

## CÔNG TY CỔ PHẦN PHÚ TÀI (HSX: PTB)

### Xuất Khẩu Gỗ Thúc Đẩy Tăng Trưởng

- Xuất khẩu gỗ thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn
- Tái cơ cấu mảng đá kỳ vọng duy trì tăng trưởng giữa khó khăn
- Tài chính lành mạnh và hiệu quả hoạt động ổn định

CTCP Phú Tài là một trong số ít doanh nghiệp khai thác, kinh doanh đá và gỗ niêm yết trên sàn. Giai đoạn 2014-18, khai thác đá là mảng kinh doanh cốt lõi, đóng góp trung bình (TB) 28,0% doanh thu và 57,3% lợi nhuận gộp. Sự ổn định ở hiệu quả khai thác nhờ trữ lượng lớn và đa dạng trong bán hàng giúp biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức 33,1%. Mặc dù tiêu thụ đang chững lại, triển vọng dài hạn vẫn tích cực dựa trên nhu cầu thi công hạ tầng và các dự án BĐS, du lịch-nghỉ dưỡng trong dài hạn. Lợi thế trữ lượng lớn (53 triệu m<sup>3</sup>, 13 mỏ đá - 2019) và chiến lược phù hợp, bao gồm đẩy mạnh xuất khẩu (chiếm 28,5% doanh thu) và tái cơ cấu sản phẩm, kỳ vọng giúp sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận tăng trưởng TB 13% trong 2019-23.

Mảng gỗ đang ghi nhận tăng trưởng rất tích cực, TB đạt 25,7%; trong đó, tăng trưởng xuất khẩu là 37,7%, gấp 3,8 lần tăng trưởng cả nước. Tranh chấp thương mại Mỹ-Trung tiếp tục thúc đẩy các đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ trong ngắn-trung hạn; trong khi động lực dài hạn hơn đến từ thị trường EU, đặc biệt là Anh, được hỗ trợ bởi hiệp định VPA/FLEGT và EVFTA. Sự tự chủ cao nguồn nguyên liệu hợp pháp với chứng nhận FSC-CoC và đầu tư tự động hóa khâu sản xuất là động lực bên trong hỗ trợ tăng trưởng bền vững. Rông Việt ước tính tăng trưởng doanh thu 15,5% và đóng góp lợi nhuận gộp tăng từ 29,7% (2014-18) lên 35,3% (2019-23).

Chúng tôi ưa thích khả năng tích lũy mỏ đá, dựa trên hơn 10 năm kinh nghiệm và năng lực tài chính lành mạnh. Nỗ lực tái cơ cấu sản phẩm, nhân sự và quy trình sản xuất ở cả mảng gỗ và đá là yếu tố quan trọng cho phát triển bền vững. Hoạt động phân phối và bảo hành ô tô, nhờ thị phần vượt trội của Toyota (TB 24,8%) và PTB tại miền Trung (TB 28,9%), đóng góp dòng tiền ổn định 80 - 120 tỷ/năm, giúp giảm áp lực chi phí trong quá trình tái cơ cấu và mở rộng.

Rông Việt đánh giá cao triển vọng dài hạn dựa trên khả năng mở rộng quy mô mảng đá và gỗ trong 2014-18. Công ty tăng cường huy động cho đầu tư mở, máy móc và vốn lưu động; đồng thời cải thiện cấu trúc tài chính khi hệ số D/E giảm từ 1,53 lần (2014) xuống 0,96 lần (6T2019). Hiệu quả hoạt động ấn tượng với CAGR LNST 28,1%. Sử dụng phương pháp Tổng các thành phần (SoTP), Rông Việt ước tính trị hợp lý cổ phiếu PTB đạt **86,600 đồng**, tương đương mức P/E dự phóng hiện tại 6,8 lần và mức sinh lời 27%, dựa trên giá đóng cửa ngày 20/09/2019. Chúng tôi khuyến nghị **"MUA"** đối với cổ phiếu này.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
Doanh thu thuần	3.971	4.719	5.552	6.179
Tăng trưởng (%)	8,5	18,8	17,7	11,3
LNST	345	385	476	593
Tăng trưởng (%)	29,8	11,6	23,7	24,7
Tỷ suất LNST (%)	8,7	8,2	8,6	9,6
ROA (%)	13,3	11,3	12,2	12,0
ROE (%)	32,9	23,9	26,7	27,4
EPS (VND)	13.934	8.227	10.061	12.542
Giá trị sổ sách/cổ phiếu (VND)	40.411	33.071	37.669	45.695
Cổ tức tiền mặt (VND)	860	1.092	3.181	2.392
P/E (x)	9,4	7,4	6,8	5,4
P/BV (x)	3,1	1,8	1,8	1,5

Nguồn: PTB, CTCK Rông Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 20/09/2019.

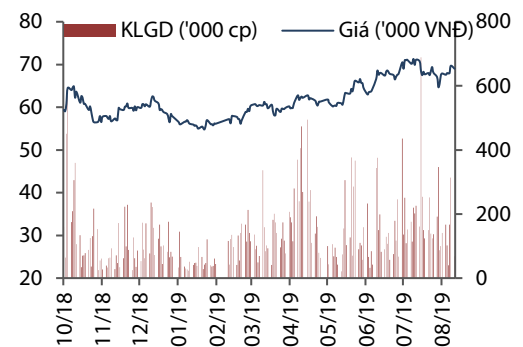
## MUA

**+27%**

Giá thị trường (VND)	68.200
Giá mục tiêu (VND)	86.600

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vật liệu xây dựng
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.287
SLCPDLH (triệu cp)	47,3
Beta	0,61
Free Float (%)	74,3
Giá cao nhất 52 tuần	71.500
Giá thấp nhất 52 tuần	54.512
KLGD bình quân 20 phiên	83.258



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
PTB	2,2	27,3	-11,2
VN30 Index	5,4	-4,8	15,0
VN-Index	3,9	0,3	22,7

### Cổ đông lớn (%)

Lê Vỹ	12,2
Lê Văn Thảo	7,5
Lê Văn Lộc	5,9
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	28,3

### Phạm Anh Thư

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1520

[thu.pa@vdsc.com.vn](mailto:thu.pa@vdsc.com.vn)

### Lại Đức Dương

(084) 028 - 6299 2006 - Ext 1522

[duong.ld@vdsc.com.vn](mailto:duong.ld@vdsc.com.vn)

### Xuất khẩu gỗ thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn

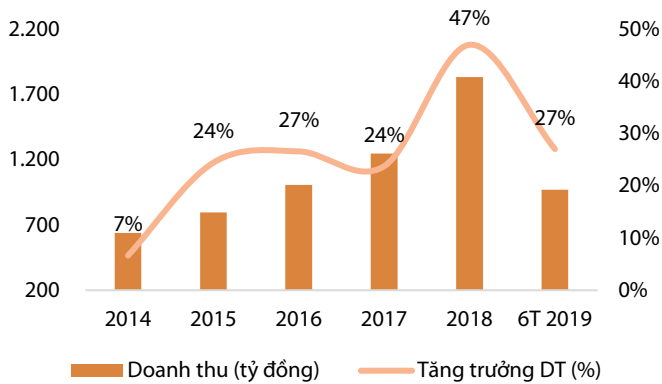
Khai thác và kinh doanh gỗ là một trong ba mảng kinh doanh chính của Phú Tài. Mảng gỗ đóng góp trung bình 29,9% vào doanh thu và lợi nhuận (2014-18). Hoạt động xuất khẩu chiếm trung bình 65,8% và ghi nhận tăng trưởng 37,7% trong giai đoạn này. Cơ cấu sản phẩm chính chia đều cho gỗ nội và ngoại thất, bao gồm bàn, ghế, tủ, giường và sofa.

Hình 1: Một số sản phẩm gỗ chính



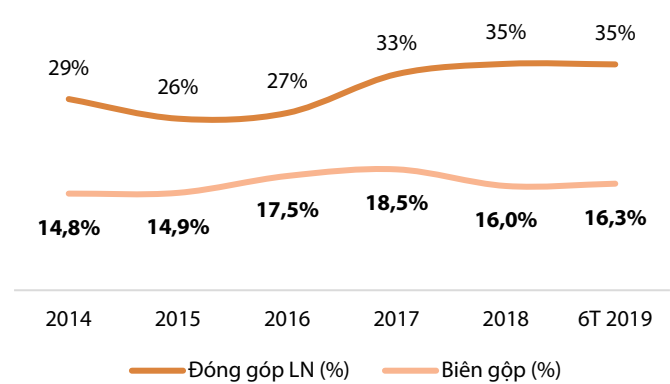
Nguồn: PTB

Hình 2: Doanh thu và tăng trưởng mảng gỗ



Nguồn: PTB

Hình 3: Biên lợi nhuận và đóng góp LN gộp



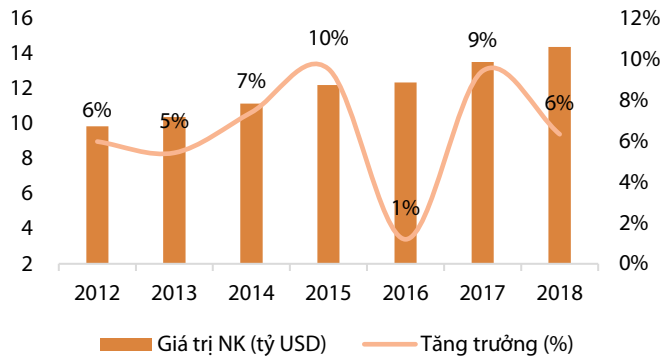
Nguồn: PTB

**Xuất khẩu gỗ đang đứng trước cơ hội tăng trưởng trong cả ngắn và dài hạn. Trong ngắn hạn, tranh chấp thương mại Mỹ - Trung đang tạo ra nhiều đơn hàng gỗ từ Mỹ. Bên cạnh đó, VPA/FLEGT, EVFTA hay Luật Lâm nghiệp có hiệu lực từ 1/1/2019 đang tạo ra động lực cho xuất khẩu bền vững.**

#### Một phần đơn hàng lớn từ Mỹ kỳ vọng chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam

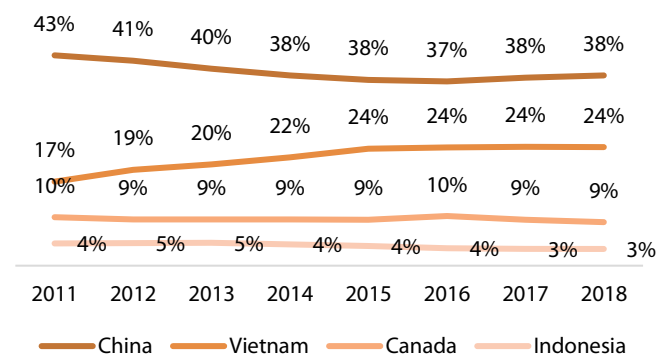
Trong giai đoạn 2012-18, Mỹ là quốc gia có nhu cầu nhập khẩu gỗ lớn nhất thế giới với quy mô trung bình đạt 12 tỷ USD. Giá trị nhập khẩu tăng trưởng khoảng 6,5% mỗi năm. Trong đó, Trung Quốc và Việt Nam là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm lần lượt 39% và 22%. Trên thực tế, thị phần Việt Nam đã tăng từ 17% lên 24% trong khi nhập khẩu từ Trung Quốc giảm từ 43% còn 38% trong giai đoạn này.

