

CTCP PHÚ TÀI (PTB) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường

VND115.000

Giá mục tiêu

VND129.700

Tỷ suất cổ tức

2,73%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Công nghiệp

Ngày 04/10/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực

Triển vọng dài hạn: Tích cực

Định giá: Tích cực

Consensus*: Mua:2 Giữ:1 Bán:0

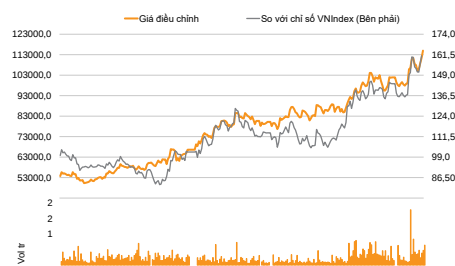
Giá mục tiêu/Consensus: 14,6%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	115.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	50.302
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	35.226tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	5.702
Free float (%)	59
P/E trượt (x)	16,4
P/B hiện tại (x)	3,06

Cơ cấu sở hữu

Lê Vỹ	11,7%
Lê Văn Thảo	7,4%
Lê Văn Lộc	5,5%
Khác	75,4%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Đức Hào

hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Vững bước tương lai

- PTB là một trong mười nhà xuất khẩu gỗ lớn nhất Việt Nam, chiếm gần 1% kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ của Việt Nam vào năm 2020.
- Chúng tôi kỳ vọng LNR trong 2021/22 tăng 51,9%/19,9% svck nhờ tăng trưởng từ mảng gỗ và đóng góp doanh thu từ bất động sản (BDS).
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 129.700 đ/cp

Tăng trưởng trên đà hồi phục của thị trường BĐS trong nước và quốc tế

Chúng tôi ưa thích PTB vì tiềm năng tăng trưởng của hai mảng kinh doanh cốt lõi là gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) và mảng đá, cả hai đều được hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu và nội địa nhờ sự phục hồi của thị trường nhà ở trong nước và quốc tế sau Covid-19. Chúng tôi tin rằng PTB sở hữu nhiều lợi thế để tận dụng được sự tăng trưởng của ngành. Thêm vào đó, PTB có kế hoạch nâng công suất nhà máy đá và gỗ lên lần lượt 25%/60% vào năm 2022/23 sv năm 2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu (DT) từ mảng gỗ/đá lần lượt đạt tăng trưởng kép 13,0%/14,5% trong giai đoạn 2020-26.

Dự án Phú Tài Residence là động lực tăng trưởng ngắn hạn trong 2021-22

PTB đang phát triển dự án Phú Tài Residence tại Quy Nhơn, tỉnh Bình Định. Vào tháng 10/2020, PTB đã tổ chức sự kiện cất nóc và mở bán dự án. Theo ban lãnh đạo công ty, tiến độ xây dựng của dự án đang được đảm bảo để bàn giao vào nửa cuối năm 2021. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ ghi nhận doanh thu lần lượt là 600 tỷ đồng và 653 tỷ đồng trong 2021/22.

LNR vẫn tăng trưởng ổn định trong 2022 sau khi tăng mạnh năm 2021

Chúng tôi kỳ vọng DT và LN ròng năm 2021 của PTB sẽ tăng trưởng lần lượt 26,1% và 51,9% svck từ mức nền thấp của năm 2020 nhờ tăng trưởng 29,4% svck của mảng G&SPG và đóng góp 600 tỷ đồng DT từ dự án Phú Tài Residence với biên lợi nhuận gộp (LNG) cao. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng PTB sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định ở hai mảng kinh doanh cốt lõi trong năm 2022/23 (13,2%/19,8% svck với mảng gỗ và 30,8%/28,5% svck với mảng đá). Bên cạnh đó, việc bàn giao dự án BĐS sẽ đóng góp 135 tỷ đồng vào LNR năm 2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNR của PTB sẽ đạt tăng trưởng bình quân 15,6%/năm cho năm 2022 và 2023.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu 129.700 đ/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PTB với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 129.700đ/cp, dựa trên phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP). Tiềm năng tăng giá là nhu cầu về nhà ở tăng mạnh mẽ ở Mỹ dẫn đến doanh thu đồ nội thất của PTB cao hơn dự kiến. Các rủi ro giảm giá bao gồm 1) đại dịch Covid-19 với thời gian giãn cách xã hội kéo dài có thể làm chậm thời gian giao hàng cho khách hàng của PTB, do đó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp và 2) chi phí logistic cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên LNG của PTB, đặc biệt là mảng đá.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	5.601	7.064	8.419	9.375
Tăng trưởng DT thuần	0,9%	26,1%	19,2%	11,4%
Biên lợi nhuận gộp	20,4%	22,7%	22,5%	22,5%
Biên EBITDA	6,3%	8,6%	10,1%	9,5%
LN ròng (tỷ)	359	544	651	728
Tăng trưởng LN ròng	(17,7%)	51,6%	19,9%	11,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(17,0%)	51,6%	19,9%	11,9%
EPS cơ bản	7.016	10.636	12.749	14.256
EPS điều chỉnh	6.267	9.961	11.940	11.351
BVPS	37.630	47.464	57.576	69.238
ROAE	19,3%	25,0%	24,3%	23,2%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PTB vì:

- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu G&SPG của PTB sẽ đạt CAGR là 14,8% trong giai đoạn 2021-23 nhờ 1) nhu cầu về đồ gỗ nội thất gia tăng mạnh mẽ từ thị trường nhà ở Mỹ và 2) kế hoạch mở rộng công suất nhà máy Phú Cát (tăng 60% so với công suất năm 2020).
- Mảng đá của PTB hưởng lợi từ 1) sự ấm lên từ thị trường BĐS Hà Nội và TP HCM và 2) giành được thêm thị phần tại thị trường Hoa Kỳ nhờ hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung Quốc
- Chúng tôi dự báo LNR của PTB đạt mức CARG là 15,6% trong giai đoạn 2021-23 chủ yếu nhờ đóng góp của mảng bất động sản. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu từ các dự án của Phú Tài Residence sẽ đóng góp 600 tỷ đồng/653 tỷ đồng trong năm 2021/22, chiếm 8,5%/7,0% tổng doanh thu và 20%/15% LNR trong năm 2021/22.

Chúng tôi phát hành báo cáo PTB lần đầu với khuyến nghị Khả quan. Giá mục tiêu của chúng tôi cho PTB là 129.700 đồng, tương ứng với mức tăng giá tiềm năng 15,5% bao gồm cả tỷ suất cổ tức. Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá tổng giá trị thành phần (SOTP) để định giá PTB:

- Đối với ba lĩnh vực kinh doanh cốt lõi - gỗ, đá và phân phối ô tô, chúng tôi sử dụng EPS trung bình 2021-22 lần lượt 6.513 đồng/cp, 2.906 đồng/cp và 601 đồng/cp, tương ứng được tính theo tỷ trọng đóng góp LNR của mỗi mảng trong năm 2021/22. Chúng tôi căn cứ P/E mục tiêu cho từng mảng kinh doanh của PTB dựa trên mức P/E trượt trung vị trong một năm.
- Đối với lĩnh vực bất động sản của PTB, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để ước tính giá trị hiện tại của mảng này.

Hình 1: Định giá từng phần SOTP (Đơn vị: tỷ đồng)

Định giá từng phần (SOTP)	Phương pháp	Tỷ trọng LNR trung bình 2021-22	
G&SPG	P/E mục tiêu 12,0x	50	3932
Đá	P/E mục tiêu 12,8x	26	2066
Phân phối ô tô	P/E mục tiêu 10,9x	7	451
Bất động sản	DCF 2 năm	17	180
Giá trị doanh nghiệp			6629
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)			51,1
Giá trị mỗi cổ phiếu			129,717
Giá mục tiêu (làm tròn)			129.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Dịch bệnh Covid-19 với thời gian giãn cách xã hội kéo dài hơn có thể làm chậm thời gian giao hàng tới khách hàng của PTB, do đó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.
- Hoạt động xây dựng và tiêu thụ ô tô trong nước yếu do những diễn biến vĩ mô bất lợi; ngoài ra các hoạt động kinh doanh mới có thể chậm hơn dự kiến (bất động sản và đá thạch anh).
- Chi phí logistic cao hơn dự kiến có thể ảnh hưởng đến biên LNG của PTB, đặc biệt là mảng kinh doanh đá.

Tiềm năng tăng giá là nhu cầu sử dụng đồ gỗ nội thất tăng cao ở thị trường Mỹ dẫn đến doanh thu về đồ nội thất gỗ của PTB cao hơn chúng tôi mong đợi.

Hình 2: So sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Mã	Khuyến nghị	Giá mục tiêu		Vốn hóa	TTM	P/E	Tăng trưởng EPS 3 năm		P/BV (x)		EV/EBITDA		ROE (%)
			VND	Triệu USD				2021	CAGR	TTM	2021	TTM	2021	TTM
Sản xuất đá														
CTCP CMC	CVT VN	na	na	106	12,8	na	7,2	2	na	10,2	na	14,8	na	
Asian Granito	ASIAN IN	na	na	113	10,9	9,5	na	0,9	na	7,2	na	9,9	na	
CTCP Vicostone	VCS VN	na	na	856	12,9	na	8,1	4,6	na	9,3	na	39,2	na	
Pokama Ltd	POKR IN	na	na	188	11,8	na	5,1	3,8	na	16,9	na	8,0	na	
Acrysil Ltd	ACRY IN	na	na	214	37,0	na	48,5	8,3	na	25,7	na	22,4	na	
Trung Bình					18,1	na	20,6	5,57	na	17,3	na	23,2	na	
Trung vị					12,8		8,1	4,6	na	16,9	na	22,4	na	
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	129.700	215	13,3	7,45	0,9	2,4	na	7,8		19,5	26,0	
G&SPG														
Integra Indocabinet Tbk PT	WOOD IJ	na	na	343	12,8	11,5	19,0	1,6	1,4	8,4	8,0	12,1	14,7	
Lii Hen Industries BHD	LHI MK	na	na	123	8,0	8,6	3,6	1,2	1,1	4,2	5,0	16,8	14,2	
Evergreen Fibreboard Bhd	EVF MK	na	na	72	13,0	9,0	8,2	0,3	0,7	13,6	6,1	-5,5	1,2	
S Kijchai Enterprise PCL	SKN TB	na	na	136	18,2	14,4	24,4	1,8	1,6	9,3	8,8	9,0	11,0	
Sản xuất và thương mại Nam Hoa	NHT VN	na	na	110	7,8	na	6,3	2,5	2	7,9	na	34,8	na	
CTCP gỗ Đức Thành	GDT VN	na	na	110	11,2	7,9	-7,2	3,2	2,4	8,2	na	27,7	25,9	
Trung Bình					12,8	10,3	64,7	1,9	1,6	9,2	7,0	15,6	13,4	
Trung vị					12,0	9,0	8,2	1,8	1,6	8,4	7,0	14,2	14,2	
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	129.700	215	13,3	7,5	0,9	2,4	2,2	7,8		19,5	26	
Phân phối ô tô														
Hubei Yichang Transportation Group Co Ltd	002627 CH	na	na	345	39,8	na	2,3	1,4	na	20,3	na	4,5	na	
Dịch vụ tổng hợp Sài Gòn	SVC VN	na	na	103	14,6	na	32,2	1,8	na	12,7	na	16,1	na	
Dịch vụ ô tô Hàng Xanh	HAX VN	na	na	43	5,6	na	47,1	0,9	na	5,1	na	32,5	na	
Trung Bình					16,8	na	17,9	1,2	na	10,2	na	15,0	na	
Trung vị					10,9	na	17,2	1,2	na	8,9	na	11,4	na	
CTCP Phú Tài	PTB VN	Khả quan	129.700	215	13,3	7,5	0,9	2,4	na	7,8		19,5	26,0	
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH														

