

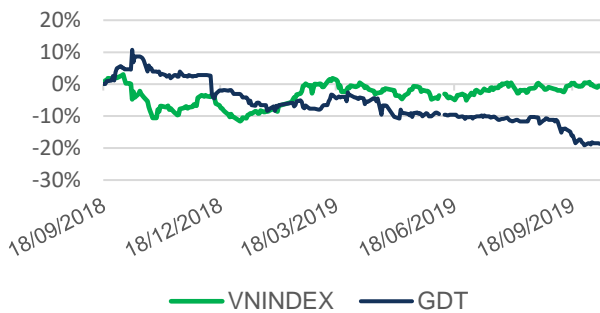
CÔNG TY CP CHẾ BIẾN GỖ ĐỨC THÀNH (GDT: HSX)

Trịnh Thị Phượng
 Chuyên viên tư vấn đầu tư
 Email: Phuongtt@fpts.com.vn
 Tel: (84.28) 6290 8686 Ext: 8937

Giá thị trường: 33.100 đồng/cp
 Giá mục tiêu: 38.000 đồng/cp
 Tăng/giảm: 14,8%

Khuyến nghị:
THEO DÕI

Biến động giá GDT và VNINDEX



THÁCH THỨC TẠI THỊ TRƯỜNG CHÂU ÂU

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu GDT – Công ty CP chế biến gỗ Đức Thành, niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HSX). Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu GDT là **38.000 đồng/cp**, cao hơn **14,8%** so với mức giá hiện tại.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** tại thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu GDT ở mức giá 30.000 đồng/cp, thấp hơn 26,7% so với giá mục tiêu.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng doanh thu có dấu hiệu chậm lại: (1) Thị trường xuất khẩu chính là Nhật Bản và Hàn Quốc đang gặp khó khăn do nhu cầu tiêu dùng hàng hóa chững lại, nguyên nhân đến từ căng thẳng thương mại giữa Nhật Bản và Hàn Quốc ngày một gia tăng (2) Thị trường xuất khẩu quan trọng thứ hai là Châu Âu ghi nhận sự sụt giảm đơn hàng khi chưa đáp ứng được chứng chỉ FSC¹.

Chi phí đầu vào tăng cao khiến cho tỷ suất lợi nhuận gộp sụt giảm: Chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công chiếm tới 90% chi phí sản xuất đều gia tăng do (1) giá gỗ cao su đầu vào tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao (2) GDT thực hiện tăng lương cho người lao động trong quý 2/2019, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 2,3 điểm phần trăm, từ mức 35,7% năm 2018 về mức 33,4% trong 9 tháng 2019.

Tình hình tài chính lành mạnh và việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt được duy trì ở mức cao hàng năm: Tài sản của GDT chủ yếu được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, ít phụ thuộc vào vay nợ. Trong vòng bốn năm trở lại đây, GDT duy trì mức chi trả cổ tức tiền mặt từ 4.000 đồng/cp đến 6.000 đồng/cp, tương ứng với mức lợi suất cổ tức bình quân là 12,5%/ năm.

Thông tin giao dịch ngày

18/11/2019

Giá hiện tại (đồng/cp)	33.100
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	49.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	29.700
Số lượng CP niêm yết (cp)	17.136.968
Số lượng CP đang lưu hành (cp)	16.963.108
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	24.469
Vốn hóa (tỷ đồng)	567
EPS trailing (đồng/cp)	4.480
P/E trailing (lần)	7,4

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP chế biến gỗ Đức Thành
Địa chỉ	21/6D Phan Huy Ích, P14, Q. Gò Vấp, Tp. HCM
Doanh thu chính	Xuất khẩu đồ nhà bếp, đồ gia dụng bằng gỗ
Chi phí chính	Chi phí gỗ cao su đầu vào và chi phí nhân công
Rủi ro chính	Biến động giá gỗ cao su đầu vào

¹ **Chứng chỉ FSC:** là chứng nhận bảo vệ rừng FSC, được dùng cho các nhà quản lý rừng hay các nhà sản xuất các sản phẩm từ rừng đảm bảo được tiêu chí về phát triển bền vững, cân bằng được các giá trị bảo vệ môi trường (rừng) với lợi ích xã hội của các bên liên quan (nhà sản xuất, xã hội và người dân địa phương). Chứng chỉ này do Hội đồng quản lý rừng FSC (Forest Stewardship Council) cung cấp. Đây là tổ chức phi Chính phủ, phi lợi nhuận được thành lập năm 1993 với mục tiêu phát triển & quản lý rừng bền vững trên toàn thế giới.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Giá gỗ cao su đầu vào: Chi phí gỗ cao su chiếm 40%-45% trong giá vốn do đó khi giá gỗ tăng 1% sẽ làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp của GDT giảm 0,6% với giá định GDT giữ ổn định giá bán đầu ra cho khách hàng.

Chi phí lao động gia tăng trước áp lực giá nhân công tăng cao: Hiện nay dòng vốn FDI đầu tư vào ngành chế biến gỗ của Việt Nam đang tăng cao. Điều này đã khiến cho doanh nghiệp chế biến gỗ đứng trước áp lực về cạnh tranh lao động trong ngành, qua đó khiến giá nhân công tăng 10%-20% so với đầu năm 2018 (theo Hiệp hội Mỹ nghệ và chế biến gỗ TP HCM (HAWA)).

Khả năng đáp ứng chứng chỉ FSC cho nguyên liệu đầu vào: Khi Việt Nam tham gia ký kết Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA), một số khách hàng tại thị trường EU yêu cầu nguồn gỗ cao su đầu vào của doanh nghiệp phải đáp ứng được chứng chỉ FSC. Tuy nhiên, đến nay nguồn gỗ của GDT vẫn chưa đáp ứng được tiêu chí này. Điều này có thể sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến doanh thu của công ty tại thị trường EU.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành



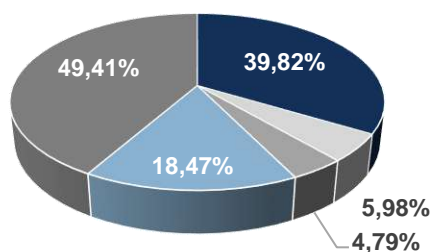
Năm 1991: Cơ sở sản xuất gỗ Tam Hiệp với số vốn ban đầu là 105 triệu đồng và 60 công nhân do cố Chủ tịch Lê Ba sáng lập.

Năm 2000: Chuyển đổi thành CTCP chế biến gỗ Đức Thành, với vốn điều lệ là 5,05 tỷ đồng do bà Lê Hải Liễu làm Tổng giám đốc.

Năm 2009: GDT niêm yết cổ phiếu lần đầu trên Sở giao dịch chứng khoán TP. HCM (HSX), với vốn điều lệ là 103,72 tỷ đồng. Tính đến nay, sau 10 năm kể từ thời điểm niêm yết, vốn điều lệ của GDT tăng 1,6 lần, đạt 171 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của GDT tại ngày 30/08/2019



- Gia đình bà Lê Hải Liễu
- Nguyễn Hà Ngọc Diệp
- Vietnam Holding Limited
- Nhà đầu tư nước ngoài khác
- Nhà đầu tư trong nước khác

Tính đến ngày 30/08/2019, bà Lê Hải Liễu và các thành viên trong gia đình nắm 39,82% cổ phần. Bà Nguyễn Hà Ngọc Diệp – Phó TGD trở thành cổ đông lớn ngày 13/08/2019, nắm giữ 5,98%. Nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 23,26% cổ phần, trong đó quỹ đầu tư Vietnam Holding Limited chiếm 4,79%. Đây là một trong những quỹ đầu tư lớn, với chiến lược đầu tư gắn kết lâu dài cùng những doanh nghiệp có hệ thống quản trị tốt và tăng trưởng bền vững.

Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

GDT là doanh nghiệp gia đình, các vị trí chủ chốt chủ yếu do các thành viên trong gia đình của bà Lê Hải Liễu nắm giữ:

Vị trí	Người nắm giữ	Trình độ chuyên môn	Mối quan hệ	Số năm làm việc tại GDT
Chủ tịch HĐQT	Bà Lê Hải Liễu	Cử nhân kinh tế - ĐH kinh tế TP HCM		27 năm
Phó CT kiêm TGĐ	Ông Lê Hồng Thắng	Kỹ sư cơ khí động lực, ĐH Sư phạm kỹ thuật TP HCM	Em trai	22 năm
Thành viên HĐQT	Ông Lê Hồng Thành		Em trai	12 năm
Thành viên HĐQT	Ông Lê Như Vũ		Con trai	
Thành viên HĐQT kiêm Phó TGĐ	Bà Nguyễn Hà Ngọc Diệp	Thạc sỹ kế toán quốc tế, ĐH Swinburne Úc		23 năm
Thành viên HĐQT độc lập	Bà Trương Thị Diệu Lê	Thạc sỹ quản trị kinh doanh		
Thành viên HĐQT độc lập	Ông Trần Xuân Nam			

Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị của GDT



1. Nguyên vật liệu

Hiện nay gỗ cao su đã trở thành nguồn nguyên liệu quan trọng trong ngành gỗ. Gỗ cao su được dùng phổ biến để chế tạo ra các sản phẩm như đồ gỗ nội thất, ghế, đồ mộc xây dựng, gỗ dán và viên nén. Gỗ cao su phần lớn được khai thác từ diện tích cao su đại điền, chủ yếu là doanh nghiệp nhà nước (thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG)), phần còn lại từ vườn cao su tiểu điền của các hộ gia đình. Gỗ được thu hoạch khi được 25 – 27 năm tuổi, thời điểm này năng suất mủ của cây không còn hiệu quả kinh tế.

Nguồn cung gỗ cao su trong nước gần như đáp ứng đủ nhu cầu sản xuất của các doanh nghiệp trong ngành, nhập khẩu gỗ cao su chiếm tỷ trọng nhỏ, chưa tới 1%. Theo số liệu từ Hiệp hội cao su Việt Nam, năm 2017 nhu cầu sử dụng của ngành chế biến gỗ ở khoảng 5,12 triệu m³ gỗ cao su tròn, trong khi đó ngành cao su cung cấp ra thị trường khoảng 4,5-5 triệu m³ gỗ cao su tròn (khoảng 92% đến từ đại điền, 8% đến từ tiểu điền). Một lượng nhỏ gỗ cao su nguyên liệu thiếu hụt được nhập khẩu chủ yếu từ Campuchia, Thái Lan và Malaysia.

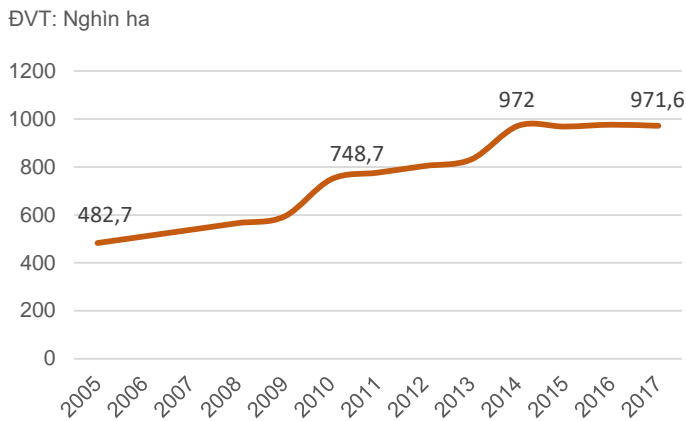
Gỗ cao su là nguyên liệu chính trong sản xuất của GDT (chiếm khoảng 40%-45% giá vốn) và được mua hoàn toàn trong nước, thông qua các cơ sở sơ chế gỗ. GDT mua gỗ từ các cơ sở sơ chế gỗ tại khu vực Đông Nam Bộ, là vùng trồng và cung cấp gỗ cao su lớn nhất cả nước (chiếm 57% diện tích trồng cao su). Khu vực nhà máy sản xuất gần với các cơ sở cung ứng gỗ giúp GDT tiết giảm được chi phí vận chuyển nguyên liệu về nhà máy. GDT hoạt động gần 30 năm trong ngành và đã xây dựng được mối quan hệ uy tín với phía nhà cung cấp gỗ, nhờ đó doanh nghiệp có khả năng mua được gỗ nguyên liệu với giá thành thấp hơn khoảng 200.000 đồng/ m³ so với bên ngoài thị trường (theo chia sẻ từ doanh nghiệp).

Giá gỗ cao su biến động mạnh kể từ cuối năm 2016 và được dự báo trong xu hướng tăng giai đoạn 2019F-2023F.

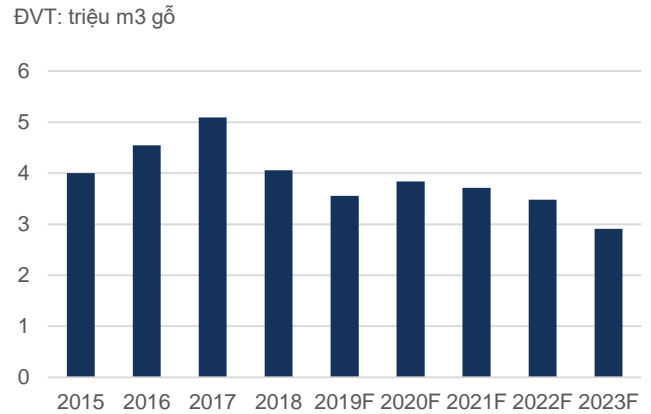
Cuối năm 2016, giá gỗ cao su bình quân đạt mức 6,8 triệu đồng/m³ (+40% yoy), đến năm 2018, giá gỗ đạt mức trung bình 7 triệu đồng/m³ (+2,9% yoy) và hiện tại đang giao dịch ở mức 6,65 triệu đồng/m³, giảm 5% so với đầu năm 2019.

Giá gỗ cao su tăng mạnh từ cuối năm 2016 do Việt Nam và các nước gồm Trung Quốc, Lào, Campuchia thực hiện đóng cửa rừng tự nhiên đã khiến cho nhu cầu sử dụng gỗ cao su (gỗ rừng trồng) tăng mạnh. Bên cạnh đó, ngày 01/07/2017 Malaysia thực thi lệnh cấm xuất khẩu gỗ cao su để bảo hộ ngành sản xuất đồ gỗ của nước này khiến cho lượng cung gỗ cao su trở nên khan hiếm. Theo thống kê từ tổ chức Forest Trends, việc Trung Quốc đóng cửa rừng tự nhiên tại 14 tỉnh đã khiến cho ngành chế biến gỗ nước này thiếu hụt 50% lượng gỗ nguyên liệu. Điều này dẫn đến việc các thương lái Trung Quốc tràn qua Việt Nam thu mua gỗ đã đẩy giá gỗ tăng cao trong giai đoạn này.