**Hình 4: Giá trị và tăng trưởng nhập khẩu gỗ của Mỹ**



Nguồn: ITC, CTCK Rông Việt

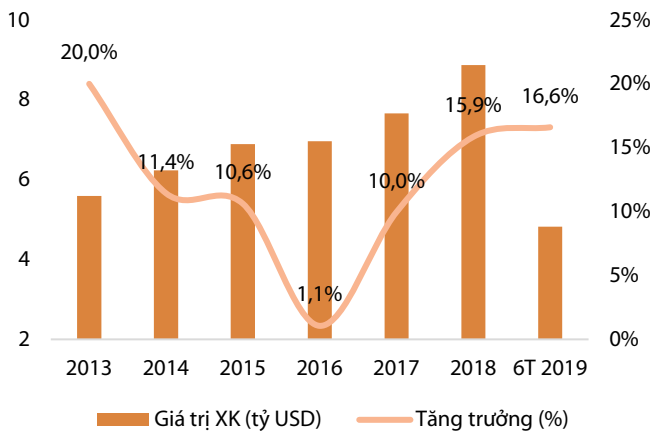
**Hình 5: Cơ cấu nhập khẩu gỗ của Mỹ ở các thị trường lớn (%)**



Nguồn: ITC, CTCK Rông Việt tổng hợp. Số liệu 4 thị phần lớn nhất.

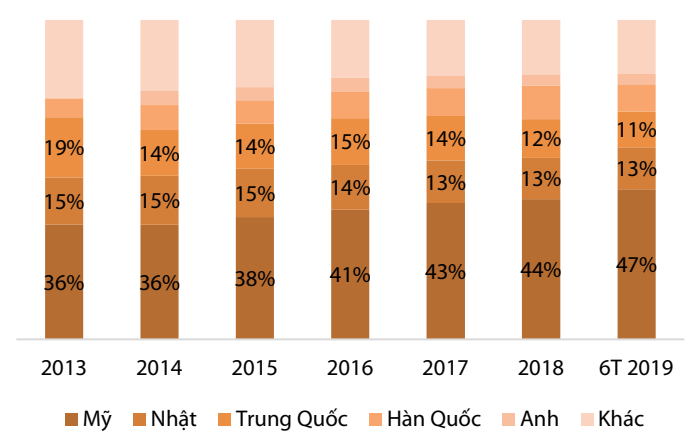
Mỹ cũng là đối tác nhập khẩu gỗ lớn nhất, chiếm trung bình 40% trong cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam (2013-18). Con số này đã tăng lên 47% trong 6T 2019 sau khi tranh chấp thương mại chính thức diễn ra một năm. Cơ cấu thị trường xuất khẩu gỗ của Việt Nam tương đối tập trung với Mỹ, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc chiếm khoảng 77% giá trị (2013 - 2018). Trong đó, Mỹ dẫn đầu về giá trị nhập khẩu trong liên tiếp nhiều năm và có xu hướng tăng. Đóng góp giá trị xuất khẩu từ thị trường Mỹ đã tăng từ 36% (2,01 tỷ USD) năm 2013 lên đến 44% (3,9 tỷ USD) năm 2018. Giá trị xuất khẩu vào Nhật Bản và Trung Quốc duy trì ở mức 13 - 14% và tăng trưởng 5% hàng năm.

**Hình 6: Giá trị và tăng trưởng xuất khẩu gỗ VN**



Nguồn: Tổng cục Hải quan

**Hình 7: Cơ cấu thị trường xuất khẩu của VN (%)**



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Nhu cầu lớn từ Mỹ và mức thuế 25% lên gói hàng hóa 200 tỷ USD (bao gồm gỗ và sản phẩm gỗ) nhập khẩu từ Trung Quốc (từ ngày 24/9/2018) đã thúc đẩy các đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ cho sang Việt Nam từ nửa cuối 2018. Giá trị xuất khẩu gỗ Việt Nam tăng 15,9% năm 2018, mức tăng trưởng cao nhất trong vòng 5 năm.

Trong 6T 2019, xuất khẩu gỗ đạt 4,82 tỷ USD, tăng 16,6% so với cùng kỳ. Thị trường Mỹ tiếp tục dẫn đầu với đóng góp 47% giá trị xuất khẩu, tương đương 2,25 tỷ USD, theo GSO. Như vậy, thị trường Mỹ đã ghi nhận mức tăng trưởng 32,2% so với cùng kỳ năm 2018, cao gần hai lần so với tốc độ tăng trưởng của ngành (17,8%). Nhật là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai với 632 triệu USD (tăng trưởng 20%).

**Xuất khẩu gỗ Việt Nam còn được hỗ trợ bởi yếu tố dài hạn**

Phần lớn thị trường nhập khẩu gỗ và sản phẩm gỗ chính là các nước phát triển, bao gồm Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc nên tiêu chuẩn về chất lượng lẫn nguồn gốc gỗ nguyên liệu tương đối cao và khắt khe. Uy tín và chất lượng gỗ xuất khẩu Việt Nam đang ngày càng cải thiện, thể hiện qua (1) tự chủ khoảng 26

triệu m<sup>3</sup> gỗ nguyên liệu từ rừng trồng, tương đương 75% nhu cầu năm 2018, theo Hội Mỹ nghệ và Chế biến gỗ TPHCM và (2) kết nối bền vững giữa doanh nghiệp xuất khẩu và các hộ trồng rừng.

Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy cơ hội gia tăng xuất khẩu vào thị trường EU trong dài hạn bắt đầu được hỗ trợ từ năm 2019, khi:

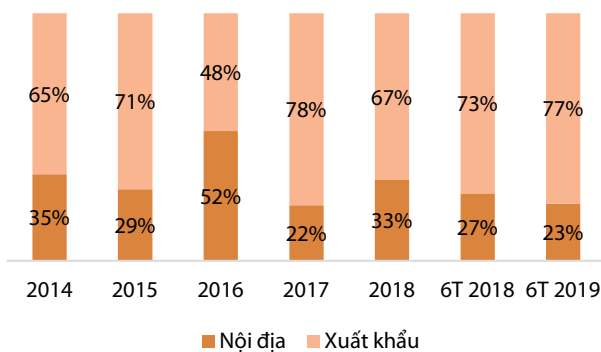
- i. VPA/FLEGT có hiệu lực từ ngày 01/06/2019. Qua đó, các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ đạt tiêu chuẩn và được một cơ quan Việt Nam phê duyệt sẽ được xuất khẩu trực tiếp vào thị trường EU và không phải thông qua thêm kiểm duyệt nào từ EU;
- ii. EVFTA kỳ vọng sớm được ký kết và có hiệu lực, đưa thuế nhập khẩu các sản phẩm gỗ vào thị trường EU về 0%, tạo ra lợi thế cạnh tranh cho sản phẩm gỗ Việt Nam.

**Chúng tôi cho rằng PTB là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi nhất nhờ vào (1) cơ cấu xuất khẩu phần lớn là thị trường Mỹ; (2) chiến lược quản lý chú trọng chất lượng tạo nền tảng cho xuất khẩu bền vững; (3) sự chủ động nguồn cung gỗ nguyên liệu và (4) công suất đang được mở rộng.**

### Gia tăng đơn hàng từ Mỹ sẽ dẫn dắt tăng trưởng

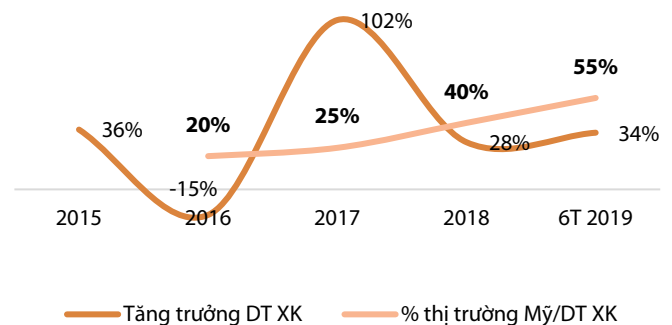
Xuất khẩu gỗ là hoạt động quan trọng khi chiếm khoảng 66% nguồn thu mảng gỗ hiện nay. Trong đó, thị trường Mỹ đang dẫn dắt doanh thu xuất khẩu với tỷ lệ ước tính 40% năm 2018 và tăng đáng kể lên 54% trong Q1 2019 nhờ tăng lượng đơn hàng từ Mỹ.

Hình 8: Cơ cấu doanh thu mảng gỗ (%)



Nguồn: PTB

Hình 9: Tăng trưởng DT XK gỗ và % thị trường Mỹ (%)



Nguồn: PTB, CTCK Rồng Việt ước tính

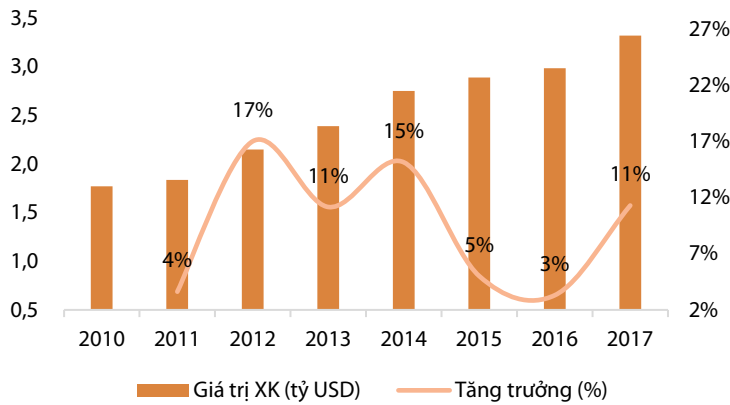
### Chiến lược quản lý chú trọng chất lượng đang tạo nền tảng cho xuất khẩu bền vững

Vấn đề quản lý chất lượng sản phẩm trở nên càng quan trọng khi lượng đơn hàng với nhiều mã hàng gia tăng. Chúng tôi nhận thấy Phú Tài đang tiến hành những thay đổi đúng đắn, nhằm cải thiện hiệu quả sản xuất (cắt giảm chi phí nhân công) và chất lượng sản phẩm (tăng tính chuyên môn hóa). Cụ thể, công ty:

- **Tập trung vào khách hàng lớn với nhu cầu chuyên môn hóa một số ít mặt hàng.** Các khách hàng lớn tại Mỹ thường yêu cầu số lượng mã hàng ít, trung bình 2 - 3 mã hàng cho mỗi nhà cung cấp. Điều này cho phép Phú Tài sản xuất chuyên môn hóa số ít dòng sản phẩm và giảm áp lực đầu tư thiết bị, máy móc. Hiện tại, công ty có khoảng 10 khách hàng lớn từ Mỹ với giá trị hợp đồng từ 3 - 7 triệu USD/năm/khách hàng. Công ty ghi nhận 3 khách hàng mới năm 2018; trong đó nổi bật là Masterbrand với hợp đồng 3,7 triệu USD cho mặt hàng gỗ nội thất. B&Q PLC (công ty con của Kingfisher PLC) cũng là một khách hàng nổi bật.
- **Chuyển dần cơ cấu sản phẩm nghiêng về gỗ nội thất (indoor).** Cơ cấu sản phẩm gỗ nội và ngoại thất thường được công ty duy trì với tỷ lệ 50:50. Tuy nhiên, tỷ lệ này đang được Phú Tài điều chỉnh với phần lớn nghiêng về sản xuất sản phẩm nội thất sau khi mở rộng công suất tại nhà máy Thăng Lợi và Vina G7. Tỷ lệ mục tiêu sau khi đầu tư mở rộng nhà máy có thể là 60:40 (nội:ngoại thất). Ngoài ra, mặt hàng gỗ nội thất có ít mã hàng và yêu cầu ít nhân công hơn mặt

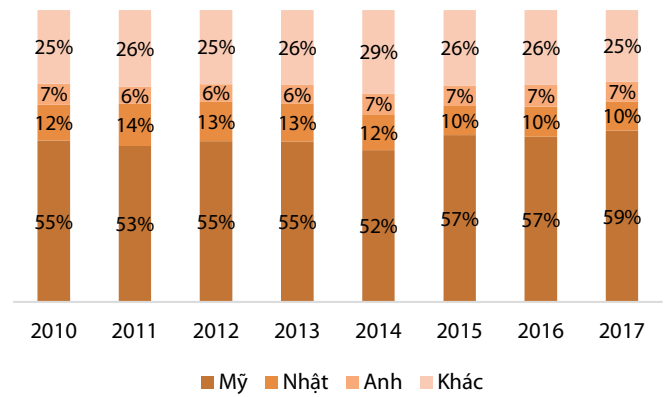
hàng ngoại thất. Điều này phần nào giúp Phú Tài hạn chế rủi ro về khan hiếm nhân công (khó khăn lớn trong sản xuất gỗ) và chi phí liên quan.

**Hình 10: Giá trị và tăng trưởng XK gỗ nội thất Việt Nam**



Nguồn: ITC

**Hình 11: Cơ cấu XK gỗ nội thất Việt Nam (%)**

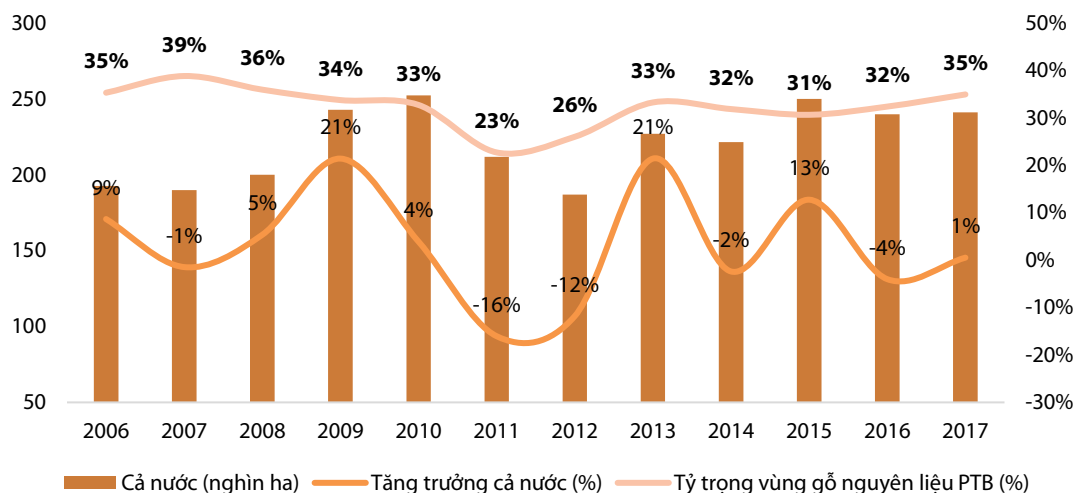


Nguồn: ITC

**Khả năng tự chủ nguồn gỗ nguyên liệu đáp ứng tiêu chuẩn ngày càng cao là một lợi thế**

Sự tự chủ nguồn cung gỗ nguyên liệu của các doanh nghiệp gỗ Việt Nam nói chung và Phú Tài nói riêng đang cải thiện đáng kể. Theo HAWA, năm 2018, sản lượng gỗ nguyên liệu trong nước đạt 26 triệu m<sup>3</sup>, tương ứng 75% nhu cầu tiêu thụ. Đối với Phú Tài, phần lớn gỗ nguyên liệu là gỗ thông và ván công nghiệp cho sản phẩm nội thất trong nhà và gỗ keo, gỗ bạch đàn đối với sản phẩm ngoài trời. Năm 2019, PTB đang sử dụng khoảng 75% nguồn gỗ nguyên liệu trong nước và 25% nhập khẩu chủ yếu là một số loại ván công nghiệp như MDF (Medium Density Fiberboard), HDF (High Density Fibreboard). Vùng gỗ nguyên liệu chính của công ty nằm ở khu vực Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Chúng tôi ước tính diện tích rừng trồng mới khu vực này chiếm trung bình 33% cả nước (2005 - 2017) và tăng trưởng ~3% mỗi năm.

**Hình 12: Diện tích rừng trồng mới cả nước và tỷ trọng vùng gỗ nguyên liệu của PTB (nghìn ha)**



Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rồng Việt ước tính

Nguồn gỗ nguyên liệu của Phú Tài đạt Chứng nhận Chuỗi hành trình sản phẩm FSC-CoC (Forest Stewardship Council-Chain of Custody) - chứng chỉ cho các doanh nghiệp chứng minh được nguồn gốc các sản phẩm gỗ. Đây là một lợi thế lớn cho xuất khẩu sang các thị trường phát triển như Mỹ hay EU.

**Công suất đang được mở rộng, đáp ứng các đơn hàng mới**

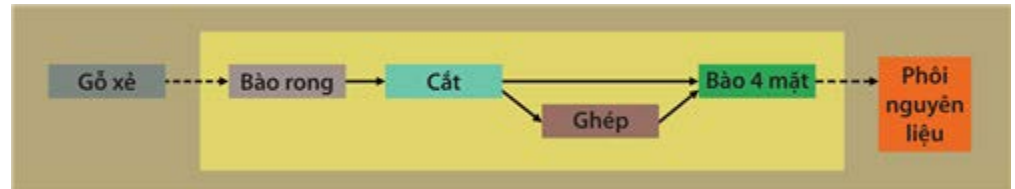
Hoạt động mở rộng công suất được triển khai từ 2018 nhằm đáp ứng các đơn hàng mới. Năm 2018, công ty đã đầu tư khoảng 80 tỷ nâng công suất chế biến gỗ tinh từ 25.000 m<sup>3</sup>/năm lên 30.000 m<sup>3</sup>/năm trên diện tích mở rộng thêm là 5 ha tại nhà máy gỗ Phù Cát. Năm 2019, PTB cũng đang lên kế hoạch mở rộng thêm 5 ha và nâng công suất chế biến lên 45.000 m<sup>3</sup>/năm tại nhà máy Phù Cát. Chi phí đầu tư ước tính cho đợt mở rộng này là 132 tỷ đồng. Công suất trung bình nhà máy Phù Cát đạt 65%, cung cấp khoảng 18.000 m<sup>3</sup>/năm gỗ nguyên liệu (60% công suất thiết kế) cho ba nhà máy Thăng Lợi, Đồng Nai và Vina G7.

Bên cạnh đó, công suất chế biến tăng thêm sẽ đến từ nhà máy gỗ Thăng Lợi. Công ty đang đầu tư mở rộng thêm 20.780 m<sup>2</sup> nhà xưởng tại nhà máy gỗ Thăng Lợi. Tổng mức đầu tư cho đợt mở rộng này là 86 tỷ đồng và đi vào hoạt động trong nửa cuối năm 2019. Năm 2019, nhà máy Vina G7 sẽ chạy thêm 30 container/tháng nhằm phục vụ riêng cho đơn hàng của Masterbrand.

**Hình 13: Các giai đoạn chế biến gỗ trong chuỗi hoạt động của PTB**

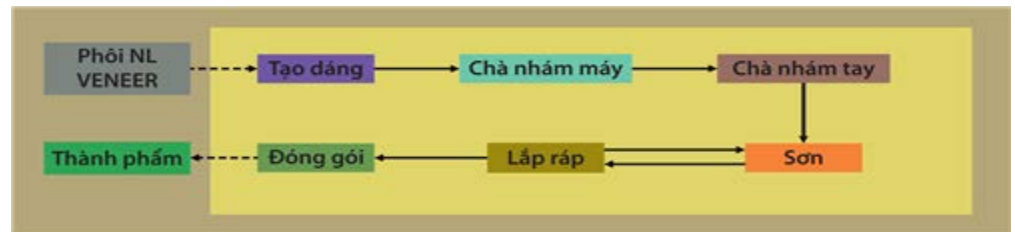
**Giai đoạn 1: Tạo phôi nguyên liệu**

NM chế biến gỗ nguyên liệu Phù Cát  
 Công suất: 30.000 m<sup>3</sup>/năm (cuối 2018)  
 Dự kiến nâng cấp lên 45.000 m<sup>3</sup>/năm (2019)