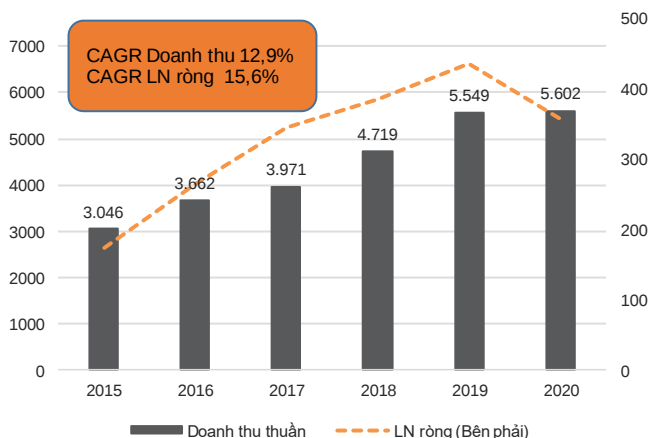
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

VỮNG BƯỚC TƯƠNG LAI

Tổng quan doanh nghiệp

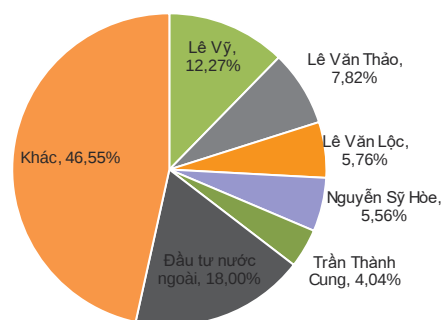
Được thành lập từ năm 1995, PTB là doanh nghiệp sản xuất gỗ, đá và phân phối ô tô. Kể từ khi thành lập cho đến năm 2004, công ty dưới quyền kiểm soát của Quân khu 5. Năm 2014, PTB trở thành công ty tư nhân sau khi quân đội đã thoái vốn hoàn toàn. Ban lãnh đạo hiện nay đã gắn bó với PTB hơn 20 năm và hiện nắm giữ 41,5% cổ phần (bao gồm cả những người có liên quan). PTB niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE/HSX) từ năm 2011. Công ty đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu và LN ròng hàng năm là 28,1% 15,6% trong giai đoạn 2015-20.

Hình 3: PTB đạt CAGR 12,9% doanh thu và 15,6% CAGR LNR trong giai đoạn 2015-20



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

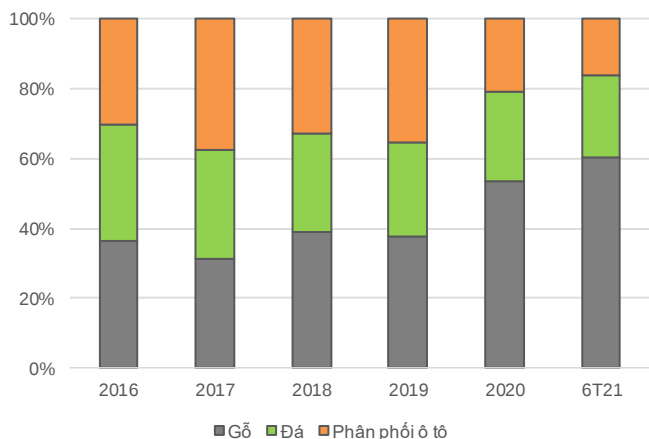
Hình 4: Cơ cấu cổ đông của PTB tại 21/09/21



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

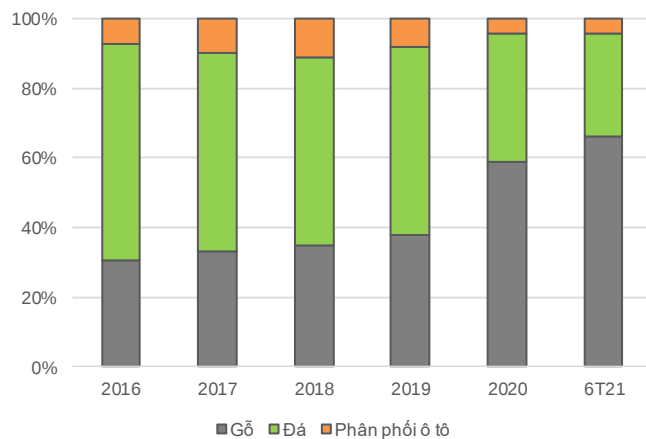
Hiện tại, gỗ là mảng kinh doanh lớn nhất của PTB, chiếm 60,1% doanh thu và 66,3% lợi nhuận gộp trong 6T21. Sản phẩm đá, chủ yếu cung cấp cho thị trường trong nước, chiếm lần lượt 23,7% và 29,6% doanh thu và lợi nhuận gộp trong 6T21. PTB cũng là đại lý ô tô cho Toyota, đóng góp khoảng 16,9% vào doanh thu và 4,1% vào lợi nhuận gộp trong 6T21. PTB đặt mục tiêu thâm nhập vào thị trường bất động sản với dự án căn hộ chung cư đầu tiên tại Quy Nhơn, Bình Định, dự kiến bàn giao vào 6 tháng cuối năm 2021.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của PTB theo các mảng kinh doanh trong giai đoạn 2016-6T21



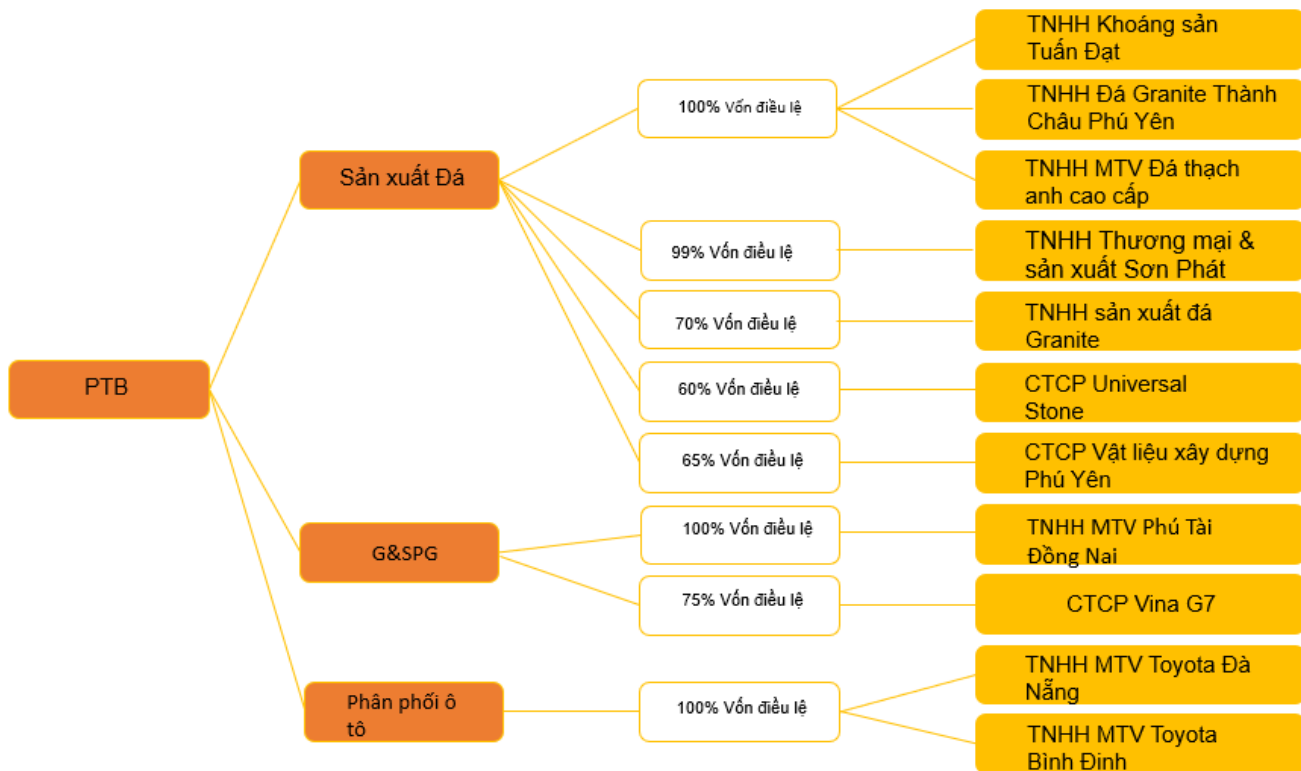
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Mảng gỗ đang gia tăng tỷ trọng trong cơ cấu lợi nhuận gộp của PTB trong những năm qua



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 6: Cơ cấu tổ chức của PTB



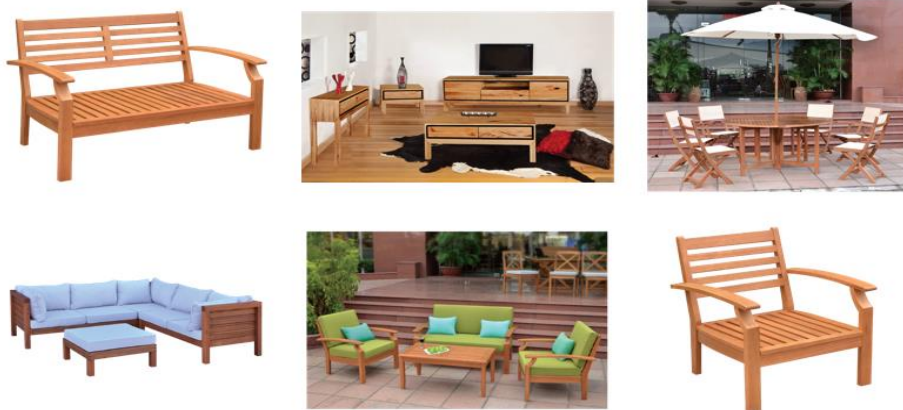
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Gỗ và sản phẩm gỗ - động lực chính cho tăng trưởng LNR trong 2021-25

Nằm trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu gỗ lớn nhất Việt Nam năm 2020

PTB sản xuất gỗ tinh chế và gỗ nguyên liệu, trong đó gỗ tinh chế chiếm 91% doanh thu gỗ năm 2020. Gỗ nguyên liệu bao gồm các sản phẩm gỗ tròn thô do PTB nhập khẩu và phân phối lại cho các doanh nghiệp sản xuất, phân phối và kinh doanh gỗ nhập khẩu. Ngược lại, gỗ tinh chế của PTB là sản phẩm của quy trình gồm 6 bước chính với sản phẩm đầu ra là các sản phẩm nội thất và ván ép. Khoảng 90% doanh thu gỗ đến từ xuất khẩu, trong đó Mỹ (chiếm 60% doanh thu xuất khẩu), EU (27%) và Nhật Bản (8%) là các thị trường chính.