Giá gỗ cao su dự báo trong xu hướng tăng do nguồn cung gỗ cao su trong nước hạn hẹp dần, đồng thời bài toán nhập khẩu nguyên liệu sẽ trở nên khó khăn hơn. Theo Hiệp hội cao su Việt Nam, lượng cung gỗ cao su thanh lý mỗi năm trong giai đoạn 2019F-2023F có xu hướng sụt giảm so với lượng cung hàng năm trong giai đoạn 2015-2018. Nguyên nhân là (1) diện tích trồng cao su vài năm gần đây không có biến động nhiều, phần lớn do giá mủ cao su thiên nhiên trên thị trường thế giới giảm, làm hạn chế động lực mở rộng diện tích (2) Các vùng trồng mới trên diện tích đã khai thác chưa kịp cho gỗ thanh lý do vòng đời khai thác mủ của cây cao su khoảng 25-30 năm. Bên cạnh đó Trung Quốc và nhiều nước trong khu vực Đông Nam Á đã đồng loạt thực thi chính sách đóng cửa rừng hoặc hạn chế xuất khẩu gỗ cao su để bảo hộ nguồn cung nguyên liệu trong nước sẽ khiến việc nhập khẩu gỗ khó khăn hơn.

Biểu đồ 2: Diện tích cây cao su tại Việt Nam giai đoạn 2005-2017


Nguồn: Bộ NN&PTNT, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 3: Sản lượng gỗ cao su thanh lý giai đoạn 2015-2018 và dự báo cho giai đoạn 2019-2023


Nguồn: Tổng cục thống kê, Hiệp hội cao su Việt Nam, FPTS tổng hợp

Thách thức trong việc đảm bảo nguồn gỗ nguyên liệu đạt chứng chỉ FSC trong bối cảnh khi Việt Nam tham gia EVFTA.

Gỗ cao su Việt Nam đạt chứng nhận FSC là tấm vé cho các doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm gỗ khi muốn tham gia thị trường EU. Để tham gia sâu hơn vào thị trường EU, doanh nghiệp sản xuất sản phẩm từ gỗ cao su cần phải chứng minh được nguồn nguyên liệu mà doanh nghiệp sử dụng phải đảm bảo theo bộ tiêu chuẩn do FSC thiết lập (chứng nhận FSC). Bộ tiêu chuẩn này gồm 10 nguyên tắc (chi tiết tại [Phụ lục](#)), quy định rất khắt khe về việc chủ rừng phải tuân thủ các quy định về pháp luật (tình trạng pháp lý, quyền khai thác và sử dụng tài nguyên rừng), các quyền và điều kiện của người lao động và các giá trị tác động đến môi trường, cộng đồng xung quanh.

VRG đóng vai trò quyết định trong việc giải quyết bài toán đầu vào nguyên liệu cho ngành chế biến và xuất khẩu sản phẩm từ gỗ cao su của Việt Nam. VRG hiện đang là đơn vị cung ứng gỗ cao su lớn nhất (92% sản lượng gỗ cao su cả nước). Theo chia sẻ từ GDT, VRG đã có những động thái tích cực hơn trong việc phối hợp với các doanh nghiệp trong ngành, cùng các hiệp hội để các chủ rừng có được chứng nhận FSC. VRG cũng đang làm việc với các nhà tư vấn nước ngoài và dự kiến tới cuối 2021 Việt Nam sẽ có thể cung cấp nguồn gỗ cao su đạt chứng nhận FSC.



Chủ rừng

Doanh nghiệp sản xuất sản phẩm từ gỗ cao su đạt chuẩn FSC

Thị trường EU

2. Sản xuất

GDT có 2 nhà máy sản xuất gồm nhà máy tại thành phố Hồ Chí Minh và Bình Dương, tổng công suất thiết kế hiện nay là 8.500 m³ gỗ thành phẩm/năm. Hiện tại nhà máy đang chạy khoảng 82% công suất. Dây chuyền máy móc của GDT được nhập khẩu từ Đài Loan, đến khoảng năm 2030 dây chuyền máy sẽ hết khấu hao.

Nhà máy	Công suất thiết kế	Diện tích	Năm hoạt động	Địa chỉ
Nhà máy tại TP.Hồ chí Minh	2.500 m ³ gỗ thành phẩm/năm	7.800 m ²	2003	21/8D, Phan Huy Ích, P.14, Q.Gò Vấp, HCM
Nhà máy tại Bình Dương	6.000 m ³ gỗ thành phẩm/ năm	38.000 m ²	2005 (mở rộng năm 2014, từ 30.000 m ² lên 38.000 m ²)	Tân Hiệp, Bình Dương

Quy trình sản xuất sản phẩm: gỗ cao su cắt xẻ thành thanh và trải qua quá trình ngâm tẩm hóa chất, sấy khô để chống mối mọt tại các cơ sở sơ chế gỗ. GDT thu mua gỗ nguyên liệu này và đưa về nhà máy để chế tạo sản phẩm, gồm các bước sau:


Máy bào

Máy ghép phôi

Máy tạo hình

Máy đánh nhám

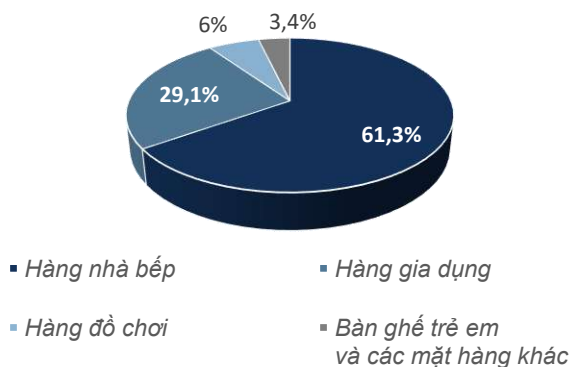
- ✓ **Bào nhẵn phôi gỗ:** bằng hệ thống dây chuyền máy bào.
- ✓ **Ghép phôi:** Phôi gỗ được đưa vào dây chuyền máy ghép phôi để tạo thành những bản rộng với các kích thước phù hợp với từng loại sản phẩm.
- ✓ **Gia công tạo hình dáng cho sản phẩm:** bằng hệ thống máy được điều khiển theo dây chuyền tự động. Người công nhân sẽ đưa phôi vào đúng khuôn, máy sẽ được cài đặt đúng chế độ để bào cắt, bo cạnh theo từng mẫu sản phẩm. Đặc tính sản phẩm của GDT khá đa dạng về mẫu mã kích thước tùy theo nhu cầu của khách hàng. Với từng mẫu mã của sản phẩm sẽ có những khuôn mẫu thích hợp để lắp ráp vào dây chuyền. Đối với những sản phẩm yêu cầu phải tạo hình ở giữa bề mặt gỗ sẽ được chuyển sang loại máy định hình riêng.
- ✓ **Hoàn thiện sản phẩm:** Ở giai đoạn này người công nhân phải trực tiếp kiểm tra sản phẩm, chỉnh sửa lại những chi tiết chưa đạt yêu cầu nếu có, làm mịn bề mặt sản phẩm lần cuối, sơn phủ bề mặt và đóng gói sản phẩm. Giai đoạn này cần đến công việc thủ công của người công nhân nhiều hơn thay vì những công đoạn trước chủ yếu sử dụng dây chuyền máy tự động.

