

BSC RESEARCH

Thực hiện

Phan Quốc Bửu

buupq@bsc.com.vn

Cho năm 2017, GTA đặt kế hoạch doanh thu hợp nhất và LNST hợp nhất là 497.8 tỷ đồng và 14.58 tỷ đồng, lần lượt tăng 1.6% và 0.3% so với năm 2016. Tỷ lệ cổ tức dự kiến cũng được nâng lên mức 11% bằng tiền mặt, so với mức 10% của năm 2016.

EPS 2017 = 1,483 đồng, ngày 22/03/2017, cổ phiếu GTA được giao dịch với giá 12.7, tương đương PE FW = 8.56 lần

BSC cho rằng trong năm 2017, kết quả kinh doanh của GTA sẽ không có đột biến, triển vọng tăng trưởng từ năm 2018 khi nhà xưởng và máy móc mới bắt đầu đi vào hoạt động.

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

GTA – Doanh nghiệp Gỗ xuất khẩu

GTA được thành lập từ năm 2002 tiền thân là doanh nghiệp cổ phần 100% vốn góp nhà nước thuộc Tập đoàn công nghiệp Cao su Việt Nam, với ngành nghề kinh doanh chính là sản xuất và xuất khẩu đồ nội thất và sản phẩm khác từ gỗ. Hiện tại, tập đoàn công nghiệp Cao Su Việt Nam và công ty TNHH MTV Cao su Bình Long chiếm 59.7% cơ cấu cổ đông, phần còn lại thuộc về quỹ AFC VF Limited (5.85%) và các cổ đông nhỏ lẻ khác.

Năm 2016, doanh thu nội địa chỉ chiếm 37% trong tổng doanh thu, 63% còn lại thuộc về doanh thu xuất khẩu. Trong đó, 3 thị trường xuất khẩu chính của GTA lần lượt là Mỹ (50%), Úc (35%), và Châu Âu (15%). Năm 2017, GTA có ý định đẩy mạnh xuất khẩu ở thị trường Mỹ (55%), giảm nhẹ ở thị trường Úc và tăng nhẹ ở thị trường Châu Âu. Nguyên liệu gỗ chủ yếu sử dụng gỗ trong nước như cao su chiếm 10% tỷ trọng, tràm và gỗ MDF chiếm phần còn lại.

Biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ, từ mức 7.4% năm 2015 lên mức 7.9% năm 2016 nhờ vào giá thành nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh. Cụ thể, tỷ lệ chi phí nguyên vật liệu đầu vào/Doanh thu thuần năm 2016 giảm mạnh xuống còn 60.4% từ mức 68.9% năm 2015. Biên lợi nhuận gộp của GTA tương đối thấp so với trung bình các doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ XK tại VN do tỷ trọng gia công ngoài khá cao, chiếm khoảng 30% tổng doanh thu. BSC kỳ vọng khi nhà xưởng và máy móc mới được hoàn thiện vào cuối năm 2017, biên lợi nhuận gộp của GTA sẽ được cải thiện khi công ty cũng có định hướng giảm dần tỷ trọng gia công ngoài.

Doanh thu năm 2016 đạt 490.2 tỷ đồng (+1.0% yoy), trong đó

- (1) *Doanh thu mảng gỗ sơ chế* đạt 148.8 tỷ đồng (-30% yoy), giá bán ước tính là 3,93 triệu đồng/m³ (-29.7% yoy). Doanh thu mảng gỗ sơ chế giảm vì các tập đoàn cao su đấu giá các lô không thành công, vì thế dẫn tới diện tích cao su khai thác giảm mạnh (Từ mức 912 ha năm 2015 xuống còn 769 ha năm 2016).
- (2) *Doanh thu mảng gỗ tinh chế* đạt 330.5 tỷ đồng (+26.8% yoy), giá bán gỗ tinh chế của GTA năm 2016 là 48,1 triệu đồng/m³ (+33.6% yoy). Giá bán dòng sản phẩm này tăng mạnh là nhờ vào việc kết hợp với nhiều chất liệu khác có giá trị cao như xi măng, khung sắt, kính.

Tỷ lệ chi phí nhân công và bán hàng / Doanh thu năm 2016 tăng 0.9% so với cùng kỳ, từ mức 4.5% lên mức 5.4%. Nguyên nhân tăng chủ yếu đến từ (1)

Chi phí dành cho bảo hiểm xã hội và y tế tăng mạnh, (2) Chi phí dành cho thủ tục, kê khai hành chính, vận chuyển container tăng do gia tăng tỷ lệ xuất khẩu gỗ tinh chế (trước đây 15m³ gỗ/container thì nay còn 6m³ gỗ/container do đồ nội thất chiếm diện tích lớn), (3) Chi phí vận chuyển nguyên liệu gỗ từ nhà máy Bình Phước (Cách 70km so với trụ sở chính). BSC cho rằng tỷ lệ chi phí này tiếp tục sẽ dao động quanh mức 5.4% của năm 2016.