Hình 7: Một số sản phẩm gỗ của PTB

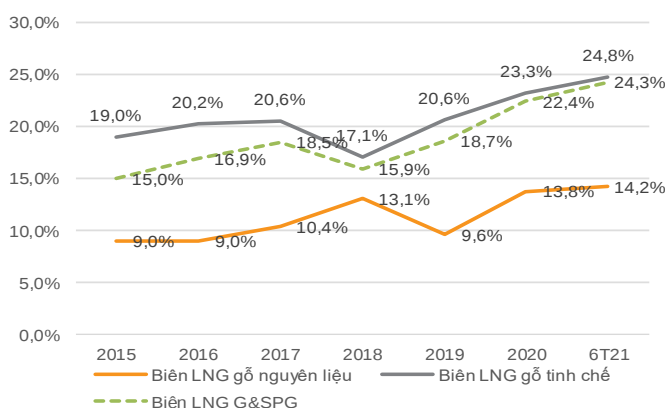


Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Mảng gỗ của PTB có tăng trưởng kép doanh thu đạt 30,4% trong giai đoạn 2015-20 và tăng 40% svck trong 6T21. Chúng tôi ước tính PTB nằm trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu gỗ và đồ gỗ lớn nhất Việt Nam (Nguồn: Tổng cục Hải quan), chiếm gần 1% kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ của Việt Nam vào năm 2020 với giá trị 130 triệu USD. Sự tăng trưởng mạnh của mảng gỗ trong 6T21 chủ yếu là do nhu cầu về đồ nội thất bằng gỗ tăng mạnh mẽ ở thị trường Mỹ và giá gỗ xẻ Mỹ tăng (+15% kể tháng 1 2021).

Biên LNG của mảng gỗ đang không ngừng cải thiện, tăng từ 15,9% trong năm 2018 lên 22,4% trong năm 2020 và 24,3% trong 6T2021, chủ yếu là do 1) sản lượng tiêu thụ tăng tại thị trường Hoa Kỳ với giá bán cao hơn, 2) đóng góp từ các thành phẩm gỗ tăng (nội thất phòng ngủ, bộ ghế sofa,...) và 3) lợi thế về quy mô khi công ty nâng công suất từ 58.000m3/năm trong năm 2018 lên 84.000m3/năm vào Q2/21.

Hình 8: Biên LNG của mảng gỗ tiếp tục xu hướng tăng từ năm 2018



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: PTB nằm trong Top 10 doanh nghiệp xuất khẩu gỗ lớn nhất Việt Nam năm 2020

Doanh thu xuất khẩu	Công ty
Trên 200 triệu USD	Công ty TNHH Kỹ Thuật Gỗ Hoa Nét
	Công ty TNHH Timberland
	Công ty TNHH Hào Hưng
100 triệu USD - 200 triệu USD	Nitori Furniture Vietnam
	CTCP Phú Tài
	Công ty TNHH Thanh Thành Đạt
	Công ty TNHH Shing Mark Vina
	Công ty TNHH Motomotion Việt Nam
50 triệu USD-100 triệu USD	Công ty TNHH Glory Oceanic
	Công ty TNHH RK Resources
	Công ty TNHH Hào Hưng Quảng Ngãi
	CTCP Kaiser 1
	Woodworth wooden
	Nguồn: Tổng cục hải quan,VNDIRECT RESEARCH

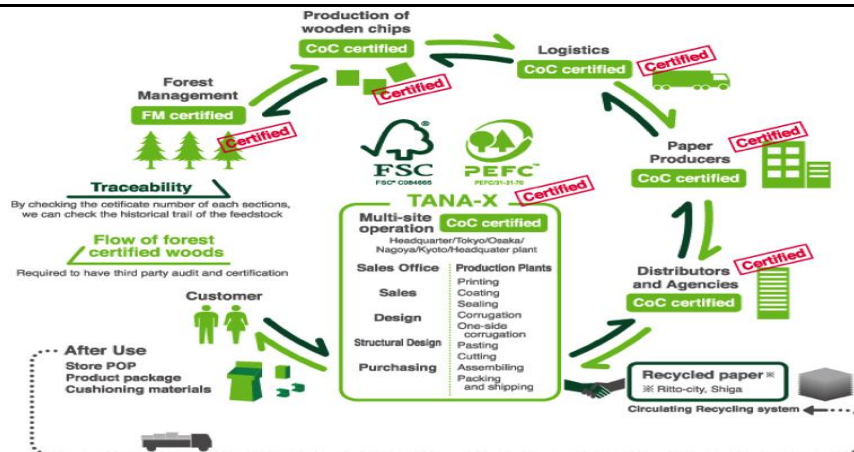
Sở hữu chứng chỉ FSC là một lợi thế kinh doanh lớn

Forest Stewardship Council (FSC) là chứng chỉ do tổ chức FSC cấp nhằm xác minh nguồn gốc, quy trình khai thác và sản xuất thành phẩm gỗ phù hợp với luật pháp quốc tế và các quy định về bảo vệ môi trường. FSC có 3 loại chứng chỉ:

- (1) FSC-FM (Chứng chỉ Quản lý Rừng)
- (2) FSC-CoC (Chứng chỉ Quy trình Giám sát Nguồn gốc);
- (3) FSC-CoC / CW (Chứng nhận gỗ có kiểm soát FSC).

PTB sở hữu hai chứng chỉ FSC-FM và FSC-CoC nhờ sở hữu vùng nguyên liệu được chứng nhận FSC-FM tại Tây Nguyên và Quảng Nam, dây chuyền sản xuất đáp ứng đầy đủ các nguyên tắc của chuỗi sản phẩm. Ngoài ra, PTB có hợp đồng hợp tác với các nhà cung cấp gỗ nguyên liệu lớn như Sudima và Thành Danh. Theo ban lãnh đạo, PTB đã tự chủ khoảng 40% nguyên liệu đầu vào.

Hình 10: PTB sở hữu cả hai chứng chỉ FSC-FM và FSC-CoC



Nguồn: FSC, VNDIRECT RESEARCH

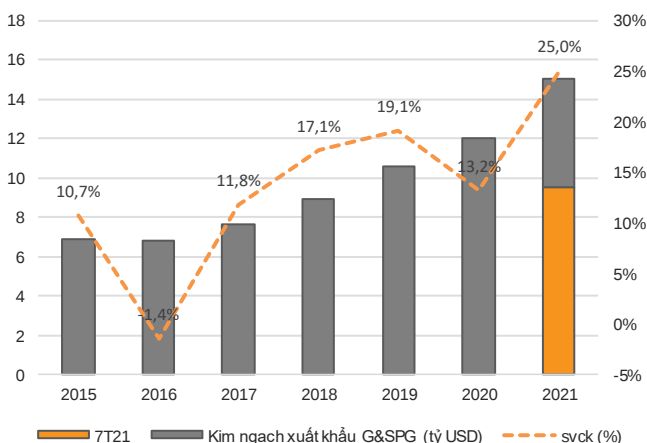
Hiện tại, 70% gỗ nguyên liệu của PTB đến từ thị trường trong nước với 100% nguồn gốc xuất xứ được chứng nhận FSC. Ngoài ra, PTB còn nhập khẩu gỗ nguyên liệu từ Mỹ, Papua New Guinea (PNG), Uruguay và Malaysia - đều nằm trong top 15 quốc gia cung cấp gỗ lớn nhất cho Việt Nam.

Với chứng chỉ FSC, PTB đạt mọi yêu cầu để mở rộng hoạt động kinh doanh ở cả thị trường Hoa Kỳ và EU. Theo thống kê của FSC, tính đến ngày 21/3/21, mới chỉ có 10% doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ của Việt Nam sở hữu đầy đủ chứng chỉ FSC.

G&SPG đang hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng của thị trường Mỹ

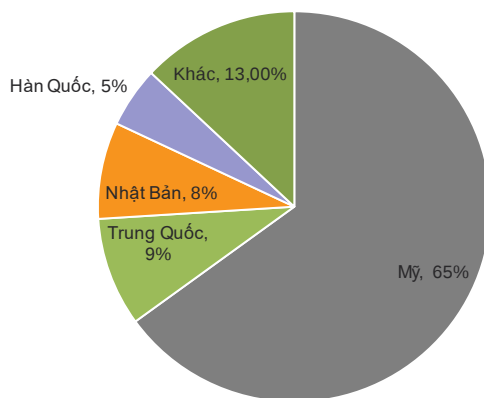
Mỹ - thị trường xuất khẩu G&SPG lớn nhất của Việt Nam, đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 14% về giá trị xuất khẩu trong giai đoạn 2015-20. Đáng chú ý, kim ngạch xuất khẩu của thị trường Mỹ tăng 93% svck lên 5,1 tỷ USD, chiếm 65% kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam. Chúng tôi tin rằng nhu cầu mua nhà bùng nổ sẽ làm tăng nhu cầu mua sắm đồ nội thất của người dân Mỹ. Grand View Research dự báo giá trị thị trường đồ nội thất bằng gỗ của Hoa Kỳ tăng trưởng với CARG là 7,9% trong giai đoạn 2021-27F, được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng đáng kể của các công trình xây dựng nhà ở dân dụng và 2) xu hướng sử dụng đồ nội thất bằng gỗ nhờ tính thẩm mỹ vượt trội.