Chi phí nhân công chiếm 44% trong chi phí sản xuất và có xu hướng gia tăng trước áp lực giá nhân công tăng cao. Với quy trình sản xuất như hiện nay, mức sử dụng lao động của GDT là khá lớn, với gần 900 lao động, trong đó chủ yếu là lao động phổ thông. Trong dây chuyền sản xuất, người lao động được chuyên môn hóa theo quy trình và làm những phân đoạn không quá phức tạp. Hiện nay dòng vốn FDI đầu tư vào ngành chế biến gỗ của Việt Nam đang tăng cao đã khiến cho các doanh nghiệp chế biến gỗ đứng trước áp lực về cạnh tranh lao động trong ngành. Cụ thể, theo cục Đầu tư nước ngoài, trong 9 tháng đầu 2019, có 67 dự án FDI mới đầu tư vào ngành gỗ,

tương đương với con số của cả năm 2018. Quy mô vốn FDI đầu tư vào ngành gỗ trong 9 tháng 2019 lớn hơn 2,3 lần so với cả năm 2018. Theo HAWA, hiện giá nhân công ở các khu công nghiệp đã tăng 10%-20% so với đầu năm 2018. Hiện nay, mức thu nhập của công nhân làm việc tại các doanh nghiệp FDI trong ngành chế biến gỗ ở khu vực Bình Dương trung bình ở mức 7 triệu đồng – 7,5 triệu đồng/lao động/tháng. Trong quý 2/2019, GDT cũng đã thực hiện tăng thu nhập cho công nhân sản xuất trực tiếp, do đó thu nhập bình quân/công nhân đạt mức 7,2 triệu đồng/lao động/tháng (năm 2018 là 6,5 triệu đồng/lao động/tháng). Chúng tôi cho rằng đây là việc cần thiết giúp GDT có thể giữ chân và thu hút lao động, từ đó góp phần ổn định sản xuất.

Vốn đầu tư cho tài sản cố định phục vụ sản xuất là không đáng kể do đặc tính sản phẩm của GDT khá nhỏ gọn so với ngành hàng đồ nội thất hay bàn ghế, do đó dây chuyền máy móc trong sản xuất có giá trị không quá cao. Giai đoạn 2009-2018, tổng tiền chi cho việc mở rộng diện tích nhà xưởng tại Bình Dương và tiền mua sắm máy móc thiết bị chỉ hơn 36 tỷ đồng (trong đó tiền chi mở rộng nhà xưởng Bình Dương từ 30.000 m² lên 38.000 m² năm 2014 là 9 tỷ đồng, tiền mua sắm máy móc thiết bị mỗi năm khoảng 2,5 tỷ - 5,5 tỷ đồng).

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo nhóm sản phẩm của GDT năm 2018



Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Sản phẩm chính là đồ gỗ nhà bếp (gồm các loại thớt, các loại rế, các loại dĩa dao và các loại lót ly), **đồ gỗ gia dụng** (gồm móc treo quần áo, các loại kệ để tạp chí, kệ để giày dép) **và đồ chơi trẻ em bằng gỗ**.

Hiện nay, nhờ thực hiện tốt khâu thu mua gỗ đảm bảo chất lượng và giám sát kỹ thuật chặt chẽ từng công đoạn sản xuất, qua đó giảm thiểu tỷ lệ sai hỏng sản phẩm giúp gia tăng tỷ lệ thành khí (mức sử dụng gỗ trong chế biến) lên đến gần 50% (cứ khoảng 2,05 m³ gỗ thô sẽ tinh chế được khoảng 1 m³ gỗ tinh) so với mức 40%-45% trong quá khứ.

Mặt hàng đồ chơi trẻ em hiện tại vẫn đang sản xuất dựa trên cơ sở tận dụng nguồn nguyên liệu từ sản xuất đồ gỗ nhà bếp, đồ gia dụng nhằm tiết kiệm nguyên liệu, tiết giảm chi phí. Với mảng kinh doanh này, GDT chưa tìm được hướng đi để tạo ra đột phá, khi tỷ trọng đóng góp vào doanh thu chỉ ở mức 6%. Doanh thu chính vẫn đến từ hai mảng là đồ nhà bếp và đồ gia dụng.

Các sản phẩm chính của GDT



Các loại thớt



Khay ăn sáng



Thùng đựng bánh mì

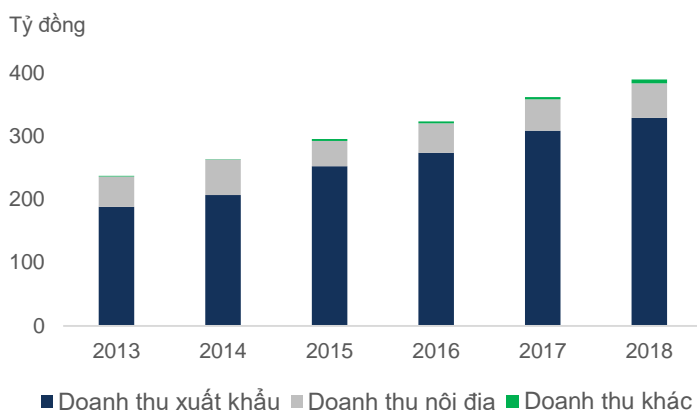
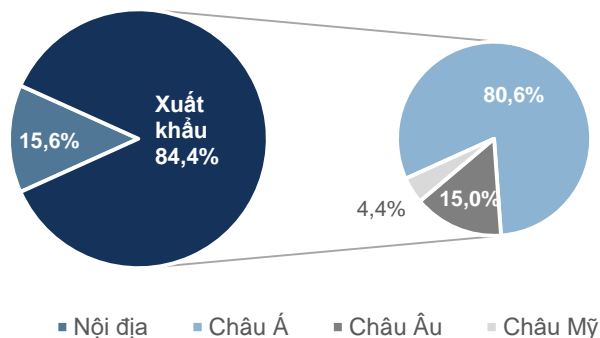

Dắt dao

Các loại rế, đế lót ly

Các loại kệ (kệ để giày, kệ để rượu, kệ để tạp chí...)