**Giai đoạn 2: Gia công chi tiết, hoàn thiện sản phẩm**

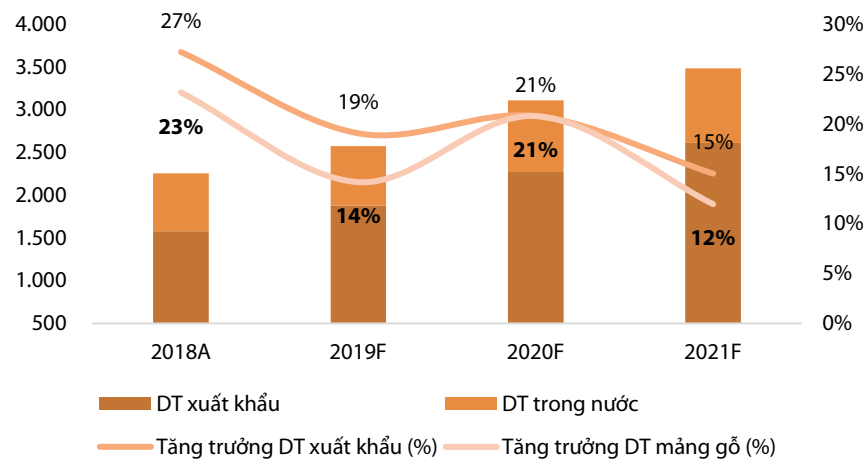
NM chế biến gỗ Thăng Lợi  
 NM chế biến gỗ Đồng Nai  
 NM Vina G7



Nguồn: CTCK Rông Việt

Trong nửa đầu năm 2019, PTB ghi nhận doanh thu gỗ đạt 969 tỷ đồng (tăng trưởng 27%), trong đó hoạt động xuất khẩu chiếm 77% với 745 tỷ đồng (tăng trưởng 34%). Sự tăng trưởng đến từ các đơn hàng mới từ châu Âu, đặc biệt là Anh, và gia tăng sản lượng từ các khách hàng hiện hữu tại Mỹ. Tiềm năng tăng trưởng xuất khẩu gỗ của PTB vẫn còn lớn với quy mô xuất khẩu hiện nay của công ty chỉ chiếm dưới 1% tổng giá trị xuất khẩu cả nước trong 2014-18. Sự gia tăng đơn hàng từ Mỹ và châu Âu là hai động lực chính cho tăng trưởng xuất khẩu trong những năm tiếp theo. Tuy nhiên, quá trình nâng công suất để đáp ứng các đơn hàng sẽ không diễn ra nhanh chóng do những hạn chế về nguồn nhân công đáp ứng cũng như đầu tư tự động hóa một số khâu sản xuất được thực hiện đồng thời. Rông Việt giả định các nhà máy chế biến gỗ thành phẩm của PTB sẽ hoạt động 90% tổng công suất năm 2020 và đạt 100% từ năm 2022 (không bao gồm các kế hoạch đầu tư mới sau năm 2019). Rông Việt dự phóng tăng trưởng doanh thu mảng gỗ trung bình 18% trong giai đoạn 2019-23. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp cải thiện từ mức 16,5% năm 2019 lên 17,5% năm 2022 với kỳ vọng nhiều khâu sản xuất sẽ được tự động hóa, qua đó cắt giảm chi phí nhân công - chiếm trung bình 13 - 17% giá vốn mảng gỗ.

**Hình 14: Tăng trưởng doanh thu mảng gỗ và % công suất khai thác ước tính**



Nguồn: PTB, CTCK Rồng Việt ước tính

**Tái cơ cấu mảng đá kỳ vọng duy trì tăng trưởng giữa khó khăn**

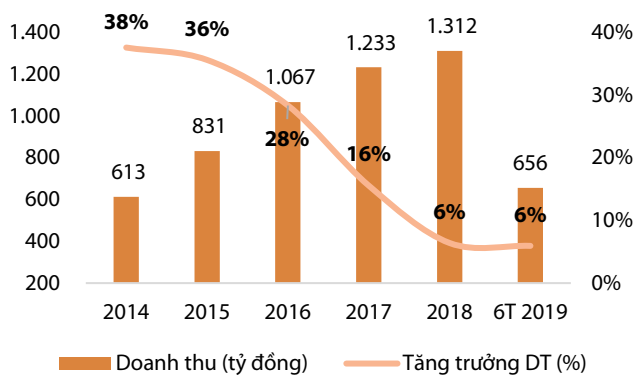
Khai thác và kinh doanh đá là mảng kinh doanh chủ lực của Phú Tài, đóng góp trung bình 28% doanh thu và 57% lợi nhuận (2012 - 2018). Biên lợi nhuận gộp duy trì 32 - 37%. Sản phẩm chính là đá ốp lát bao gồm đá granite và đá marble. Các dòng sản phẩm bao gồm đá bỏ vỉa, đá sân vườn và đá bia mộ.

**Hình 15: Các sản phẩm đá chính**



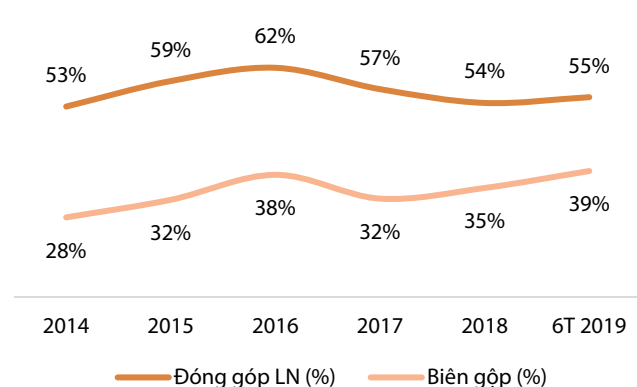
Nguồn: PTB

**Hình 16: Doanh thu và tăng trưởng mảng đá**



Nguồn: PTB

**Hình 17: Biên lợi nhuận và đóng góp LN gộp**

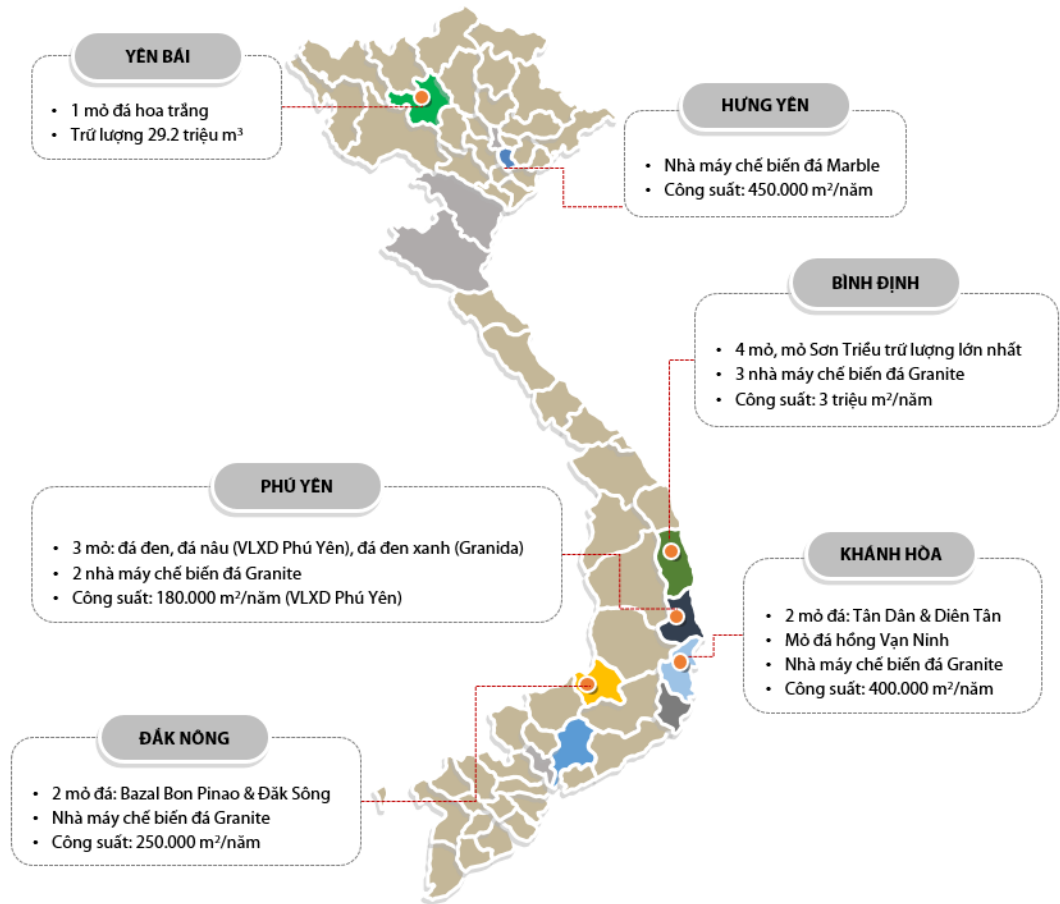


Nguồn: PTB

### Trữ lượng dồi dào, đảm bảo nguồn cung cho phát triển dài hạn

Liên tục thu mua, tích lũy mỏ đá là một đặc điểm nổi bật của Phú Tài. Với lịch sử thu mua trung bình 2 mỏ đá mỗi năm, PTB hiện đang sở hữu 13 mỏ đá với tổng trữ lượng ~53 triệu m<sup>3</sup> và sản lượng ước đạt 6,5 - 7 triệu m<sup>3</sup> năm 2019. Sản phẩm chính của công ty chủ yếu là đá granite, tập trung trữ lượng tại khu vực Khánh Hòa, Bình Định. Trong khi các loại đá marble, chiếm phần ít hơn trong cơ cấu sản phẩm, tập trung tại khu vực phía Bắc (Yên Bái, Hưng Yên) và chưa được khai thác nhiều.

**Hình 18: Vị trí và sản lượng các mỏ đá của Phú Tài**



Nguồn: PTB, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Năm 2019, Phú Tài tiếp tục tích lũy thêm một mỏ đá đen và một mỏ đá trắng thông qua việc mua lại cổ phần Công ty TNHH Thành Châu (Đồng Xuân, Phú Yên) và Công ty TNHH TM&SX Sơn Phát (Vạn Ninh, Khánh Hòa). Công ty dự kiến đưa nhà máy phục vụ mỏ đá đen tại Thành Châu đi vào hoạt động từ Q3 2019.

### Tái cơ cấu sản phẩm đẩy mạnh tiêu thụ và cắt giảm chi phí nhằm cải thiện biên lợi nhuận

Phần lớn sản phẩm đá của Phú Tài được tiêu thụ tại thị trường TPHCM và Hà Nội thông qua một số khách hàng lớn. Sự chững lại nguồn cung bất động sản nhà ở tại hai thị trường này và cạnh tranh từ đá Trung Quốc nhập khẩu gây ảnh hưởng đến tiêu thụ đá của Phú Tài. Tăng trưởng doanh thu mảng đá giảm đáng kể, từ mức trung bình 34% giai đoạn 2014-16 xuống còn 16% (năm 2017) và 6% (năm 2018). Đối với thị trường BĐS dân dụng, nguồn cung và số lượng căn hộ bán ra lần lượt giảm 10% và 12% năm 2018 tại Thành phố Hồ Chí Minh và Hà Nội, theo CBRE. Song, đá nhập khẩu



từ Trung Quốc với giá cạnh tranh thông qua kênh tiểu ngạch với được cho là đang chiếm phần lớn nguồn cung trên thị trường.