Hình 11: Kim ngạch xuất khẩu của G&SPG trong 7T21 tăng 55% svck, đạt 9.58 tỷ USD



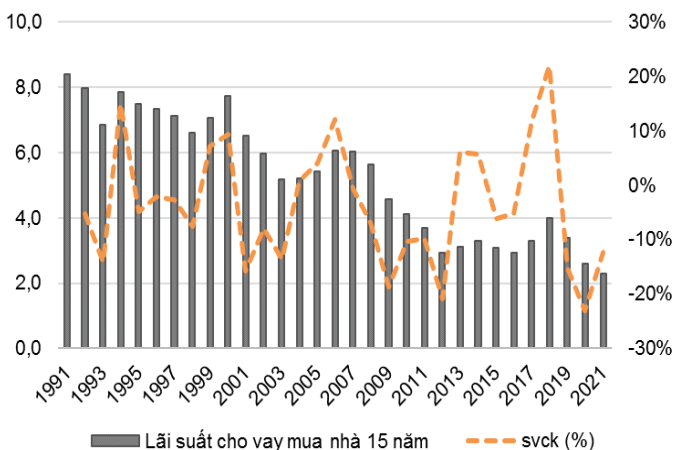
Nguồn: VNDIRECT

Hình 12: Mỹ là thị trường xuất khẩu G&SPG lớn nhất của Việt Nam trong 6T21



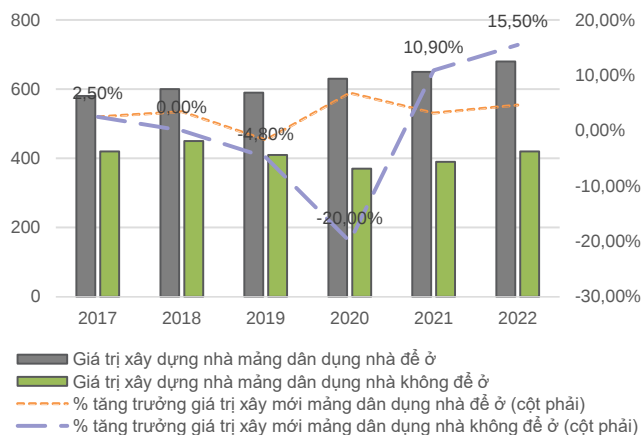
Nguồn: VNDIRECT

Hình 13: Lãi suất cho vay mua nhà tại Mỹ đang thấp nhất kể từ năm 1991 (%)



Nguồn: OLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Giá trị xây dựng mới mảng nhà không để ở tại Mỹ dự kiến sẽ tăng 15,5% so với cùng kỳ vào năm 2022



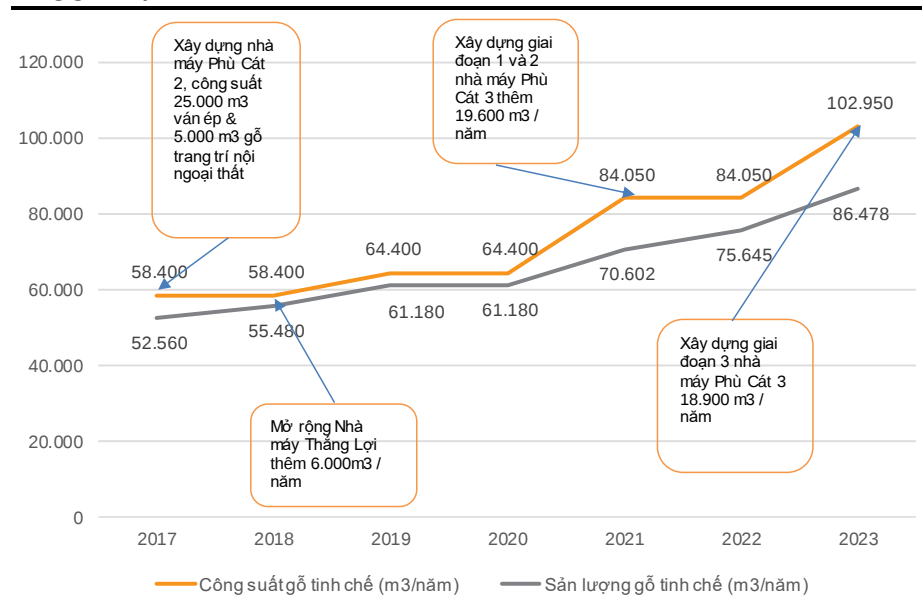
Nguồn: Dodge Data & Analytics, VNDIRECT RESEARCH

PTB đang có sự chuẩn bị tốt để nắm bắt nhu cầu ngày càng tăng từ thị trường Mỹ

Hiện tại, PTB đang vận hành 4 nhà máy chế biến gỗ gồm các nhà máy Vina G7 (Đồng Nai), Phú Tài (Đồng Nai), Phú Cát (Bình Định) và Thắng Lợi (Bình Định) với tổng công suất 50.000 m³ gỗ nguyên liệu và 84.050 m³ gỗ tinh chế (trong đó 35.000 m³ ván ép và 49.050 m³ đồ gỗ nội ngoại thất).

PTB đang tiến hành xây dựng nhà máy Phú Cát số 3 với ba giai đoạn: giai đoạn 1 (2013,4 tỷ đồng; T9/20 – T3/21), giai đoạn 2 (34,3 tỷ đồng từ T4/21 – T6/21) và giai đoạn 3 (93,5 tỷ đồng; Q3/21-Q4/22). Chúng tôi ước tính khi hoàn thành và đưa vào sản xuất nhà máy Phú Cát số 3 vào năm 2023, công suất chế biến gỗ của PTB sẽ đạt 102.050 m³/năm (+ 59,8% công suất sv năm 2020).

Hình 15: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng gỗ tinh chế của PTB sẽ tăng trưởng CAGR 10,8% trong giai đoạn 2021-23



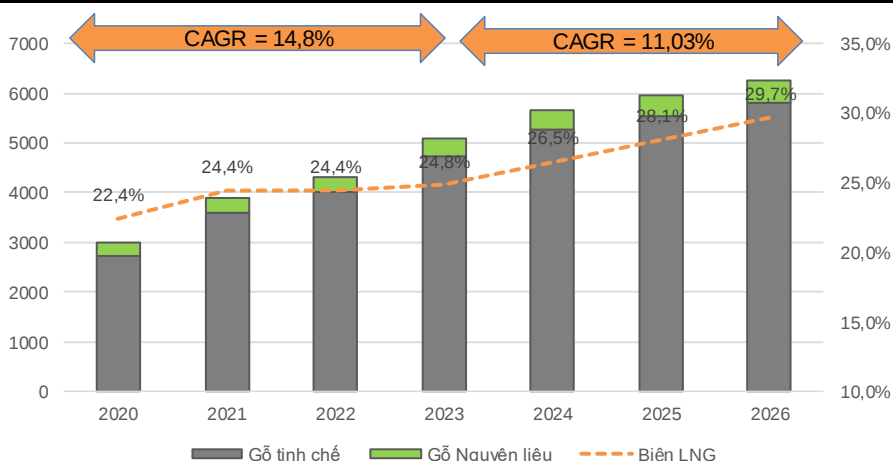
Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng gỗ sẽ tăng trưởng kép 14,8% trong giai đoạn 2021-23

Nhờ hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, chúng tôi kỳ vọng rằng đơn đặt hàng của PTB từ thị trường Mỹ sẽ tiếp tục tăng do các khách hàng lớn ở Mỹ sẽ tiếp tục chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang các nhà sản xuất gỗ tại Việt Nam có chứng chỉ FSC. Chúng tôi dự báo doanh thu gỗ từ thị trường Mỹ tăng trưởng 30%/ 20%/18% svck trong năm 2021/22/23.

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ gỗ của PTB sẽ đạt tăng trưởng kép 14,8% trong giai đoạn 2021-23 nhờ 1) nhu cầu về nội thất gỗ tăng mạnh mẽ từ thị trường Mỹ và 2) kế hoạch mở rộng công suất nhà máy của Phú Cát (tăng 60% so với công suất năm 2020). Chúng tôi cũng kỳ vọng biên LNG của PTB sẽ tăng lên 22,4% trong năm 2021-22 do chiến lược của PTB tập trung vào sản phẩm chất lượng cao (ghế sofa, phòng ngủ) với biên LNG cao hơn để xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Trong giai đoạn 2023-26, chúng tôi dự báo doanh thu từ gỗ của PTB sẽ đạt CAGR 11,03% chủ yếu nhờ nhà máy Phú Cát giai đoạn 3 đi vào hoạt động trong Q2/23.

Hình 16: Dự phóng Doanh thu từ G&SPG của PTB trong giai đoạn 2020-26 (Tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Sản xuất đá - Cơ hội bùng nổ từ sự phục hồi của thị trường xây dựng dân dụng

PTB sở hữu những mỏ đá lớn nhất Việt Nam và cung cấp nhiều loại sản phẩm đá

Từ năm 2017, PTB đã liên tục gia tăng trữ lượng đá thông qua các hoạt động mua bán và sáp nhập. Hiện nay, tổng trữ lượng của công ty khoảng 53,8 triệu m³, nằm trong số các công ty có trữ lượng đá lớn nhất cả nước. Hầu hết các mỏ đá của công ty đều tập trung ở Bình Định, Phú Yên, Đắk Nông, những nơi có chất lượng đá tốt nhất Việt Nam. Đáng chú ý, mỏ đá cẩm thạch lớn nhất của PTB tại Yên Bái là một lợi thế cạnh tranh lớn nhờ thời gian khai thác dài hạn (20 năm) và chất lượng đá ở mức rất cao. Hơn nữa, chi phí vận chuyển đá thường đắt đỏ do một khối đá có trọng lượng lên tới 2,75 tấn. Tuy nhiên các nhà máy của PTB đều nằm gần các mỏ đá, hỗ trợ PTB giảm chi phí vận chuyển trong giá thành sản xuất.

PTB đang vận hành 14 nhà máy chế biến với tổng công suất khoảng 7 triệu m²/năm, cung cấp nhiều loại sản phẩm đá cho thị trường trong nước, bao gồm đá ốp lát, đá thủ công và đá nghiền sàng. Sản lượng tiêu thụ của PTB khoảng 3 triệu m²/năm, chiếm 1/3 công suất và 20% tiêu thụ tại thị trường Nam Bộ.

Hình 17: Các mỏ đá của PTB

Mỏ	Trữ lượng (triệu m ³)	Tỉnh	Loại	Thời hạn
Sơn Triều	6,2	Bình Định	Granite	2035
Ngang	1,9	Bình Định	Granite	2031
Hòn Chà	0,2	Bình Định	Granite	2031
Núi Chùa Phú Mỹ	2,9	Bình Định	Granite	2033
Bazal Bon Pinao	2,4	Dak Nong	Granite	2037
Sơn Xuân	1,8	Phu Yen	Granite	2025
Mỹ Thắng	2,8	Quang Ngai	Granite	2033
Diên Tân	2,5	Khanh Hoa	Granite	2048
Hòa Quang Bắc	0,4	Phu Yen	Granite	2046
Yến Bái	29,2	Yen Bai	Marble	2040
Tổng	53,8			

Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: PTB sở hữu số lượng lớn các mẫu đá ốp lát với 38 mẫu đá

Công ty	Mẫu đá granite	Mẫu đá marble	Tổng
Hoàn Cầu granite	29	29	58
Granite Tân Long	23	12	35
CTCP Phú Tài	22	8	30
Granite Sơn Trà	24	0	24
Granite Qui Long	16	0	16
Granite Hoàng Việt	16	0	16
Granite Tân Trung Nam	12	0	12

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PTB cung cấp các loại đá ốp lát (granite và marble) cho các công trình dân dụng như đá ốp tường trong nhà và ngoài trời, bàn bếp, lavabo, đá lát lối đi sân vườn, các sản phẩm đá ốp lát vỉa hè đi bộ, đá lăng mộ và đá thủ công. Trong đó, đá granite chiếm khoảng 70% doanh thu từ mảng đá của PTB. Bên cạnh đó, PTB cũng sản xuất đá nghiền sàng và đá thủ công để xây dựng cơ sở hạ tầng nhưng chỉ đóng góp trung bình 5% vào doanh thu đá của PTB. Hầu hết các sản phẩm đá của PTB được tiêu thụ tại thị trường Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội thông qua một số khách hàng lớn như Công ty TNHH Hưng Thịnh và Công ty Cổ phần Đá Việt Hà. Sản phẩm đá của PTB có thể được xếp vào phân khúc trung cấp do giá cả và chất lượng.