3. Thị trường tiêu thụ

Đặc điểm trong phương thức hoạt động của GDT là sản xuất theo đơn hàng khách đặt tại thị trường xuất khẩu, thiết kế sản phẩm được chỉ định từ đối tác. Các đơn hàng xuất khẩu thường tập trung vào các dòng sản phẩm chính như (1) Thớt các loại (Thớt cắt Pizza, thớt cắt bánh mì, thớt cắt rau củ quả...) (2) Khay ăn sáng (3) Thùng gỗ đựng bánh mì. **Thị trường nội địa, GDT phân phối sản phẩm chủ yếu tại các hệ thống siêu thị với sản phẩm chủ đạo là thớt gỗ Đức Thành với chất lượng và giá cả đồng bộ với hàng hóa xuất khẩu.**

Biểu đồ 5: Doanh thu theo thị trường giai đoạn 2013-2018

Biểu đồ 6: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo khu vực năm 2018


Nguồn: GDT, FPTs tổng hợp

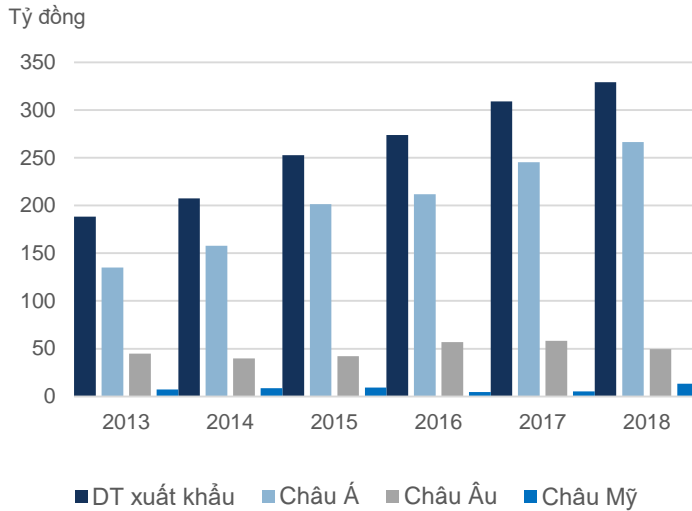
Thị trường xuất khẩu là thị trường chủ đạo. Doanh thu xuất khẩu của GDT tập trung chủ yếu vào hai quốc gia là Nhật Bản và Hàn Quốc thuộc khu vực Châu Á. Năm 2018, doanh thu xuất khẩu chiếm 84,4%, trong đó Hàn Quốc và Nhật Bản đóng góp 80,6%. GDT có một lượng khách hàng ổn định và không quá bị phụ thuộc vào một khách hàng lớn nào. Theo doanh nghiệp chia sẻ thì 10 khách hàng lớn nhất hiện nay chiếm khoảng 40% doanh thu.

Các nhà nhập khẩu chính	Trụ sở chính	Ngành nghề	Thị trường
Lotte Mart	Hàn Quốc	Nhà bán lẻ	Hàn Quốc, Trung Quốc, Indonesia, Việt Nam
Daiso Japan	Nhật Bản	Nhà bán lẻ, 3.150 cửa hàng tại Nhật Bản và 1800 cửa hàng trên toàn thế giới	Châu Á, Châu Đại Dương, Bắc Mỹ, Trung Mỹ, Brazil, Châu Phi
Nitori	Nhật Bản	Kinh doanh đồ nội thất và trang trí nội thất	Nhật Bản
Fuji	Nhật Bản	Nhà bán lẻ	Nhật Bản
Zeller present	Đức	Hàng gia dụng	Đức
Kesper	Anh	Hàng gia dụng và các loại thớt	Anh

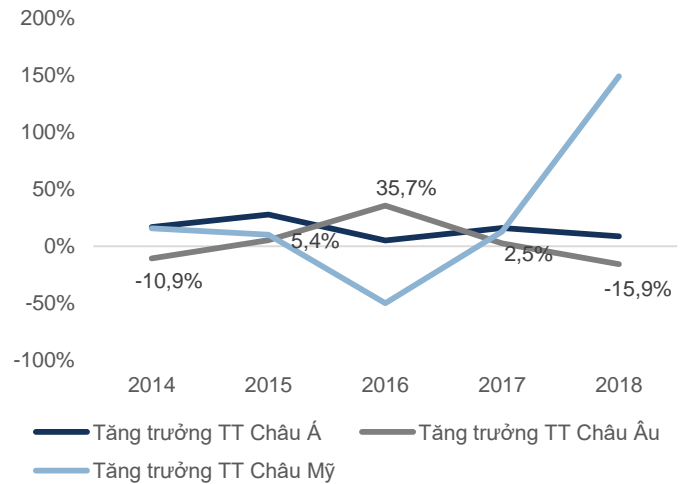
Nguồn: GDT, FPTs tổng hợp

Các sản phẩm gỗ của GDT hiện đang được hưởng thuế xuất khẩu 0% vào các thị trường. Phân khúc sản phẩm mà GDT đang hoạt động khá phân mảnh. Phần lớn các nhà sản xuất Việt Nam chỉ là các cơ sở kinh doanh nhỏ, do đó khó có khả năng đáp ứng được các yêu cầu về chất lượng, độ an toàn và đảm bảo môi trường từ đối tác nước ngoài. Đối thủ trực tiếp của GDT vì vậy là các công ty từ Trung Quốc, Ấn Độ và Thái Lan, có lợi thế về khả năng tư vấn thiết kế mẫu mã sản phẩm đa dạng và quy mô sản xuất lớn.

Biểu đồ 7: Doanh thu xuất khẩu theo khu vực giai đoạn 2013-2018



Biểu đồ 8: Tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu theo khu vực giai đoạn 2014-2018

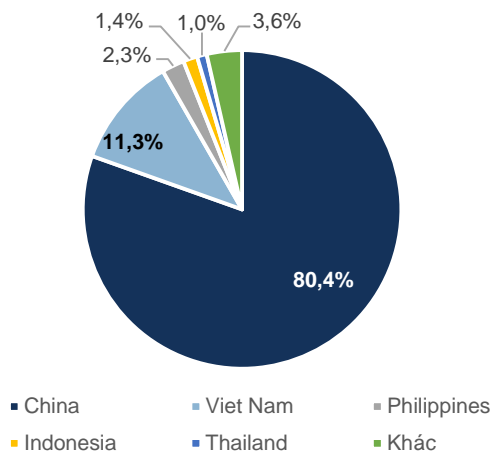


Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp hợp

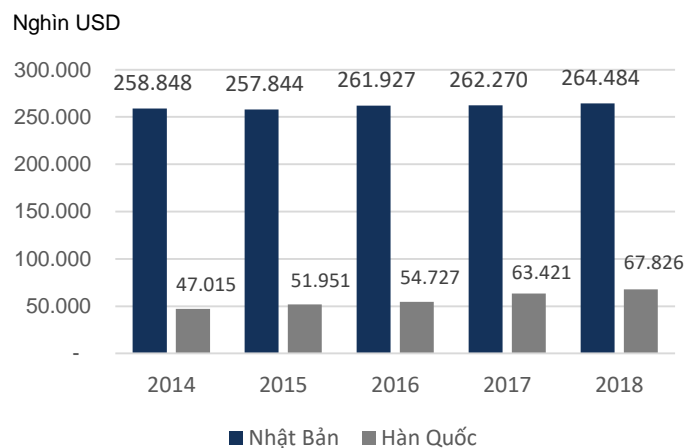
GDT hiện đang chỉ chiếm 3,6% thị phần tại thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản

Nhật Bản và Hàn Quốc là hai thị trường nhập khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ lớn trên thế giới. Năm 2018, giá trị nhập khẩu của Nhật Bản và Hàn Quốc tổng cộng đạt 332 triệu USD. Trong khi đó doanh thu xuất khẩu vào hai thị trường này của GDT đạt khoảng 12 triệu USD, chiếm 3,6% giá trị nhập khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Nhật Bản và Hàn Quốc. Điều này cho thấy GDT mới đang bước những bước chân nhỏ trong một thị trường rộng lớn. Với lợi thế về mối quan hệ hợp tác lâu năm và sự tín nhiệm của các đối tác tại Nhật Bản và Hàn Quốc sẽ là nhân tố tiếp tục hỗ trợ cho GDT tiến sâu hơn vào thị trường này.