Tuy nhiên, hoạt động tái cơ cấu sản phẩm và hệ thống nhà máy kỳ vọng hỗ trợ triển vọng tiêu thụ đá và duy trì tăng trưởng trung bình 10.6% giai đoạn 2019-23. Chiến lược này bao gồm:

(1) **Tái cơ cấu sản phẩm nhằm thúc đẩy tiêu thụ.** Nguồn cung bất động sản dân dụng chững lại làm sụt giảm đáng kể nhu cầu đá cao cấp. Tập trung vào sản phẩm phổ thông và đa dạng hơn về kích cỡ có thể giúp PTB duy trì hoặc đẩy mạnh tiêu thụ. Một số thay đổi đang được thực hiện bao gồm:

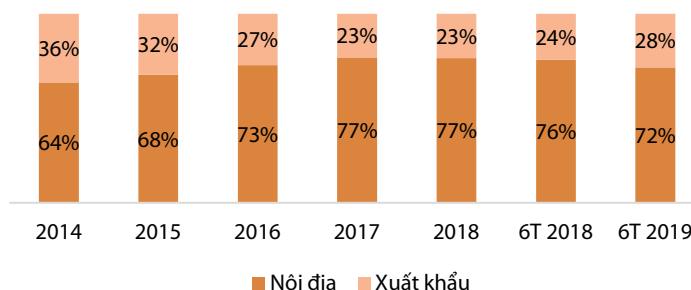
- *Tăng sản lượng đá sân vườn, đá vỉa hè, đá thủ công và đá bia mộ xuất khẩu.* Phần lớn các sản phẩm này được tiêu thụ ở các công trình công cộng, khu du lịch – nghỉ dưỡng, tòa nhà thương mại, ... nên độ hấp thụ tương đối ổn định so với các sản phẩm ốp lát phục vụ các dự án bất động sản nhà ở.
- *Mở rộng thị trường xuất khẩu ngoài Thổ Nhĩ Kỳ.* Xuất khẩu là động lực quan trọng cho tăng trưởng mảng đá khi hấp thụ trong nước đang chững lại. Thổ Nhĩ Kỳ ước tính chiếm khoảng 50% giá trị xuất khẩu của PTB. Chủ động mở rộng thị trường xuất khẩu sẽ hạn chế rủi ro tập trung và biến động của thị trường Thổ Nhĩ Kỳ. Thị trường tiềm năng bao gồm Đức, Ba Lan và Hungary với phần lớn là đá slabs và thị trường châu Á bao gồm Nhật, Thái Lan với đá bia mộ.

Bên cạnh đó, PTB đang triển khai xây dựng nhà máy đá thạch anh với công suất 500.000 m<sup>2</sup>/năm và dự kiến đưa sản phẩm ra thị trường từ Q2 2020. Theo Phú Tài, 95% sản phẩm từ nhà máy này sẽ phục vụ xuất khẩu. Một số thị trường tiềm năng như Canada, Mỹ và Úc. Tổng mức đầu tư dự kiến là 300 tỷ đồng.

(2) **Cơ cấu lại các nhà máy nhằm cắt giảm chi phí, cải thiện biên lợi nhuận.** Mỗi mỏ đá của PTB thường đi kèm với một nhà máy sản xuất và được đặt gần mỏ. Việc mở rộng thị trường xuất khẩu với các dòng sản phẩm đa dạng đòi hỏi quản lý hiệu quả khâu sản xuất nhằm cắt giảm chi phí. Công ty đang thực hiện tái cơ cấu các nhà máy nhằm tăng tính chuyên môn hóa tại từng nhà máy và cho từng loại sản phẩm.

Nhìn chung, thị trường đá tại Việt Nam khá phân mảnh và có sự cạnh tranh lớn từ đá Trung Quốc nhập khẩu. Vấn đề xin giấy phép khai thác các mỏ đá cũng đòi hỏi cao về kinh nghiệm khai thác và năng lực tài chính. Chúng tôi cho rằng Phú Tài là một trong những doanh nghiệp đá có quy mô và năng lực tài chính tương đối tốt trong khi phần lớn các doanh nghiệp đá trên thị trường là những công ty nhỏ lẻ, năng lực tài chính hạn chế. Điều này cho phép Phú Tài có lợi thế trong các hoạt động M&A, tích lũy các mỏ đá khi có cơ hội. Chúng tôi kỳ vọng mảng đá tăng trưởng trung bình 8% trong 2019-23 nhờ vào tiêu thụ nội địa ổn định sau khi tái cơ cấu.

**Hình 19: Cơ cấu doanh thu mảng đá (%)**

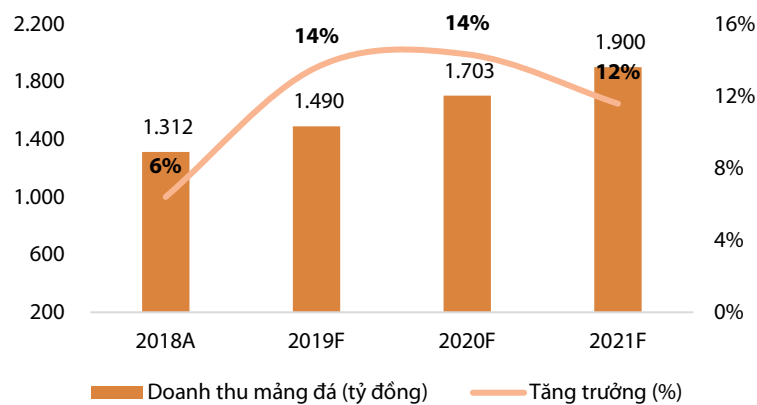


Nguồn: PTB

Trong nửa đầu năm 2019, công ty ghi nhận doanh thu mảng đá tăng trưởng 11%, đạt 377 tỷ đồng, đóng góp 55% vào lợi nhuận gộp. Sự tăng trưởng đến từ đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu khi doanh thu xuất khẩu đá đạt 186 tỷ đồng, tăng trưởng 24%, mức tăng cao nhất trong vòng 3 năm. Trong kỳ, xuất khẩu sang thị trường châu Âu (Ba Lan, Đức, Hungary) và châu Á (Nhật Bản, Hàn Quốc) ước tính tăng lần lượt 12% và 40%. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp mảng đá cũng ghi nhận sự cải thiện từ mức 33,9% năm 2018 lên 38,6% trong 6 tháng đầu năm 2019. Chúng tôi cho rằng sự cải thiện này đến từ gia tăng xuất khẩu và cơ cấu sản phẩm với biên lợi nhuận có phần cao hơn.

Rông Việt dự phóng tăng trưởng doanh thu và biên lợi nhuận gộp trung bình lần lượt đạt 11% và 37% trong giai đoạn 2019-23. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu đá trong ngắn hạn sẽ đến từ các dự án BĐS du lịch – nghỉ dưỡng tại khu vực Bình Định, Phú Yên, Khánh Hòa. Trong khi đó, các dự án BĐS dân dụng tại TPHCM và Hà Nội vẫn sẽ là động lực cho tăng trưởng dài hạn của công ty.

**Hình 20: Dự phóng doanh thu và tăng trưởng mảng đá**

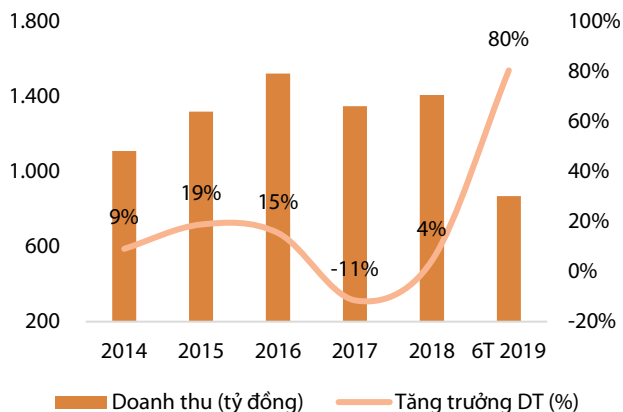


Nguồn: CTCK Rông Việt

**Duy trì nguồn thu ổn định từ phân phối ô tô**

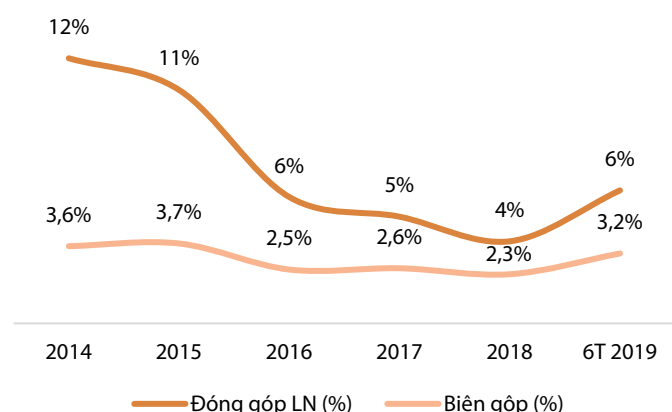
Phú Tài hiện là đơn vị phân phối xe Toyota lớn tại khu vực Bình Định - Đà Nẵng với quy mô xe bán khoảng 2,025 chiếc/năm. Công ty hiện đang sở hữu 2 showroom tại Đà Nẵng và Bình Định. Mảng kinh doanh chiếm trung bình 39% doanh thu và 8% lợi nhuận (2014-18).

**Hình 21: Doanh thu và tăng trưởng mảng ô tô**



Nguồn: PTB

**Hình 22: Biên lợi nhuận gộp và đóng góp lợi nhuận (%)**

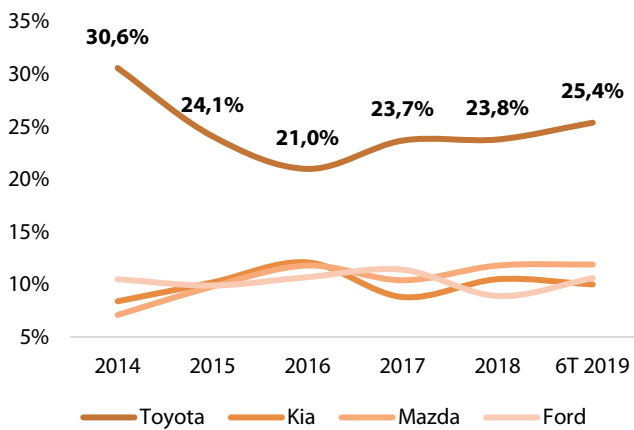


Nguồn: PTB

Sản lượng và doanh thu ô tô nửa đầu năm 2018 sụt giảm do ảnh hưởng từ Nghị định 116/2017 ND-CP về đảm bảo an toàn chất lượng kỹ thuật và bảo vệ môi trường với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước và ô tô nhập khẩu. Năm 2019, sản lượng xe bán ra được dự báo tăng mạnh dựa trên tăng nguồn cung và chỉ tiêu sản lượng từ Toyota. Sản lượng tiêu thụ còn được kỳ vọng tăng bởi (1) phần lớn các doanh nghiệp nhập khẩu đã đáp ứng điều kiện Nghị định 116 và (2) Hiệp định ATIGA khuyến khích xe nhập khẩu. Thị phần Toyota cũng ghi nhận mức cao nhất trong vòng 5 năm, tăng từ 23,8% năm 2018 lên 25,4% trong 6T 2019.