Hình 19: Sản phẩm đá của PTB



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Nhờ sở hữu nhiều mỏ đá với chất lượng cao, sản phẩm đa dạng nên giá đá PTB chỉ thấp hơn các sản phẩm nhập khẩu từ Ấn Độ, Brazil, EU.

Đối thủ cạnh tranh của PTB hầu hết bao gồm những doanh nghiệp nhỏ có xu hướng chỉ sở hữu từ một mỏ đến 2 mỏ đá. Những đối thủ đáng chú ý đang khai thác nhiều hơn một mỏ bao gồm Everland (bốn mỏ), Hoàn Cầu (bốn mỏ), Khánh Thành (ba mỏ) và Bách Việt (hai mỏ). Bên cạnh các doanh nghiệp trong nước, PTB phải đối mặt với các sản phẩm từ thị trường nước ngoài. Theo số liệu của Trung tâm Thương mại Quốc tế và Bộ Công Thương, đá nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc và Ấn Độ chiếm khoảng 1/3 sản lượng tiêu thụ đá ốp lát của Việt Nam vào năm 2020. Các sản phẩm nhập khẩu này cạnh tranh ở cả phân khúc thấp (gạch lát nền, đá ốp lát và đá ốp lát) và phân khúc cao cấp (phiến đá granit và đá cẩm thạch được đánh bóng).

Hình 20: Giá bán lẻ một số loại đá ốp lát

Màu đá	Nguồn gốc	Giá (nghìn VND/m ²)
Granite		
Trắng	Ấn Độ	920
	Bình Định (*)	700
	Phan Thiết	680
	Khánh Hòa	600
Vàng	Brazil	1400
	Bình Định (*)	900
Đen	Phú Yên (*)	850
	Huế	650
	Ấn Độ	1450
	Bình Định	700
Xám	Bình Định (*)	1500
	Na Uy	2400
Marble		
Trắng	Yên Bái (*)	1900
	Italia	2300
	Hy Lạp	2500

(*) Loại đá PTB đang sở hữu

Nguồn: dahoacuong.vn, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Hầu hết các đối thủ cạnh tranh của PTB là công ty tư nhân

Công ty	Mô	Màu đá
Granite		
PTB	Sơn Triều	Vàng, Trắng
	Ngang	Trắng
	Hòn Chà	Vàng, Trắng
	Núi Châu Phú Mỹ	Trắng
	Bazal Bon Pinao	Xám
	Sơn Xuân	Đen
	Mỹ Thắng	Vàng
	Diễn Tân	Trắng
	Hoà Quang Bắc	N/a
Everland	Thanh Hoá	Xám
	Bình Định	Trắng, Vàng
	Tuyên Quang	Trắng
Hoan Cau	An Trường, Bình Định	Đỏ
	Sơn Rai, Bình Định	Tím
	Phú Mỹ, Bình Định	Trắng
	Hòn Chà, Bình Định	Trắng
Marble		
PTB	Yên Bái	Trắng
Cbitech	Yên Bái	Trắng
Luc Yên	Yên Bái	Trắng
Quang Phát	Yên Bái	Trắng

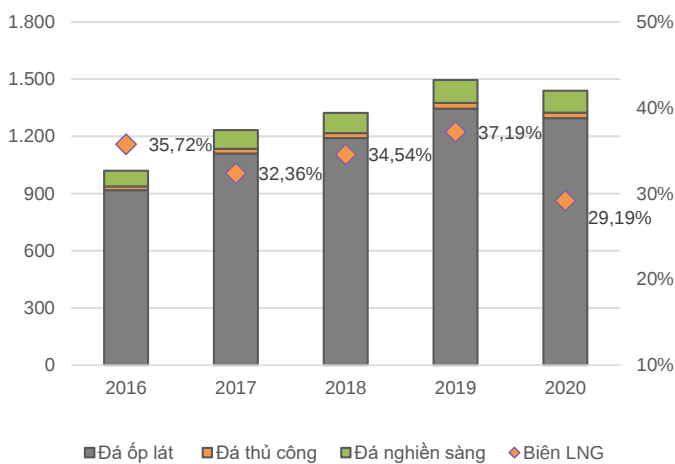
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Sản lượng đá năm 2020 sụt giảm do ảnh hưởng bởi Covid-19

Hoạt động kinh doanh đá có kết quả hoạt động ổn định trong 5 năm với tốc độ CAGR về doanh thu đạt 9,0% trong giai đoạn 2016-20, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng của xây dựng nhà ở trong nước. Tuy nhiên, Covid-19 ảnh hưởng nặng nề đến cả phân khúc xây dựng dân dụng và vật liệu xây dựng, bao gồm cả sản phẩm đá trong 1H20. Mặc dù có sự phục hồi trong nửa cuối năm 20 nhưng sản lượng tiêu thụ của PTB trong năm 2020 chỉ đạt 2,8 triệu tấn m2 (-2% svck). Kết quả là, doanh thu mảng đá của PTB trong năm 2020 giảm 4% svck, xuống còn 1,439 tỷ đồng.

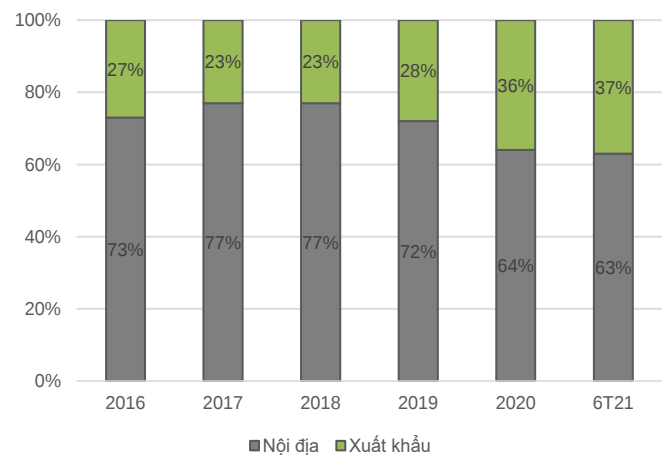
Biên LNG từ sản xuất đá của PTB tiếp tục duy trì ở mức cao, trung bình 34,9% trong giai đoạn 2016-19. Năm 2020, tỷ suất lợi nhuận gộp từ đá của PTB giảm 8% svck do PTB tăng cường chiết khấu để giảm lượng hàng tồn kho và tăng dòng tiền trong bối cảnh tiêu thụ đá tự nhiên trong nước giảm. Sau đó, biên LNG của PTB tiếp tục thu hẹp 2,4 điểm % svck do sự gián đoạn liên quan đến COVID-19 và thiếu hụt container vận chuyển trên toàn thế giới.

Hình 22: Đá ốp lát chiếm 96% doanh thu từ đá của PTB vào năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Phần lớn doanh thu đá của PTB đến từ thị trường nội địa

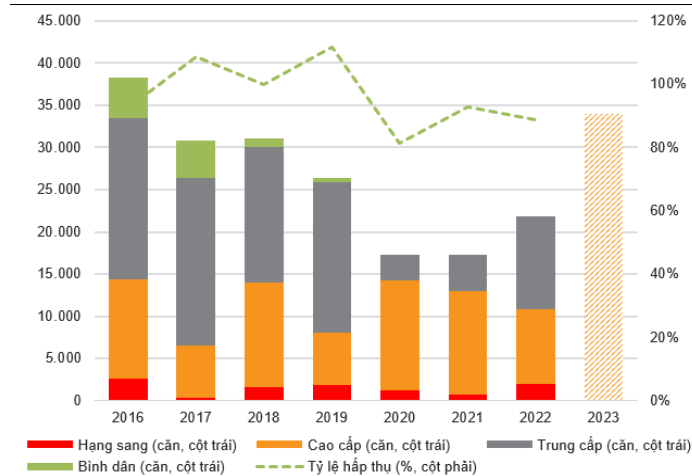


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhu cầu mạnh mẽ từ xây dựng dân dụng thúc đẩy tăng trưởng doanh thu sản xuất đá vào năm 2022

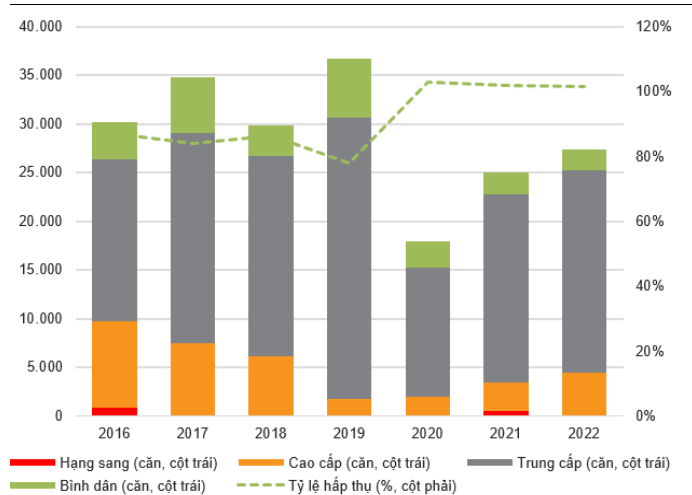
Động lực tăng trưởng chính của phân khúc đá của PTB đến từ triển vọng của ngành bất động sản nhà ở, đặc biệt là từ hai thị trường chính của PTB (Hà Nội và TP. HCM). Chúng tôi kỳ vọng thị trường căn hộ phía Nam sẽ ấm dần lên về nguồn cung căn hộ kể từ năm 2022 trở đi. Sau khi một số quy định mới được ban hành trong 2020 như Nghị định 148 và Luật Xây dựng sửa đổi 2020, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM có thể phục hồi từ 2022, cụ thể tăng 26,2% svck trong 2022 và 55,7% svck trong 2023. Phân khúc trung cấp sẽ đóng góp 30-50% vào tổng nguồn cung. Chúng tôi tin rằng thị trường nhà ở tại ngoại thành TP HCM như Cần Giờ, Nhà Bè, Bình Chánh và TP Thủ Đức sẽ tiếp tục đáng chú ý trong nửa cuối 2021 và năm 2022 nhờ vào các dự án phát triển cơ sở hạ tầng. Trong khi đó, với việc khôi phục các dự án bị trì hoãn từ nửa cuối năm 2021 do Covid-19, trong năm 2022, chúng tôi dự báo nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội vào năm 2022 sẽ ghi nhận mức tăng 35-50% svck lên 27.000-32.000 căn.