Biểu đồ 9: Thị phần cung cấp đồ gỗ nhà bếp tại Nhật Bản và Hàn Quốc năm 2018



Biểu đồ 10: Giá trị nhập khẩu đồ gỗ nhà bếp của Nhật Bản và Hàn Quốc giai đoạn 2014-2018



Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

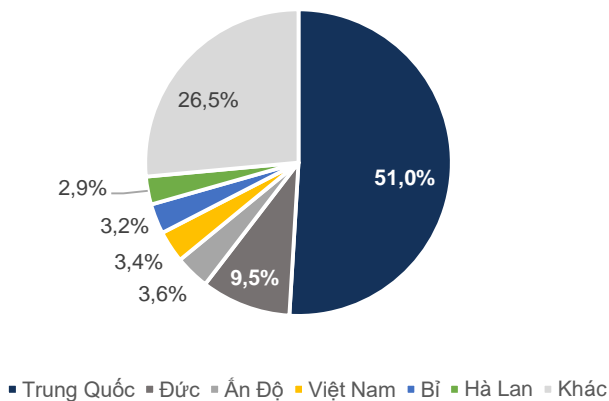
Thị trường Châu Âu chiếm 15% doanh thu và hiện tại đang gặp khó khăn do một số khách hàng của GDT tại đây yêu cầu chứng chỉ FSC.

Thị trường đồ gỗ nhà bếp tại Châu Âu là một thị trường nhiều tiềm năng. Năm 2018, giá trị nhập khẩu đồ gỗ nhà bếp của Châu Âu đạt 482 triệu Euro, trong đó nhập khẩu từ Việt Nam đạt khoảng 16 triệu Euro, mới chỉ tương ứng với 3,4% thị phần.

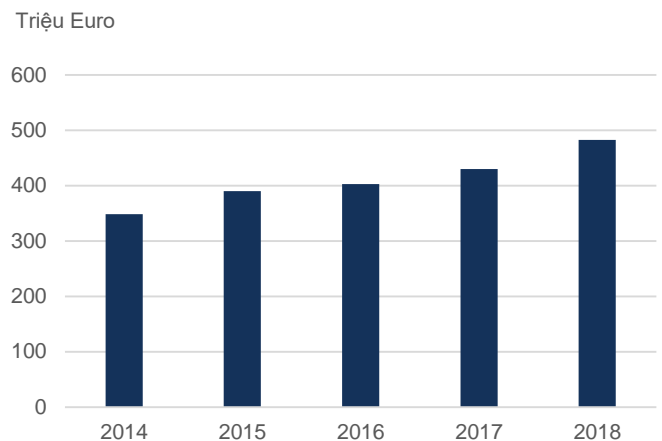
Tuy nhiên thách thức đặt ra là các khách hàng tại thị trường Châu Âu yêu cầu sản phẩm mà doanh nghiệp xuất khẩu phải sử dụng nguồn gỗ nguyên liệu đạt chứng chỉ FSC. Vì lý do này, năm 2018 GDT đã mất một số đơn đặt hàng khiến cho doanh thu giảm 15,9% yoy.

Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi đánh giá đến năm 2023 gỗ cao su Việt Nam mới có thể đạt được chứng nhận FSC. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ thị trường Châu Âu sẽ giảm 16% trong năm 2019, trong giai đoạn 2020F-2023F doanh thu giảm 11% mỗi năm.

Biểu đồ 11: Thị phần cung cấp đồ gỗ nhà bếp tại Châu Âu năm 2018



Biểu đồ 12: Nhập khẩu đồ gỗ nhà bếp của Châu Âu giai đoạn 2014-2018

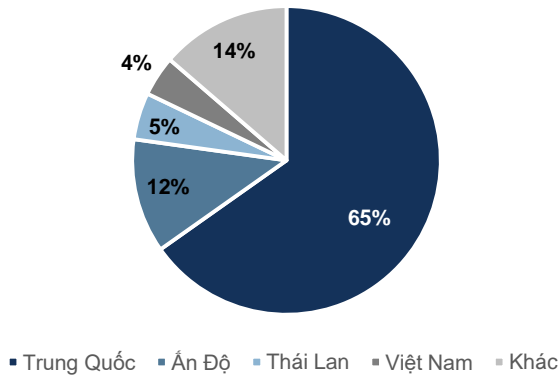
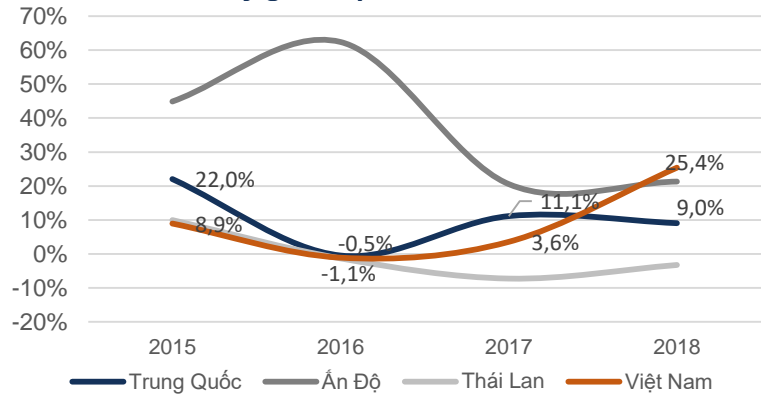


Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

Thị trường Mỹ hiện tại đóng góp 4,4% vào doanh thu của GDT và đang có dấu hiệu tích cực hơn nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc qua Việt Nam.

Năm 2018, Mỹ là thị trường nhập khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ lớn nhất thế giới, với giá trị gần 300 triệu USD, chiếm 19,3% giá trị nhập khẩu toàn cầu. Trung Quốc là đối tác lớn nhất cung cấp sản phẩm này cho thị trường Mỹ, với giá trị đạt gần 196 triệu USD, chiếm 65% thị phần. So với giá trị xuất khẩu của Trung Quốc vào Mỹ, quy mô của thị trường Việt Nam còn rất nhỏ khi chỉ chiếm 4% thị phần (theo Trademap). Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung diễn ra đã làm xuất hiện sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc qua Việt Nam. Năm 2018, tốc độ tăng trưởng giá trị xuất khẩu Trung Quốc chậm lại, khi chỉ đạt mức tăng trưởng 9%, so với mức 11,1% năm 2017. Trong khi đó, Việt Nam đạt mức tăng trưởng 25,4% (năm 2017 tăng trưởng 3,6%). Hưởng lợi từ sự dịch chuyển này, doanh thu từ thị trường Mỹ của GDT năm 2018 tăng trưởng 149,4% yoy, đạt 13 tỷ đồng.