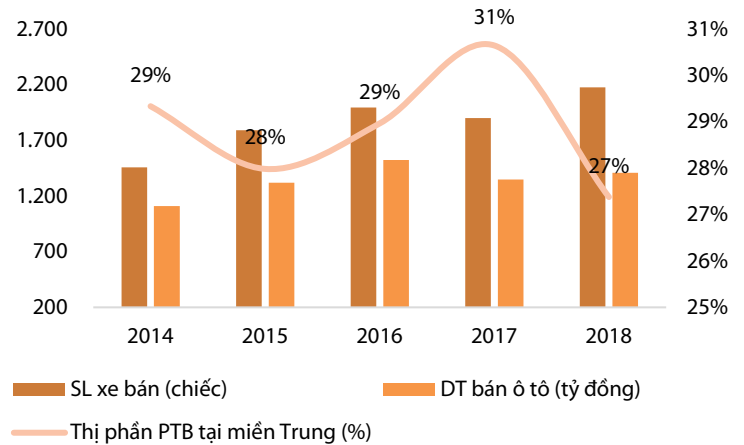
Mặc dù hoạt động phân phối ô tô có biên lợi nhuận khá thấp, trung bình đạt 3%, chúng tôi nghĩ rằng mảng kinh doanh này (cùng với hoạt động bảo dưỡng, dịch vụ) sẽ đóng góp dòng tiền 80 - 120 tỷ/năm nhờ vào lợi thế thị phần lớn và ổn định của Toyota tại Việt Nam. Bên cạnh đó, Phú Tài cũng là đơn vị phân phối Toyota với thị phần lớn tại khu vực miền Trung, ước tính khoảng 29%.

**Hình 23: Thị phần Toyota và một số hãng lớn**



Nguồn: VAMA

**Hình 24: Số lượng xe bán và lượt bảo trì xe của PTB**



Nguồn: PTB, CTCK Rông Việt ước tính

**Dự án bất động sản đầu tiên đang được triển khai**

PTB bắt đầu triển khai dự án bất động sản nhận chuyển nhượng từ CTCP Hoàng Anh Gia Lai. Công ty sẽ tiến hành thi công đóng cọc và xây dựng từ tháng 7 và mở bán vào tháng 9/2019. Dự án nằm tại vị trí thuận lợi, nằm trên ba trục đường chính (Lê Đức Thọ, Lưu Hữu Phước và Đặng Văn Ngữ) tại thành phố Quy Nhơn, Bình Định.

Đây là dự án BĐS đầu tiên và nằm ngoài lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của công ty. Chúng tôi hiểu rằng công ty có thể có cơ hội mua dự án với giá thấp và kỳ vọng mang lại giá trị tăng thêm cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án BĐS chỉ là cơ hội ngắn hạn và không phải là chiến lược phát triển lâu dài của công ty.

Rông Việt kỳ vọng dự án sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2021 khi PTB tiến hành bàn giao sản phẩm. Chúng tôi giả định giá bán trung bình dự án dao động từ 21 - 25 triệu/m<sup>2</sup> và biên lợi nhuận gộp khoảng 32 - 37%.

**Bảng 1: Thông tin dự án**

<b>Phú Tài Residence</b>			
Tổng diện tích	5,830 m <sup>2</sup>		
Tổng diện tích sàn xây dựng	79,775 m <sup>2</sup>		
Tổng diện tích thương mại	49,670 m <sup>2</sup>		
Quy mô	622 căn hộ, 51 - 88 m <sup>2</sup> 12 căn hộ thương mại		
<b>Kế hoạch triển khai dự kiến</b>			
	2019	2020	Từ 2021E
Mở bán			
Xây dựng			
Bàn giao			

Nguồn: PTB

**Hình 22: Vị trí dự án**

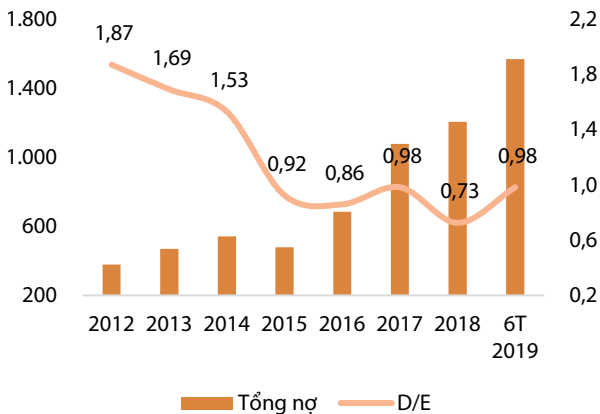


Nguồn: PTB

**Tài chính lành mạnh và hiệu quả hoạt động ổn định**

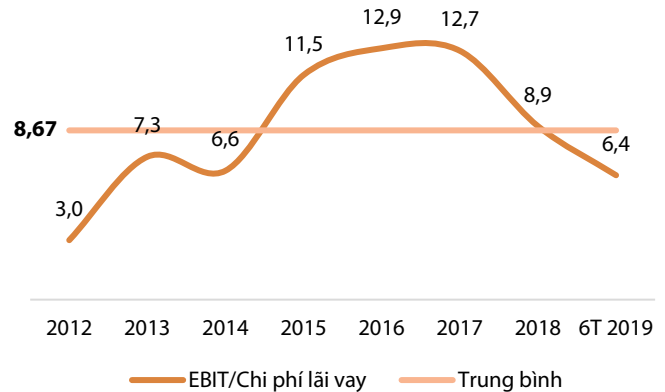
Cơ cấu tài chính cải thiện mặc dù công ty gia tăng huy động trong quá trình phát triển. PTB đã sử dụng phần lớn vốn vay cho hoạt động tích lũy các mỏ đá và đầu tư máy móc thiết bị và tài trợ vốn lưu động. Hệ số nợ/vốn chủ (D/E) đã cải thiện từ 1,86 năm 2012 xuống còn 0,96 năm 2019. Bên cạnh đó, khả năng thanh toán của công ty luôn được duy trì ở mức an toàn khi hệ số EBIT/lãi vay đạt trung bình 8,67 lần trong giai đoạn 2012-19.

**Hình 25: Tổng nợ (tỷ đồng) và D/E (lần)**



Nguồn: PTB

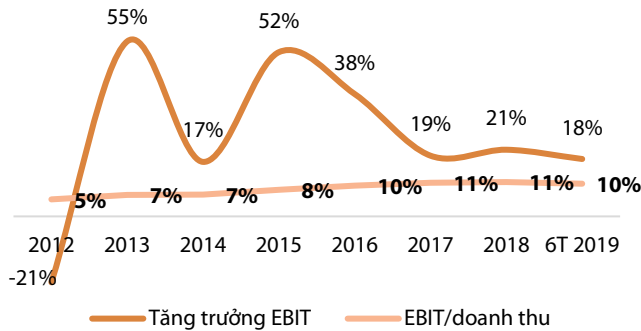
**Hình 26: Hệ số EBIT/lãi vay (lần)**



Nguồn: PTB

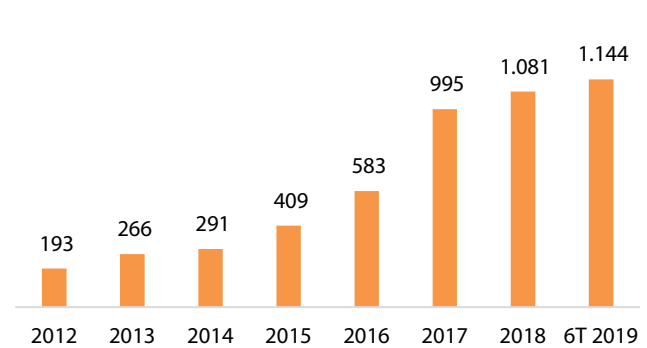
Chúng tôi cho rằng hiệu quả hoạt động duy trì tốt, trung bình tăng trưởng EBIT đạt 26% và tỷ lệ EBIT/doanh thu đạt 8% (2012-18), đã hỗ trợ cho việc mở rộng quy mô của công ty. Tài sản cố định, phần lớn bao gồm máy móc, thiết bị và các phương tiện vận tải, tăng trưởng 5,67 lần từ 2012 và chiếm trung bình 30% tổng tài sản.

**Hình 27: Tăng trưởng EBIT và tỷ lệ EBIT/doanh thu (%)**



Nguồn: PTB

**Hình 28: Tài sản cố định (tỷ đồng)**



Nguồn: PTB

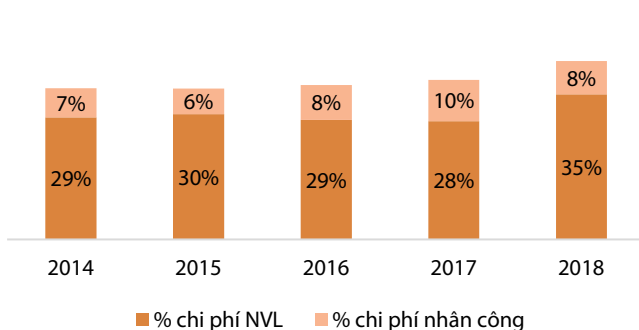
Bên cạnh đó, cổ tức tiền mặt ngày càng tăng cũng là yếu tố hấp dẫn. Năm 2018, PTB chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 32% vốn điều lệ, tương ứng mức lợi tức 5,3%. Theo PTB, công ty kỳ vọng duy trì tỷ lệ cổ tức tiền mặt trung bình 30% vốn điều lệ trong các năm tiếp theo.

Năm 2019, PTB sẽ tiếp tục cần nguồn vốn lớn cho hoạt động (1) tái cơ cấu sản phẩm và các nhà máy mảng đá & gỗ; (2) xây dựng và mở bán dự án BĐS Phú Tài Residence. Do đó, chúng tôi cho rằng huy động vốn vay của công ty sẽ tăng mạnh trong 2019-20.