Hình 24: Nguồn cung căn hộ mới tại TP HCM được kỳ vọng sẽ phục hồi từ 2022 nhờ nới lỏng pháp lý



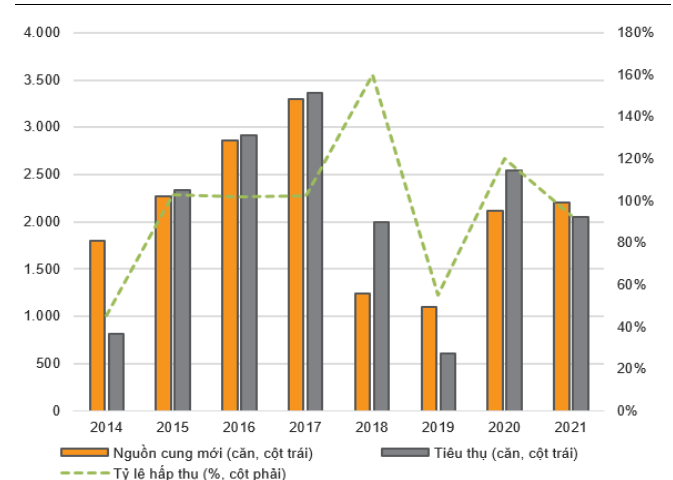
Nguồn: CBRE, SAVILLS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Nguồn cung căn hộ mới tại Hà Nội phục hồi trong 2021-22 nhờ đóng góp ổn định từ các đại dự án của Vinhomes



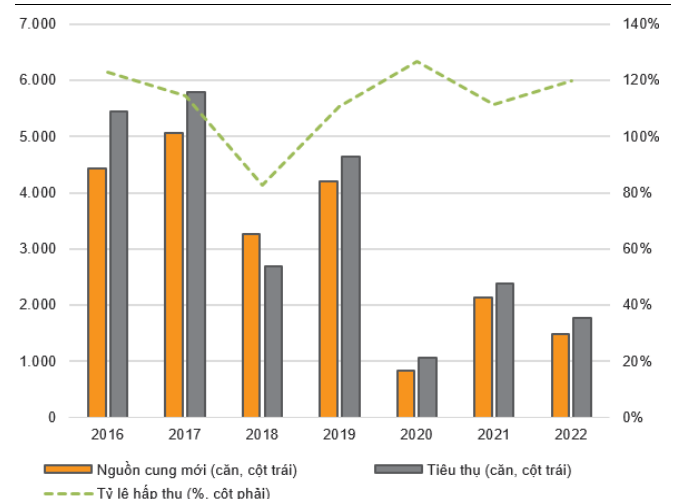
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Nguồn cung nhà liền thổ tại TP HCM trong nửa cuối 2021 sẽ đến từ các dự án khu đô thị đã mở bán trước đó



Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Nguồn cung nhà liền thổ ẩm đạm tại Hà Nội, các tỉnh lân cận là điểm sáng



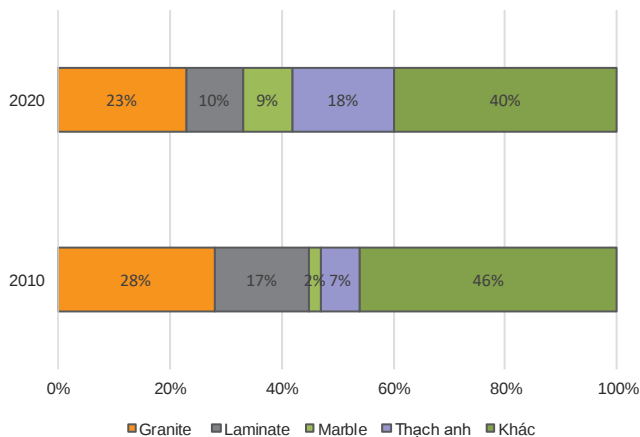
Nguồn: CBRE, VNDIRECT RESEARCH

Đá thạch anh là động lực mới cho xuất khẩu đá của PTB trong 2022-23

Chúng tôi kỳ vọng đá thạch anh của Việt Nam sẽ giành được thị phần của Mỹ trong năm 2021-23 do Mỹ đã áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với các sản phẩm đá thạch anh từ Trung Quốc (297% - 337%), Ấn Độ (3,19% - 5,15%) và Thổ Nhĩ Kỳ (tăng 5,17%) – những đối thủ cạnh tranh chính của Việt Nam tại thị trường Mỹ.

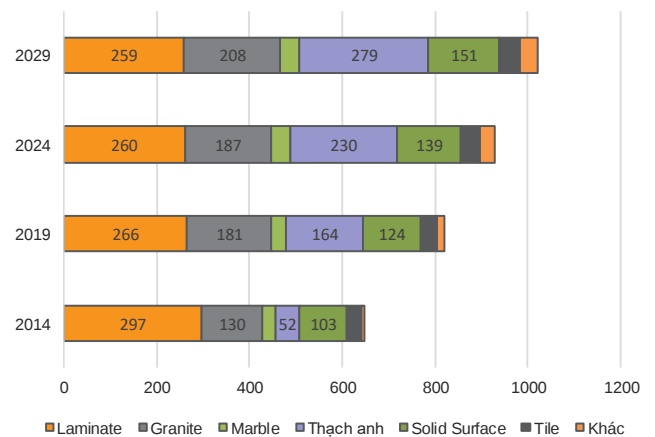
PTB đã đầu tư vào một nhà máy thạch anh mới tại Đồng Nai, dự kiến đi vào hoạt động vào Q4/21 với công suất 450.000m². Công ty đặt mục tiêu xuất khẩu thạch anh đã qua chế tạo sang các thị trường Mỹ và Úc, những thị trường chiếm 60% lượng tiêu thụ đá thạch anh toàn cầu vào năm 2020. Chúng tôi dự kiến doanh thu của đá thạch anh sẽ đạt 300 tỷ đồng/420 tỷ đồng trong năm 2022-23, chiếm 15,4% trong 16,8% doanh thu từ đá của PTB.

Hình 28: Đá thạch anh chiếm 18% thị phần vào năm 2020



Nguồn: The Freedonia group, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Nhu cầu đá tại thị trường Mỹ năm 2014-29F

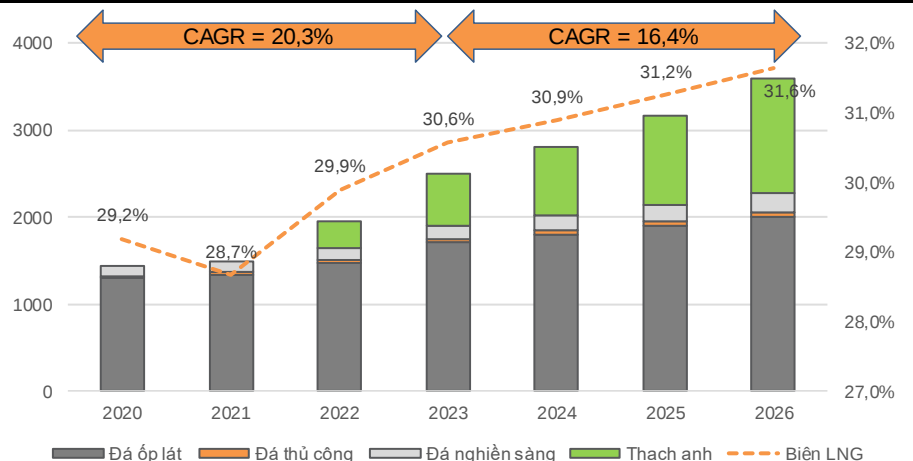


Nguồn: The Freedonia group, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng đá của PTB sẽ đạt CAGR 20,3% trong 2020-23

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng đá từ thị trường nội địa (65% tổng doanh thu từ đá năm 2021F) tăng nhẹ 3% svck nhờ hoạt động xây dựng nhà ở cải thiện trong Q4/21, trong khi doanh thu xuất khẩu sẽ giảm 10% svck do sự gián đoạn liên quan đến COVID-19 và thiếu hụt container vận chuyển toàn cầu. Trong năm 2022/23, chúng tôi dự báo doanh thu của đá tự nhiên sẽ tăng 31,0%/17,9% svck, nhờ mức nền thấp trong năm 2021 và các đợt tiêm chủng vaccine mới sẽ diễn ra trong năm 2022. Chúng tôi dự báo biên LNG mảng đá sẽ cải thiện lên 29,9%/30,6% trong 2022/23 nhờ đóng góp lớn hơn từ mảng đá thạch anh với biên LNG cao hơn.

Hình 30: Dự phóng doanh thu mảng đá của PTB trong giai đoạn 2020-26F



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Phân phối ô tô: Chờ đợi sự trở lại vào năm 2022 sau sự phục hồi của ngành công nghiệp ô tô Việt Nam

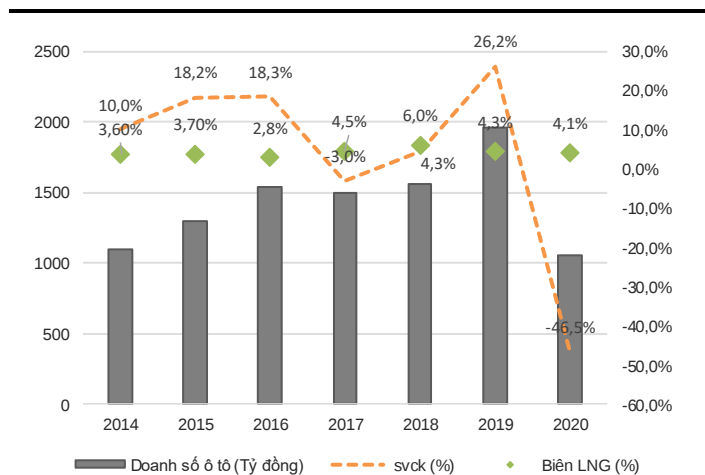
Covid-19 và sự thiếu hụt ô tô nhập khẩu đã làm giảm doanh số bán ô tô của PTB trong giai đoạn 2020-1H21

PTB là đại lý 3S của Toyota Việt Nam với hai showroom tại Bình Định và Đà Nẵng. Việc phân phối xe hơi của PTB tương đối khó khăn trong ba năm qua. Doanh thu phân phối ô tô có kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2019 nhờ

mức nền thấp năm 2018 do ảnh hưởng bởi tình trạng khan hiếm ô tô nhập khẩu. Nhưng sau đó, hoạt động kinh doanh xe hơi bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch, dẫn đến doanh thu giảm mạnh lần lượt là 41% yoy và 11% yoy trong năm FY20 và 6T21. Hiện tại, mảng kinh doanh xe hơi đóng góp 16% vào doanh thu của PTB và 4,1% vào lợi nhuận gộp của PTB.