Biểu đồ 13: Thị phần xuất khẩu đồ gỗ nhà bếp của các quốc gia trên thế giới vào Mỹ năm 2018

Biểu đồ 14: Tốc độ tăng trưởng doanh thu xuất khẩu đồ gỗ nhà bếp của 4 quốc gia có thị phần lớn nhất vào Mỹ giai đoạn 2015-2018


Nguồn: Trademap, FPTs tổng hợp

Thị trường nội địa duy trì ổn định, chiếm 15,6% doanh thu 2018. Doanh thu trong nước đạt 55 tỷ đồng năm 2018, trong đó Tp. HCM đóng góp nhiều nhất với 69,6% doanh thu, tiếp đến là Hà nội với 17,5%. Hiện tại, sản phẩm của GDT được bày bán ở các hệ thống siêu thị như Co.op Mart, Big C, Metro, Lotte Mart, Vinmart, E-Mart. Hiện tại GDT vẫn chưa thâm nhập được sâu vào thị trường nội địa do nhu cầu sử dụng của người tiêu dùng trong nước chưa cao.

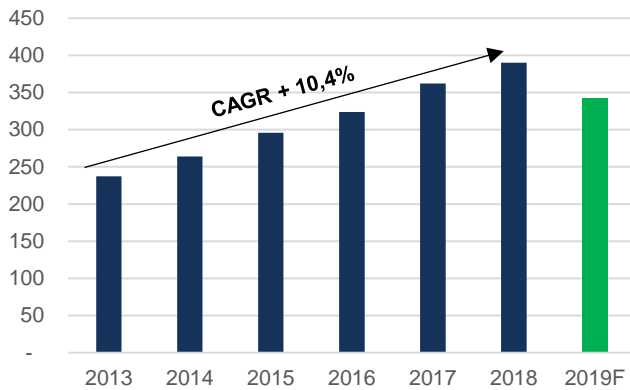
- ✓ **Những sản phẩm như các loại rế gỗ, đế lót ly, các loại dĩa dao, móc treo quần áo và kệ để tạp chí, giày dép** chưa được người tiêu dùng nội sử dụng nhiều do các mặt hàng thay thế làm từ các nguyên liệu khác ngoài gỗ (như nhựa, vải, sắt..) có giá thành thấp hơn, mẫu mã đa dạng hơn do đó có nhiều sự lựa chọn hơn so với sản phẩm đồ gỗ.
- ✓ **Dòng sản phẩm thớt gỗ** được người tiêu dùng Việt Nam sử dụng nhiều, tuy nhiên người Việt vẫn có thói quen sử dụng thớt mua ngoài chợ truyền thống, được sản xuất bởi các cơ sở nhỏ.
- ✓ **Sản phẩm đồ chơi trẻ em** được bán tại thị trường nội địa chưa có nhiều biến chuyển, hiện đang đóng góp 6% doanh thu.

Nhận diện thị trường nội địa tiếp tục gặp khó khăn khi phải cạnh tranh với các cơ sở sản xuất nhỏ, GDT xác định duy trì thị trường nội địa ổn định và tập trung cho phát triển thị trường xuất khẩu.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

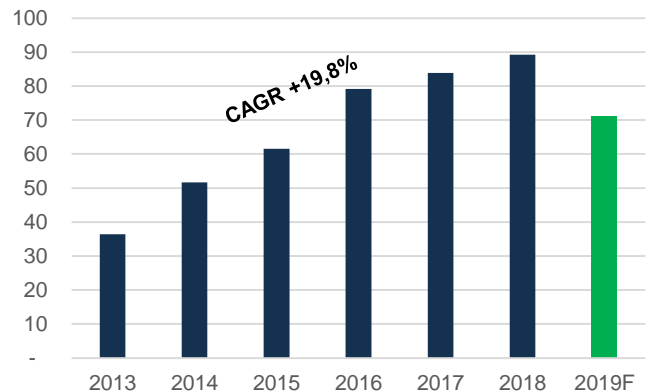
Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) có dấu hiệu chậm lại

Biểu đồ 15: Doanh thu của GDT giai đoạn 2013-2019F



Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 16: Lợi nhuận sau thuế từ hoạt động kinh doanh cốt lõi GDT giai đoạn 2013-2019F



Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

GDT đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu và LNST từ hoạt động kinh doanh cốt lõi² giai đoạn 2013-2018 lần lượt là 10,4% và 19,8%. Trong đó động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ thị trường Châu Á, với tốc độ tăng trưởng kép đạt 15%. **Trong giai đoạn 2019-2023, chúng tôi dự báo mức tăng trưởng doanh thu và LNST có dấu hiệu chậm lại do** (1) Đơn hàng từ thị trường Châu Á từ đầu năm đến nay có dấu hiệu chậm lại do căng thẳng thương mại giữa Hàn Quốc và Nhật Bản (2) Thị trường Châu Âu tiếp tục gặp khó khăn do yêu cầu về chứng chỉ FSC (3) Thu nhập bình quân/lao động tăng 10,8% trong năm 2019.

Năm 2019, GDT đặt kế hoạch doanh thu 428 tỷ đồng và LNTT 118 tỷ đồng, lần lượt tăng 10% và 5,5% so với thực hiện 2018. Chúng tôi cho rằng GDT khó có khả năng hoàn thành con số kế hoạch này. Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm đang cho thấy bức tranh kém khả quan, khi doanh thu chỉ đạt 241,3 tỷ đồng (-16,3%yoy) và LNTT đạt 64,8 tỷ đồng (-23%yoy), hoàn thành 56,4% kế hoạch doanh thu và 55% kế hoạch lợi nhuận năm. Theo trao đổi với doanh nghiệp, doanh thu 9 tháng đầu năm sụt giảm do nhu cầu tiêu dùng hàng hóa chững lại tại thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc, dẫn đến một số đơn đặt hàng đang phải tạm ngưng lại. Tuy nhiên trong quý 2.2019, GDT vừa đạt chứng chỉ BSCI³, qua đó sẽ giúp cho việc nhận diện thương hiệu của GDT tại thị trường EU và thị trường Mỹ được cải thiện hơn. Chứng nhận BSCI sẽ giúp GDT khắc phục được phần nào khó khăn trong việc cải thiện đơn đặt hàng do hiện tại nguồn gỗ đầu vào chưa đạt chứng nhận FSC. GDT cho biết, từ khi có BSCI, đã xuất hiện đơn hàng mới từ thị trường Mỹ và EU, do đó kể từ quý 4 doanh thu sẽ được cải thiện hơn so với 3 quý đầu năm. Chúng tôi ước tính trong năm 2019 GDT sẽ đạt 342,5 tỷ đồng doanh thu (-12% yoy), và LNTT đạt 88,9 tỷ (-21%yoy).