**Rủi ro**

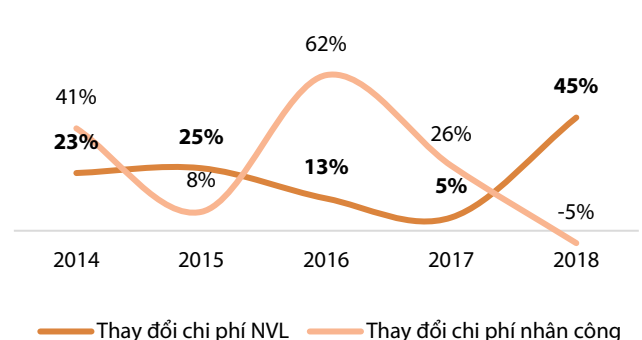
- Biến động giá nguyên liệu và chi phí nhân công.** Cho tất cả các mảng kinh doanh, chúng tôi ước tính chi phí nguyên vật liệu và nhân công lần lượt chiếm 30% và 8% cơ cấu giá vốn. Phần lớn gỗ nguyên liệu của PTB tương đối ổn định về sản lượng và giá đầu vào dựa trên chứng chỉ FSC-CoC; song 25% nguồn cung đến từ nhập khẩu (chủ yếu là ván MDF và HDF) có thể có sự biến động giá lớn. Cả hai mảng kinh doanh đá và gỗ đều sử dụng nhiều lao động; lần lượt chiếm trung bình 32% và 61% số lượng nhân công của công ty. Đặc biệt, sự khan hiếm lao động cho mảng gỗ ở một số thời điểm như sau lễ có thể ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng đơn hàng của công ty. Bên cạnh đó, chi phí vận chuyển, hậu cần cũng chiếm phần lớn trong giá vốn ở hai mảng này.

**Hình 29: Tỷ trọng chi phí NVL và nhân công trong giá vốn (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 30: Biến động chi phí NVL và nhân công (%)**



Nguồn: CTCK Rồng Việt ước tính

- Tăng thuế nhập khẩu gỗ và sản phẩm gỗ vào Mỹ.** Chúng tôi không loại trừ rủi ro các mặt hàng ghi nhận xuất khẩu tăng trưởng mạnh do ảnh hưởng của tranh chấp thương mại Mỹ - Trung bị tăng mức thuế nhập khẩu vào Mỹ.

### Dự phóng và định giá

Năm 2019, PTB đặt kế hoạch kinh doanh với doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) lần lượt đạt 5,865 tỷ đồng (tăng trưởng 23%) và 458 tỷ đồng (tăng trưởng 15%). Cho năm 2019, Rông Việt dự phóng doanh thu đạt 5,552 tỷ đồng (tăng trưởng 18%) và LNST đạt 476 tỷ đồng (tăng trưởng 24%). Chúng tôi giả định:

- Tăng sản lượng đá xuất khẩu sang Nhật Bản, Hàn Quốc và EU giúp mảng đá tăng trưởng 14%;
- Gia tăng đơn hàng xuất khẩu sang EU và Mỹ giúp mảng gỗ tăng trưởng 23%;
- Doanh thu bán ô tô tăng trưởng 13% dựa trên chỉ tiêu số lượng xe Toyota tăng mạnh, đồng thời thị phần Toyota cải thiện từ 23,8% (năm 2018) lên 25,4% (6T 2019);
- Dự án BĐS Phú Tài Residence bắt đầu đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ năm 2021 khi công ty tiến hành bàn giao sản phẩm.

**Bảng 2: Dự phóng doanh thu 3 mảng kinh doanh chính (tỷ đồng)**

	2018A		2019F		2020F	
	Giá trị	Giá trị	% tăng trưởng	Giá trị	% tăng trưởng	
Mảng đá	1.312	1.490	14%	1.703	14%	
Mảng gỗ	1.831	2.255	23%	2.575	14%	
Phân phối ô tô (*)	1.408	1.595	13%	1.684	6%	
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>4.722</b>	<b>5.552</b>	<b>18%</b>	<b>6.179</b>	<b>11%</b>	

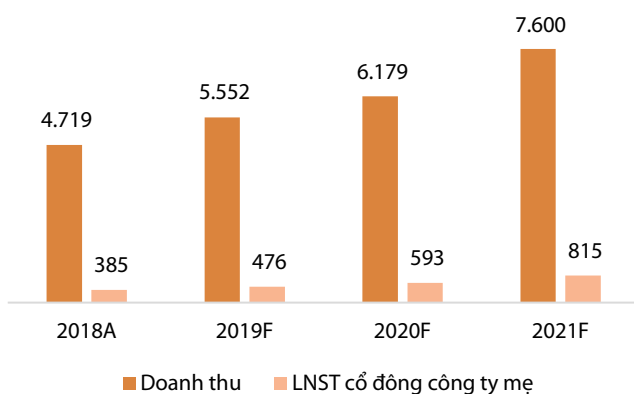
(\*) không bao gồm doanh thu dịch vụ

Nguồn: CTCK Rông Việt

Chúng tôi cũng ước tính:

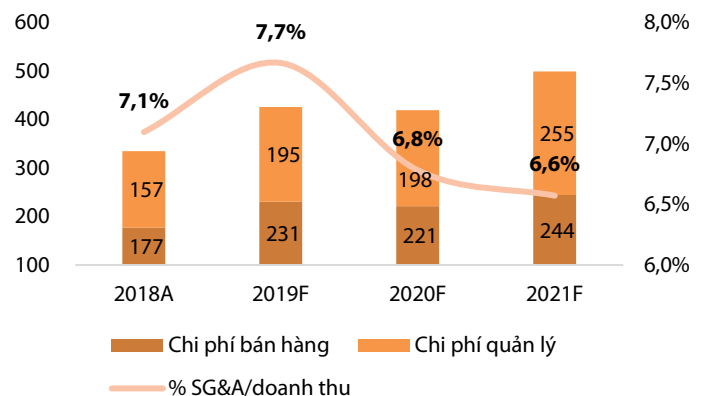
- Chi phí bán hàng và quản lý tăng 27% lên 426 tỷ đồng; tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý/doanh thu tăng từ 7,1% năm 2018 lên 7,7% năm 2019;
- Chi phí tài chính tăng 23% lên 82 tỷ đồng, chủ yếu là chi phí lãi vay từ tăng huy động cho đầu tư mới năm 2019.

**Hình 31: Dự phóng doanh thu và LNST (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rông Việt

**Hình 32: Chi phí bán hàng và quản trị (tỷ đồng)**



Nguồn: CTCK Rông Việt

Rông Việt sử dụng phương pháp Tổng thành phần để định giá cổ phiếu PTB:

- Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE và P/E (theo tỷ trọng) đối với mảng kinh doanh cốt lõi:
  - Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE (chi phí vốn bình quân WACC 12,06% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2,0%) cho ba mảng kinh doanh chính, bao gồm mảng đá dựa trên

khả năng tích lũy mỏ đá đều đặn (2 mỏ/năm) và trữ lượng dồi dào hiện tại (53 triệu m<sup>3</sup>) với kỳ vọng đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

- Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E trung bình ngành, dựa trên tỷ trọng đóng góp lợi nhuận gộp trung bình các mảng kinh doanh theo dự phóng 2019-20.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF cho dự án BĐS Phú Tài Residence.

Rồng Việt ước tính giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần đạt **86.600 đồng**, tương đương mức P/E dự phóng hiện tại là 6,8x lần và mức sinh lời 27%, dựa trên giá đóng cửa ngày 20/9/2019.

**Bảng 3: So sánh ngành đá**

Ticker	Name	TTM PER	TTM PBR	ROE LF	ROA LF	Market Cap	TTM Revenue	D/A LF
600256 CH Equity	GUANGHUI ENERGY CO LTD	13.4	1.5	11.2	3.4	3,161,749	23,303,334	51.6
ASII IN Equity	ASI INDUSTRIES LTD	4.0	0.4	9.1	4.4	2,599,115	907,259	37.9
BSM US Equity	BLACK STONE MINERALS LP	12.6	3.6	38.1	19.4	163,618	3,011,159	25.3
AGI IN Equity	ARO GRANITE INDUSTRIES LTD	7.3	0.4	5.5	3.0	1,724,365	712,215	37.5
GLTK IN Equity	GLITTEK GRANITES LTD	3.9	0.2	N/A	N/A	210,106	32,968	46.1
VPROP IN Equity	VIKAS PROPPANT & GRANITE LTD	1.9	0.9	N/A	N/A	527,721	1,847,539	15.7
<b>Mean</b>		<b>7.2</b>	<b>1.2</b>	<b>16.0</b>	<b>7.6</b>	<b>1,397,779</b>	<b>4,969,079</b>	<b>35.7</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: So sánh ngành gỗ**

Ticker	Name	TTM PER	TTM PBR	ROE LF	ROA LF	Market Cap	TTM Revenue	D/A LF
MDF VN Equity	QUANG TRI MDF GERUCO WOOD FA	18.7	0.7	3.7	1.9	20,179,868	45,819,965	47.2
APLY IN Equity	ARCHIDPLY INDUSTRIES LTD	15.2	0.5	3.3	1.6	8,440,908	47,272,246	28.8
SKN TB Equity	S.KIJCHAI ENTERPRISE PCL	7.9	0.7	8.8	7.0	55,228,640	47,672,107	14.0
FLB MK Equity	FOCUS LUMBER BHD	6.4	0.6	9.6	8.9	25,297,536	44,657,882	N/A
TLD VN Equity	THANG LONG URBAN DEVELOPMENT	6.0	0.6	9.9	6.3	4,894,748	13,393,995	17.2
<b>Mean</b>		<b>10.8</b>	<b>0.6</b>	<b>7.1</b>	<b>5.1</b>	<b>22,808,340</b>	<b>39,763,239</b>	<b>21.4</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: So sánh ngành phân phối ô tô**

Ticker	Name	TTM PER	TTM PBR	ROE LF	ROA LF	Market Cap	TTM Revenue	D/A LF
IMPL IN Equity	INDIA MOTOR PARTS & ACCESSOR	19.6	0.8	4.4	4.0	116,368,344	74,995,450	1.2
NHF MK Equity	NEW HOONG FATT HOLDINGS BHD	14.5	0.5	3.5	2.8	54,426,236	64,414,294	7.7
SMOT SL Equity	SATHOSA MOTORS PLC	14.1	1.1	8.1	2.2	10,555,074	65,143,101	49.2
NDR TB Equity	ND RUBBER PCL	11.9	0.6	6.3	3.7	14,619,220	28,824,401	15.1
HHS VN Equity	HOANG HUY INVESTMENT SVC JSC	4.1	0.2	5.7	5.1	31,306,090	34,322,627	N/A
<b>Mean</b>		<b>12.9</b>	<b>0.6</b>	<b>5.6</b>	<b>3.6</b>	<b>45,454,993</b>	<b>53,539,975</b>	<b>14.6</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 6: P/E trung bình các ngành**