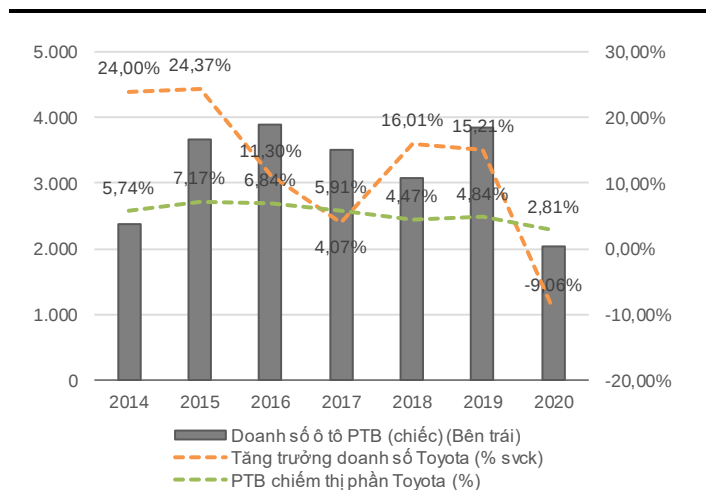
Tại thời điểm năm 2020, PTB chiếm khoảng 2,81% doanh số bán xe Toyota tại Việt Nam. Trong khi đó, Toyota sở hữu 17,5% thị phần xe bán ra tại Việt Nam trong năm 2020. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng phân phối ô tô đạt khoảng 4,8% trong giai đoạn 2017-6T21, thấp hơn so với các công ty cùng ngành do chính sách chiết khấu của Toyota thấp hơn các nhà sản xuất ô tô khác như Mercedes, Ford. Trong 6T/21, biên LNG tăng 1,4 điểm % sv năm 2020 nhờ công ty đã cắt giảm chi phí khuyến mãi và năng suất bán hàng được cải thiện.

Hình 31: Doanh số ô tô vào năm 2020 giảm 46,5% svck do Covid-19



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 32: Doanh số ô tô của PTB chiếm 2,8% thị phần Toyota năm 2020

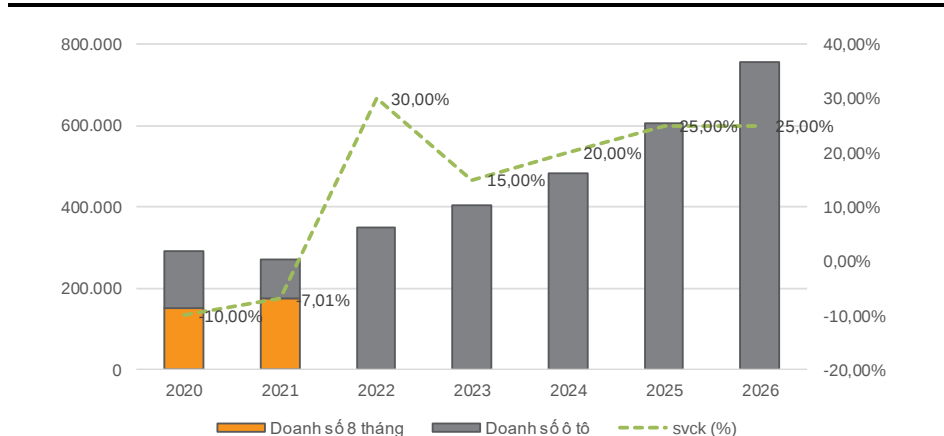


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán ô tô của PTB sẽ tăng trưởng trở lại vào năm 2022 sau sự phục hồi của ngành ô tô Việt Nam

Chúng tôi ước tính doanh số bán ô tô tại Việt Nam năm 2021 giảm 10% svck, xuống còn 360,000 chiếc vào năm 2021 chủ yếu do 1) đợt bùng phát Covid-19 lần thứ 4 kéo dài đã gây ảnh hưởng nặng nề đến nhiều đại lý ô tô trên cả nước, 2) ưu đãi lệ phí trước bạ thông qua Nghị định 70/2020/NĐ-CP sẽ không áp dụng trong 6 tháng cuối năm 2021.

Hình 33: Doanh số bán ô tô trong tháng 8/21 đạt mức thấp nhất kể từ năm 2015 (8.800 chiếc)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi tin rằng nhu cầu dồn nén trong nửa cuối năm 2021 sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán ô tô trong năm 2022. Ngoài ra, tỷ lệ sở hữu ô tô tại Việt Nam vẫn còn thấp và sự gia tăng số lượng mẫu xe mới có thể hỗ trợ tăng trưởng doanh số bán ô tô trong năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng lượng xe phân phối của PTB sẽ tăng trở lại vào năm 2022F vì Toyota sẽ tung ra các mẫu xe mới trong Q1/22, như Corolla Altis, Raize, Hilux. Chúng tôi kỳ vọng mảng phân phối ô tô của PTB trong năm 2021-22 lên 1.094 tỷ đồng (-6,4% svck) và 1.498 tỷ đồng (22,5% svck).

Tham gia vào lĩnh vực bất động sản tại khu vực miền Nam Việt Nam

Dự án bất động sản đầu tiên của PTB, Phú Tài Residence, nằm ở khu trung tâm của Quy Nhơn và chỉ cách bãi biển Quy Nhơn khoảng một km. Dự án sẽ bán ra 634 căn hộ để đáp ứng nhu cầu gia tăng nhà ở tại Quy Nhơn. Dự án được khởi công xây dựng vào năm 2019 và sẽ hoàn thành vào Quý 3/2021. Tỷ lệ lấp đầy hiện tại của dự án này là khoảng 45% và số còn lại dự kiến sẽ được bán vào năm 2022. Mức giá trung bình từ 25-35 triệu đồng/m², tương đương với các dự án khác tại TP Quy Nhơn như I-Tower. (30,5 tr/m²), Grand Center (38 tr/m²). Theo ban lãnh đạo, tiến độ xây dựng của dự án đang được tiến hành để bàn giao vào 2H21. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu bất động sản của PTB lần lượt đạt 600 tỷ đồng và 653 tỷ đồng trong năm 2021 và 2022.

Hình 34: Phú Tài Residence



- Loại dự án: Dự án căn hộ
- Vị trí: Quy Nhơn, Bình Định
- Sản phẩm: 622 căn hộ, 12 trung tâm thương mại.
- Hiện trạng: Dự kiến năm 2021 bàn giao căn hộ 50%.
- Mở bán: 2019
- Tổng đầu tư: 876 tỷ đồng

Nguồn: PTB, VND RESEARCH

Hình 35: Các dự án căn hộ đáng chú ý tại Quy Nhơn, Bình Định

	Dự án	Số căn	Loại căn hộ	Diện tích(m ²)	Hoàn thành	Giá (triệu VND/m ²)
	Quy Nhơn Melody	1360	Hai tòa, 35 tầng	7105	2020	30-25
TM	Luxury Hotel & Residence	1040	Một tòa , 42 tầng	2600	2020	30
	FLC Tower Quy Nhơn	880	Hai tòa , 32 tầng	8570	2019	35
	Altara Residence Quy Nhơn	479	Một tòa , 40 tầng	2664	2021	35
	I Tower Quy Nhơn	993	Hai tòa , 36 tầng	10748	2020	30,5
	Phu Tài Residence	634	Một tòa , 33 tầng	5830	2021	28

Nguồn: batdongsan.com, VNDIRECT RESEARCH

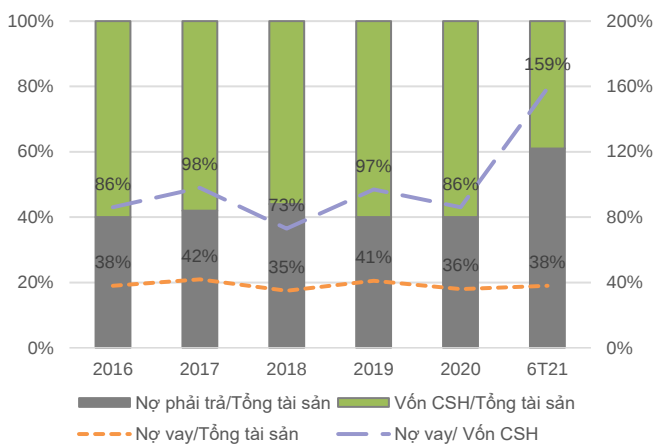
Sức khỏe tài chính lành mạnh

Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của PTB luôn được duy trì trên 20% trong giai đoạn 2016-19. Tuy nhiên, trong năm 2017/18, ROE lần lượt giảm 3,9% điểm và 9,5% điểm% svck do tăng vốn chủ sở hữu cao hơn nhờ trả cổ tức bằng cổ phiếu (tương ứng với tỷ lệ 20% và 50%). Năm 2020 chứng kiến ROE giảm bởi LNR giảm 17,7% do tác động của Covid-19. Tuy nhiên, công ty vẫn giữ biên LNG ổn định ở các mảng kinh doanh cốt lõi trong giai đoạn 2016/20. Chúng tôi kỳ vọng ROE sẽ vượt mức 20%, đạt 22,4% trong năm 2021 nhờ kết quả kinh doanh khả quan trong 6T/21.

Doanh thu của PTB tăng trưởng ổn định trong giai đoạn 2015-20 do liên tục mở rộng quy mô sản xuất và chế biến đối với hai mảng đá và gỗ. Trong giai đoạn 16-20, tổng tài sản của PTB tăng 3,8 lần và giá trị tài sản cố định tăng 4,1 lần. Tỷ lệ đòn bẩy tài chính nhỏ hơn 1 với tỷ lệ tổng nợ trên vốn chủ sở hữu bình quân là 88%. Chúng tôi cho rằng tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp là một lợi thế của PTB trong việc kiểm soát tình hình tài chính của mình, đặc biệt trong bối cảnh 3 mảng kinh doanh chính đang bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19.

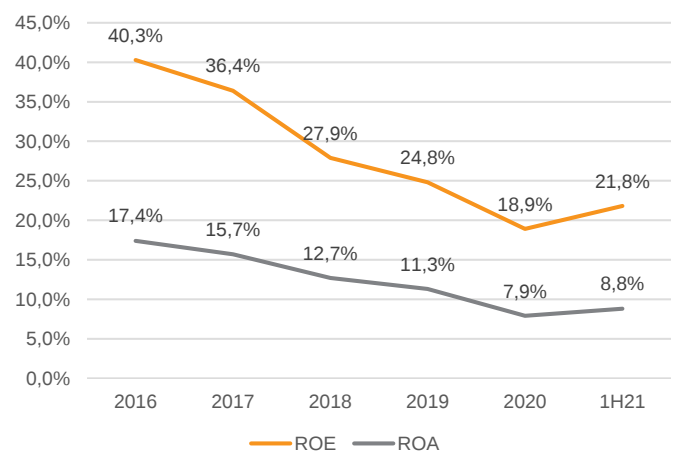
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của PTB vẫn khả quan trong giai đoạn 2016-6T21. Theo quan điểm của chúng tôi, công ty đang hoạt động ổn định, không gặp khó khăn về thu hồi nợ và tồn kho. Do đó, PTB có thể giảm thiểu chi phí tài chính trong trường hợp cần huy động vốn. Trong khi đó, số ngày tồn kho của PTB tăng mạnh trong giai đoạn 2018-20 do đơn hàng gỗ tăng trưởng mạnh từ năm 2018 và dự án bất động sản kể từ năm 2019.

