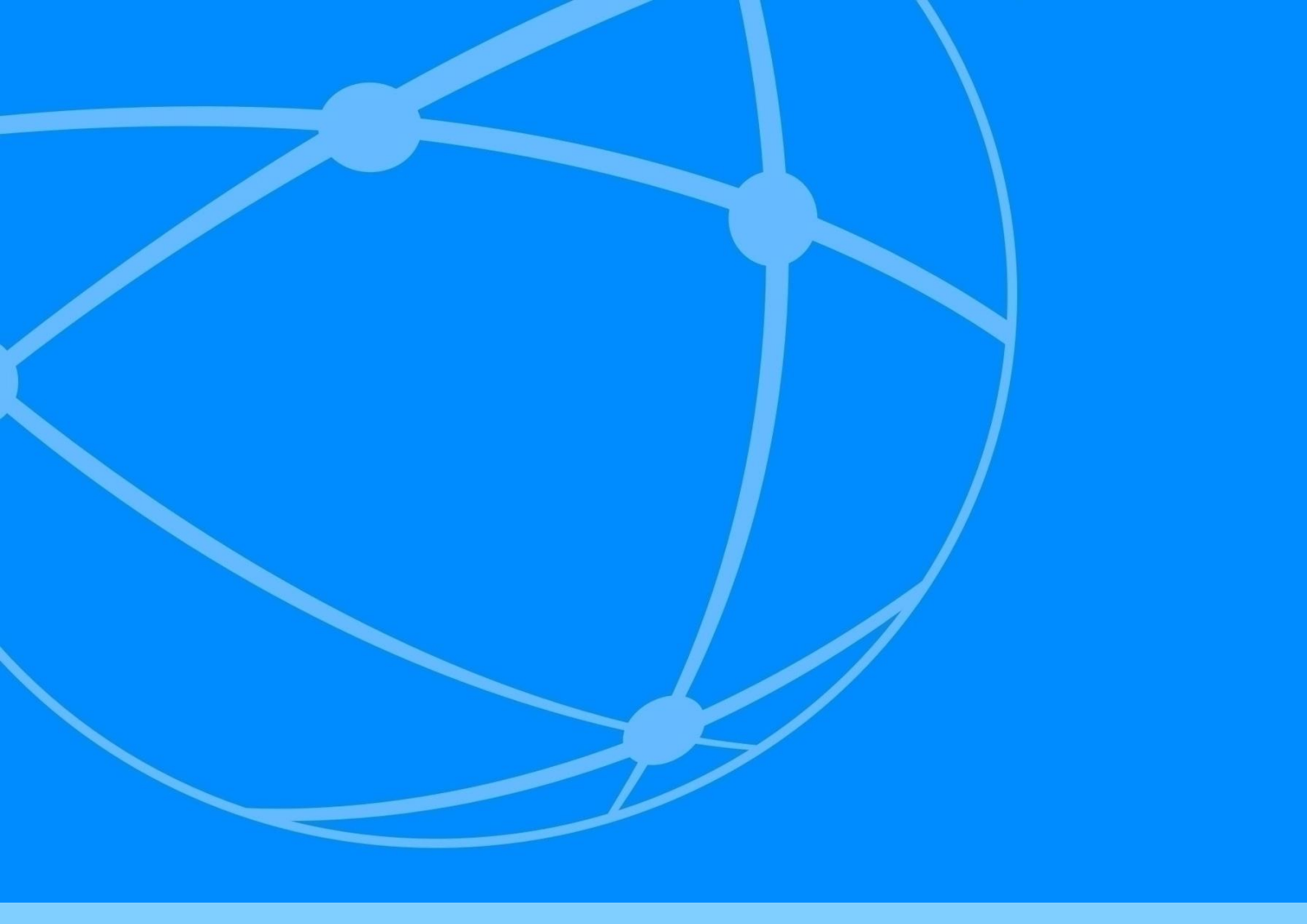
**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, 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.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
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