	% đóng góp LNG 2019-20	P/E trượt TB ngành	Đóng góp P/E
Màng đá	52,3%	7,2x	3,8x
Màng gỗ	35,5%	10,8x	3,8x
Phân phối ô tô	5,4%	12,9x	0,7x
<b>Tổng</b>			<b>8.3x</b>

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

**Bảng 7: Định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá	Đóng góp
FCFF	50%	82.529	41.264
P/E (8,3x)	50%	83.661	41.831
Dự án BĐS			3.548
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>86.642</b>

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Đvt: tỷ đồng

<b>KQ HKKD</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>
Doanh thu thuần	3.971	4.719	5.552	6.179
Giá vốn	3.274	3.876	4.485	4.974
<b>Lãi gộp</b>	<b>697</b>	<b>843</b>	<b>1.067</b>	<b>1.205</b>
Chi phí bán hàng	178	177	231	221
Chi phí quản lý	98	157	195	198
Thu nhập từ HĐTC	12	27	14	15
Chi phí tài chính	37	67	82	87
Lợi nhuận khác	29	7	15	17
Lãi/lỗ từ liên doanh/liên kết	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>424</b>	<b>475</b>	<b>589</b>	<b>731</b>
Thuế TNDN	63	75	95	115
Lợi ích cổ đông thiểu số	17	15	18	23
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>345</b>	<b>385</b>	<b>476</b>	<b>593</b>
EBIT	420	508	642	786
EBITDA	556	678	804	936

Đvt: %

<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	8,5	18,8	17,7	11,3
EBITDA	16,6	21,8	18,6	16,5
EBIT	19,0	20,9	26,3	22,5
Lợi nhuận sau thuế	30,1	11,6	23,7	24,7
Tổng tài sản	42,6	31,7	14,7	26,4
Vốn chủ sở hữu	37,0	53,4	10,9	21,3
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	17,6	17,9	19,2	19,5
EBITDA/ Doanh thu	14,0	14,4	14,5	15,2
EBIT/ Doanh thu	10,6	10,8	11,6	12,7
LNST/ Doanh thu	8,7	8,2	8,6	9,6
ROA	13,3	11,3	12,2	12,0
ROIC	33,7	28,6	31,1	30,6
ROE	32,9	23,9	26,7	27,4

**Hiệu quả hoạt động (x)**

Vòng quay kh. phải thu	7,7	6,5	7,0	6,7
Vòng quay hàng tồn kho	4,5	3,8	3,9	3,1
Vòng quay khoản phải trả	9,1	7,9	8,0	5,0

**Khả năng thanh toán (x)**

Hiện hành	1,1	1,3	1,3	1,3
Nhanh	0,5	0,7	0,7	0,7

**Cấu trúc tài chính**

Tổng nợ/ Vốn CSH	102,9	75,0	80,9	75,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	93,2	70,4	71,7	62,9
Vay dài hạn/ Vốn CSH	9,8	4,6	9,2	12,4

Đvt: tỷ đồng

<b>BẢNG CĐKT</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tiền	55	67	137	326
Đầu tư tài chính ngắn hạn	49	158	158	173
Các khoản phải thu	518	731	792	919
Tồn kho	721	1.020	1.149	1.582
Tài sản ngắn hạn khác	72	120	144	173
Tài sản cố định hữu hình	1.030	1.145	1.341	1.563
Tài sản cố định vô hình	48	46	44	43
Đầu tư tài chính dài hạn	0	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	88	109	128	142
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.581</b>	<b>3.399</b>	<b>3.898</b>	<b>4.927</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	360	490	560	999
Vay và nợ ngắn hạn	976	1.131	1.277	1.359
Vay và nợ dài hạn	102	74	164	269
Khoản phải trả dài hạn khác	3	9	9	10
Quỹ khen thưởng phúc lợi	44	35	35	35
Quỹ đầu tư & phát triển	0	0	0	0
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.485</b>	<b>1.738</b>	<b>2.045</b>	<b>2.671</b>
Vốn chủ sở hữu	260	648	648	648
Cổ phiếu quỹ	0	0	-83	-83
Lợi nhuận giữ lại	338	387	528	776
Các quỹ	446	567	681	811
Quỹ đầu tư & phát triển	4	5	7	8
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.047</b>	<b>1.607</b>	<b>1.782</b>	<b>2.161</b>
<b>Lợi ích CĐTS</b>	<b>49</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>94</b>

**LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ**

	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>LN TT</b>	424	475	589	731
Khấu hao	149	150	162	150
<i>Các điều chỉnh</i>	6	55	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(363)	(530)	(239)	(265)
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>216</b>	<b>150</b>	<b>512</b>	<b>616</b>
Thay đổi TSCĐ	(548)	(230)	(323)	(334)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	49	(228)	0	0
Lãi cho vay, cốt tức, LN được chia	508	8	0	0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>9</b>	<b>(451)</b>	<b>(323)</b>	<b>(334)</b>
Nhận/trả lại vốn góp	43	227	(83)	0
Vay mới/trả nợ vay	394	127	28	(84)
Cổ tức, LN trả cho CĐ	(133)	(42)	(64)	(9)
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>304</b>	<b>312</b>	<b>(119)</b>	<b>(93)</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>34</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>137</b>
Tiền thuần trong kỳ	529	11	70	189
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>137</b>	<b>326</b>



**BÁO CÁO CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**KHOẢNG PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ**
**Nguyễn Thị Phương Lam**
**Deputy Manager**

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Ngân hàng
- Thị trường

**Lại Đức Dương**
**Senior Analyst**

duong.ld@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)

- Bất động sản
- Vật liệu xây dựng

**Trần Hà Xuân Vũ**
**Senior Analyst**

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1518)

- Dầu khí
- Phân bón

**Nguyễn Hà Trinh**
**Senior Analyst**

trinh.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1551)

- Xây dựng
- Thép

**Vũ Anh Tú**
**Analyst**

tu.va@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1511)

Kinh tế vĩ mô

**Trần Thái Sơn**
**Analyst**

son.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1527)

- Thị trường
- Bán lẻ & Công nghệ
- Dược phẩm

**Đỗ Thanh Tùng**
**Analyst**

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Cảng biển
- Dịch vụ hàng không

**Phạm Anh Thư**
**Analyst**

thu.pa@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1520)

- Bất động sản khu công nghiệp
- Hạ tầng & BOT

**Đặng Thị Phương Thảo**
**Analyst**

thao.dtp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1529)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Dệt may

**Phạm Thị Tố Tâm**
**Analyst**

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Bảo hiểm
- Thủy sản

**Nguyễn Thị Thúy Anh**
**Analyst**

anh2.ntt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Ngân hàng

**Nguyễn Thị Khánh Vy**
**Analyst**

vy.ntk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1528)

- Ô tô & Phụ tùng

**Nguyễn Tiến Hoàng**
**Analyst**

hoang.nt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1538)

- Thị trường

**Bernard Lapointe**
**Senior Consultant**

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

**Bùi Huy Hoàng**
**Analyst**

hoang.bh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1283)

- Cao su tự nhiên
- Nông được

**Trần Thị Ngọc Hà**
**Assistant**

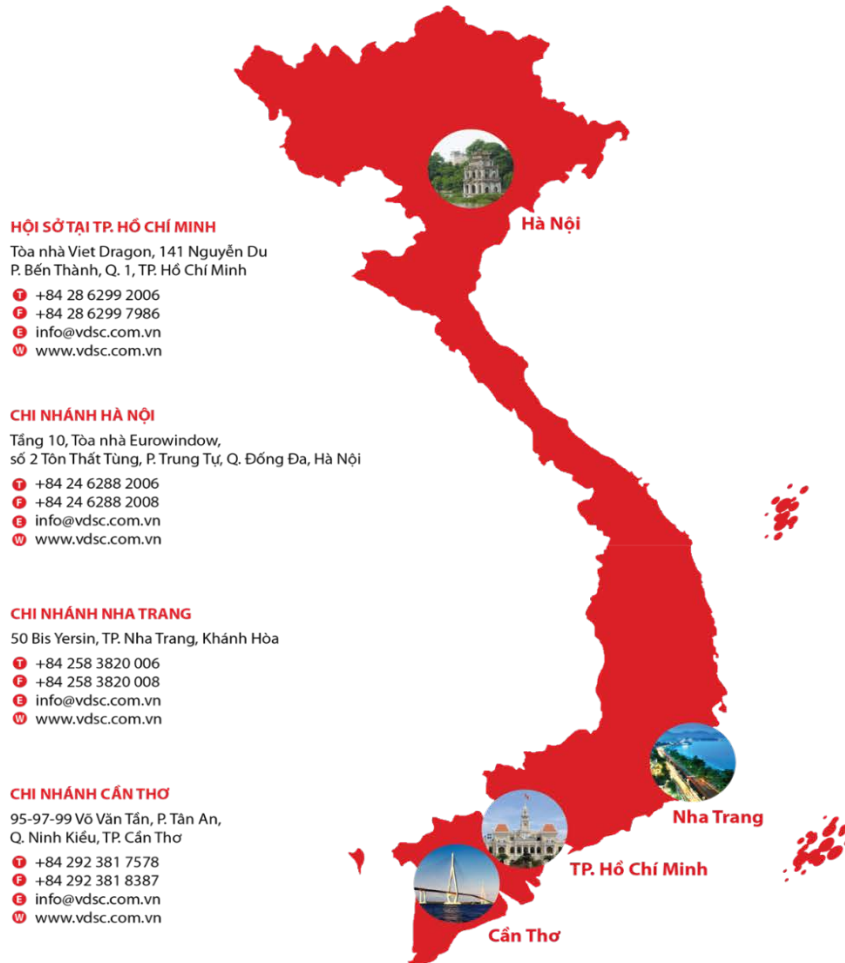
ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

**Trương Thị Thảo Vi**
**Assistant**

vi.ttt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1517)



**HỘI SỞ TẠI TP. HỒ CHÍ MINH**  
Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du  
P. Bến Thành, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh  
☎ +84 28 6299 2006  
☎ +84 28 6299 7986  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH HÀ NỘI**  
Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow,  
số 2 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội  
☎ +84 24 6288 2006  
☎ +84 24 6288 2008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH NHA TRANG**  
50 Bis Yersin, TP. Nha Trang, Khánh Hòa  
☎ +84 258 3820 006  
☎ +84 258 3820 008  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

**CHI NHÁNH CẦN THƠ**  
95-97-99 Võ Văn Tấn, P. Tân An,  
Q. Ninh Kiều, TP. Cần Thơ  
☎ +84 292 381 7578  
☎ +84 292 381 8387  
✉ info@vdsc.com.vn  
🌐 www.vdsc.com.vn

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình, Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác, Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2019.**