Hình 36: Cơ cấu nguồn vốn ổn định với tỷ lệ nợ / tổng tài sản ở mức 39,0%



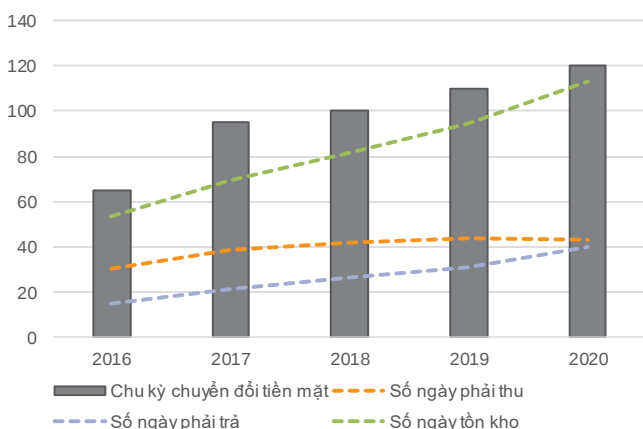
Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 37: Tỷ suất sinh lời giảm mạnh vào năm 2020 do ảnh hưởng của Covid-19



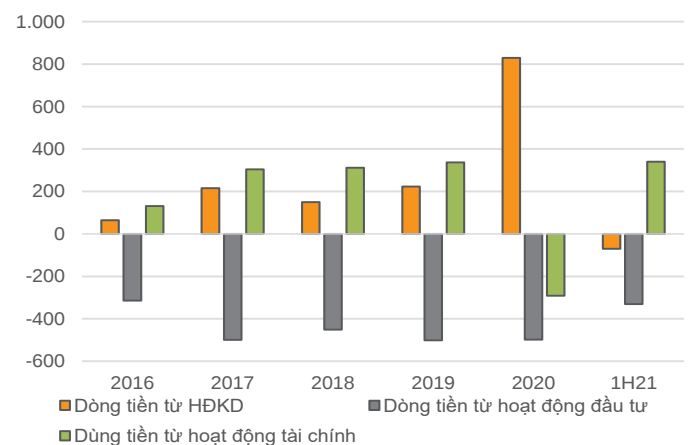
Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 38: Cơ cấu nguồn vốn ổn định với tỷ lệ nợ / tổng tài sản ở mức 39,0%



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 39: Tỷ suất sinh lời giảm mạnh vào năm 2020 do ảnh hưởng của Covid-19



Nguồn: PTB, VNDIRECT RESEARCH

Dự phóng KQKD của PTB giai đoạn 2021-23F

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PTB sẽ tăng trưởng lần lượt 26,11% và 51,9% yoy nhờ:

- Doanh thu mảng gỗ tăng trưởng 29,4% svck do nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường Mỹ. Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu đồ nội thất bằng gỗ sẽ tiếp tục giành được thị phần tại Mỹ trong năm 2021, được củng cố bởi chi phí nhân công thấp và chiến tranh thương mại Mỹ - Trung.
- Chúng tôi dự phóng PTB sẽ bàn giao 48% số căn hộ trong 2021 và 52% trong năm 2022.

Đối với năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PTB sẽ tăng trưởng 19,2% svck và lợi nhuận ròng tăng 20% svck nhờ:

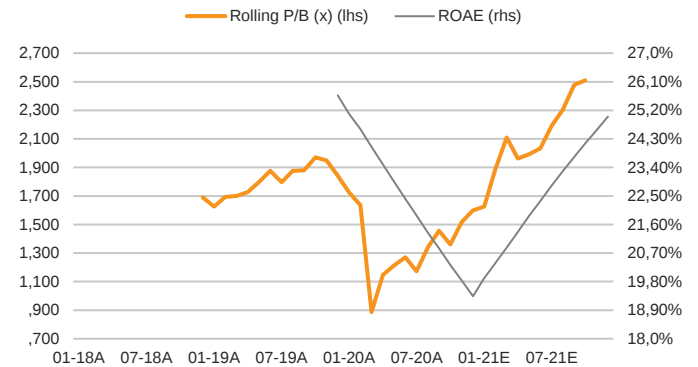
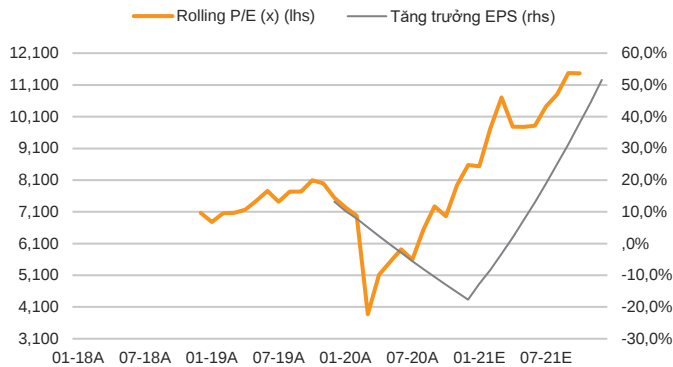
- Doanh thu mảng gỗ tăng 11,7% svck sau khi tăng trưởng mạnh 29,4% trong năm 2021.
- Doanh thu của mảng đại lý ô tô tăng trưởng 38,0% svck nhờ sự phục hồi của ngành Việt Nam.
- Biên LNG giảm 0,2% xuống 22,5% do mảng có biên LNG thấp đóng góp cao hơn trong cơ cấu sản phẩm.

Hình 40: Dự báo của VNDirect về KQKD của PTB trong giai đoạn 2021-23

Đơn vị (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	5.601	7.064	8.419	9.375
% svck	1%	26,11%	19,19%	11,35%
Gỗ	3.004	3.889	4.318	5.093
Đá	1.439	1.491	1.950	2.507
Phân phối ô tô	1.159	1.084	1.498	1.775
Bất động sản	-	600	653	0
% Doanh thu				
Gỗ	53,6%	55,1%	51,3%	54,3%
Đá	25,7%	21,1%	23,2%	26,7%
Phân phối ô tô	21,7%	15,3%	17,8%	18,9%
Bất động sản	0,0%	8,5%	7,8%	0,0%
LNG	1141	1603	1897	2105
Biên LNG	20,4%	22,7%	22,5%	22,5%
LNG Gỗ	22,4%	24,4%	24,4%	24,8%
LNG Đá	29,2%	28,7%	29,9%	30,6%
LNG phân phối ô tô	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%
LNG Bất động sản	0	30%	30%	
CPBH và CPQLDN	(756)	(901)	(1003)	(1130)
CPBH và CPQLDN/D1	13,5%	12,8%	11,9%	12,1%
LN trước thuế	462	719	862	963
Thuế	(83)	(144)	(172)	(193)
Thuế TNDN	379	575	689	771
LN ròng	359	544	651	728
EPS	7.016	10.636	12.749	14.256
% svck	-30%	52%	20%	12%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Định giá



Báo cáo KQ HKĐD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	5.601	7.064	8.419
Giá vốn hàng bán	(4.460)	(5.461)	(6.522)
Chi phí quản lý DN	(197)	(261)	(312)
Chi phí bán hàng	(422)	(494)	(589)
LN hoạt động thuần	522	847	996
EBITDA thuần	321	634	867
Chi phí khấu hao	201	213	130
LN HĐ trước thuế & lãi vay	522	847	996
Thu nhập lãi	24	16	18
Chi phí tài chính	(106)	(158)	(169)
Thu nhập ròng khác	23	14	17
TN từ các Cty LK & LD	0	0	0
LN trước thuế	462	719	862
Thuế	(83)	(144)	(172)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(21)	(32)	(38)
LN ròng	359	544	651
Thu nhập trên vốn	359	544	651
Cổ tức phổ thông	(151)	(153)	(153)
LN giữ lại	208	390	498

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	168	268	443
Đầu tư ngắn hạn	113	84	84
Các khoản phải thu ngắn hạn	824	898	1.070
Hàng tồn kho	1.440	1.560	1.794
Các tài sản ngắn hạn khác	159	377	616
Tổng tài sản ngắn hạn	2.704	3.187	4.008
Tài sản cố định	1.712	1.920	1.920
Tổng đầu tư	10	10	10
Tài sản dài hạn khác	279	232	277
Tổng tài sản	4.706	5.350	6.216
Vay & nợ ngắn hạn	1.397	1.625	1.936
Phải trả người bán	529	475	567
Nợ ngắn hạn khác	536	295	351
Tổng nợ ngắn hạn	2.462	2.395	2.854
Vay & nợ dài hạn	307	521	410
Các khoản phải trả khác	13	9	9
Vốn điều lệ và	486	511	511
LN giữ lại	380	751	1.212
Vốn chủ sở hữu	1.923	2.425	2.942
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	4.706	5.350	6.216

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	462	719	862
Khấu hao	213	130	196
Thuế đã nộp	(83)	(144)	(172)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0
Thay đổi VLD	114	108	(444)
LC tiền thuần HKĐD	706	813	442
Đầu tư TSCĐ	(480)	(470)	(219)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	33	15	13
Các khoản khác	5	16	18
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(442)	(438)	(189)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	30	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(85)	100	180
Dòng tiền từ HĐTC khác	12	(251)	(105)
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(151)	(153)	(153)
LC tiền thuần HĐTC	(223)	(274)	(78)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	127	168	268
LC tiền thuần trong năm	41	100	175
Tiền & tương đương tiền cuối kì	168	268	443

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	6,4%	7,7%	7,7%
Vòng quay TS	1,25	1,40	1,46
ROAA	8,0%	10,8%	11,3%
Đòn bẩy tài chính	2,42	2,31	2,15
ROAE	19,3%	25,0%	24,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	40,7	42,3	42,3
Số ngày nắm giữ HTK	118,2	104,3	100,4
Số ngày phải trả tiền bán	43,4	31,7	31,7
Vòng quay TSCĐ	3,34	3,89	4,38
ROIC	9,9%	11,9%	12,3%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,3	1,4
Khả năng thanh toán nhanh	0,5	0,7	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,2
Vòng quay tiền	115,6	114,8	111,0
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	0,9%	26,1%	19,2%
Tăng trưởng LN từ HKĐD	(16,1%)	62,2%	17,7%
Tăng trưởng LN ròng	(17,7%)	51,6%	19,9%
Tăng trưởng EPS	(17,7%)	51,6%	19,9%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền - Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Đức Hào – Chuyên viên Phân tích

Email: hao.nguyenduc@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>