Biên lợi nhuận ròng năm 2016 đạt 2,97%, tăng 0,11% so với cùng kỳ nhờ vào doanh thu đột biến từ hoạt động tài chính. Tỷ lệ doanh thu tài chính/ tổng doanh thu năm 2016 tăng 1.93% lên mức 2.68%, nhờ vào việc trước đây công ty vay vốn để sản xuất tuy nhiên do tiền hàng về thanh toán về đúng hạn (30-45 ngày từ khi nhận chứng từ), do đó GTA sử dụng nguồn vốn lưu động này để gửi ngân hàng với lãi suất cao hơn lãi suất ưu đãi cho vay. Lợi nhuận sau thuế năm 2016 đạt 14.5 tỷ đồng (+4.7% yoy), tương ứng mức biên lợi nhuận ròng là 2.97%.

Tỷ lệ cổ tức năm 2016 sẽ được nâng lên mức 10% bằng tiền mặt so với kế hoạch 8% đã được thông qua trước đó.

KQKD Q1 2017 chưa có sự cải thiện. Doanh thu Q1 ước tính đạt 116 tỷ đồng (-1.4% yoy), tương ứng hoàn thành 23.3% kế hoạch của năm, trong đó sản lượng gỗ tinh chế là 1400 m³, sản lượng gỗ sơ chế là 9500 m³. Lợi nhuận trước thuế ước tính là 3.4 tỷ đồng (-12.8% yoy). Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh trong các quý tiếp theo sẽ dần cải thiện, do quý đầu năm thường trùng các dịp lễ Tết dài ngày.

Kế hoạch năm 2017 gần như tương đương thực hiện 2016. Cho năm 2017, GTA đặt kế hoạch doanh thu hợp nhất và LNST hợp nhất là 497.8 tỷ đồng và 14.58 tỷ đồng, lần lượt tăng 1.6% và 0.3% so với năm 2016. Tỷ lệ cổ tức dự kiến cũng được nâng lên mức 11% bằng tiền mặt, so với mức 10% của năm 2016.

BSC cho rằng trong năm 2017, kết quả kinh doanh của GTA sẽ không có đột biến do (1) Đã hoạt động tối đa công suất thiết kế, (2) Khấu hao từ nhà xưởng, máy móc mới, (3) Chiến lược giảm giá bán nhằm tăng thị phần, do tính cạnh tranh ở các sản phẩm gỗ tinh chế tại các thị trường Mỹ - Úc - EU rất cao. Trong đó, xu hướng mỏng đối với các chi tiết gỗ vẫn là xu hướng chủ đạo (trước đây 1m³ gỗ/10 cái bàn thì nay 1m³ gỗ /12 cái bàn), đó đó công ty phải chịu thêm về chi phí nhân công, khấu hao, điện, nước ...

Triển vọng tăng trưởng từ năm 2018 khi nhà xưởng và máy móc mới bắt đầu đi vào hoạt động. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, hiện nay GTA đã vượt công suất thiết kế ban đầu (110%), do đó trong kế hoạch năm 2017, GTA sẽ đầu tư thêm nhà kho ở chi nhánh Bình Phước (diện tích ước tính khoảng 5000m²) mới nhằm mở rộng công xưởng, cùng với đó là đầu tư thêm máy

móc. Tổng số vốn đầu tư ước tính khoảng 34.8 tỷ đồng trong đó nhà xưởng chiếm 76.15% , phần còn lại là máy móc (23.85%), dự kiến vốn đầu tư sẽ đến từ nguồn vốn thặng dư và vốn tự có. Tổng số năm khấu hao dự kiến là 20 năm. Lưu ý, chi phí đầu tư trong ngành gỗ không lớn, yếu tố quan trọng để mở rộng công suất là có đủ diện tích và chi phí đầu tư cho nhà kho xưởng sản xuất.

Rủi ro. Một số rủi ro chính khi đầu tư GTA bao gồm (1) Giá gỗ nguyên liệu tăng mạnh, đặc biệt là gỗ cao su sau khi Trung Quốc ban hành lệnh đóng cửa rừng tự nhiên tại 14 tỉnh lớn. (2) Siết chặt hàng rào kỹ thuật đối với thị trường xuất khẩu (Đối với EU, yêu cầu về các giấy tờ chứng minh nguồn gốc gỗ là nghiêm ngặt hơn so với Mỹ) (3) Thanh khoản của cổ phiếu khá thấp.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