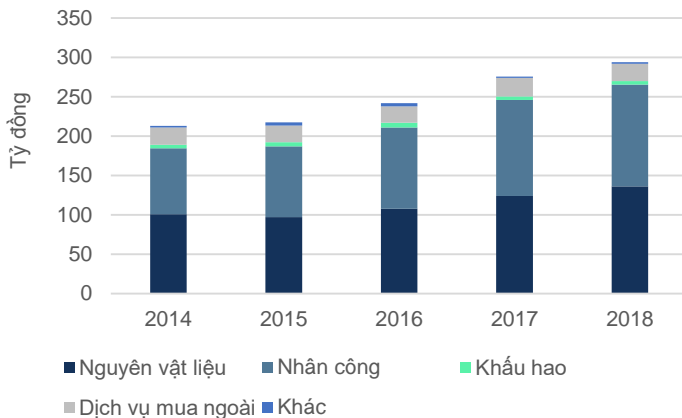
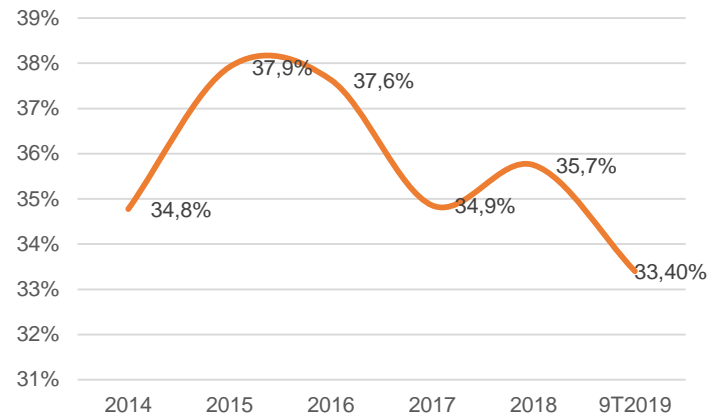
Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do giá gỗ cao su đầu vào và chi phí lao động tăng cao

Giá gỗ cao su tăng 40% trong giai đoạn 2016-2017 và tăng 2% năm 2018, trong khi đó giá bán bình quân chỉ tăng nhẹ ở mức 3%-5%, khiến cho tỷ suất lợi nhuận gộp của GDT giảm 1,9 điểm phần trăm, từ mức 37,6% năm 2016 về 35,7% năm 2018.

² Đã điều chỉnh các khoản thu nhập bất thường trong năm 2016 và 2017, lần lượt là 21,6 tỷ đồng và 20,1 tỷ đồng từ việc bán khu đất Mỹ Phước 2.

³ BSCI (Business Social Compliance Initiative) là bộ tiêu chuẩn dùng để đánh giá và tuân thủ trách nhiệm xã hội trong kinh doanh. BSCI được Hiệp hội Ngoại thương (FTA) thiết lập nhằm tạo ra các quy tắc ứng xử và hệ thống giám sát về trách nhiệm xã hội của doanh nghiệp ở Châu Âu. Áp dụng BSCI, các nhà cung ứng xuất khẩu Việt Nam sẽ cải thiện lâu dài các tiêu chuẩn xã hội, qua đó thay đổi tốt hơn điều kiện làm việc cho người lao động, quan hệ lao động, kết quả kinh doanh và chất lượng xã hội của sản phẩm. Qua đó tăng tính cạnh tranh của doanh nghiệp.

Trong quý 2/2019, GDT thực hiện tăng lương cho người lao động, do đó thu nhập bình quân của công nhân sản xuất trực tiếp tăng từ mức 6,5 triệu đồng/ lao động/ tháng năm 2018 lên mức 7,2 triệu đồng/ lao động/ tháng trong năm 2019 (+10,7% yoy). Qua đó làm tỷ suất lợi nhuận gộp của GDT giảm 2,3 điểm phần trăm, từ mức 35,7% năm 2018 về mức 33,4% trong 9 tháng 2019.

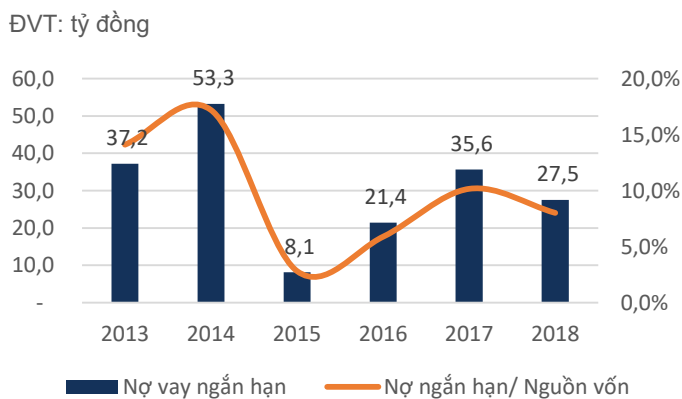
Biểu đồ 17: Cơ cấu chi phí của GDT giai đoạn 2013-2018

Biểu đồ 18: Tỷ suất lợi nhuận gộp GDT giai đoạn 2014-9T2019


Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

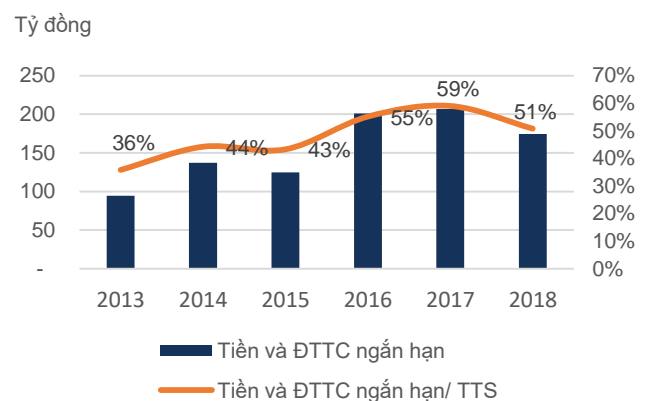
Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Tình hình tài chính lành mạnh khi không sử dụng nợ vay dài hạn

GDT không sử dụng nợ dài hạn, nợ vay hoàn toàn là các khoản vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động. Kết thúc năm 2018, GDT có 27,5 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn chịu lãi (chiếm 8% tổng nguồn vốn). Các khoản tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn (chủ yếu là các hợp đồng tiền gửi có kỳ hạn từ 3 tháng đến dưới 1 năm) là 175 tỷ đồng, chiếm 51% tổng tài sản của công ty, đem về doanh thu tài chính khoảng 12 tỷ đồng.

Biểu đồ 21: Cơ cấu nợ vay giai đoạn 2013-2018


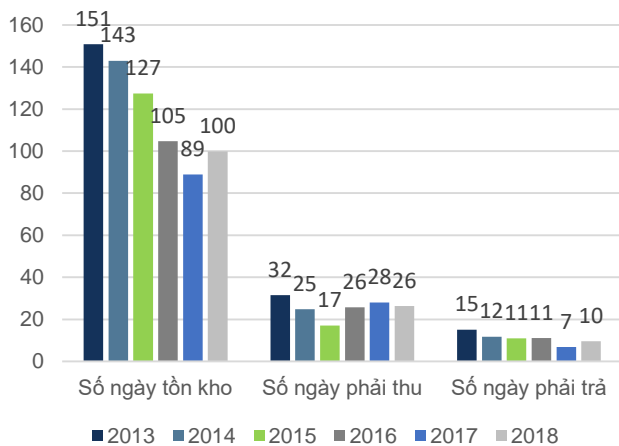
Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 22: Cơ cấu tài sản giai đoạn 2013-2018


Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Chỉ số về hiệu quả hoạt động

Biểu đồ 23: Chỉ số hiệu quả hoạt động của GDT giai đoạn 2013-2018



Khả năng quản trị hàng tồn kho của GDT được cải thiện, số ngày tồn kho của GDT giảm từ 151 ngày trong năm 2013 còn 100 ngày trong năm 2018 (GDT chủ yếu tồn kho nguyên vật liệu). Tuy nhiên, số ngày tồn kho năm 2018 và 9 tháng 2019 có dấu hiệu tăng trở lại. Nguyên nhân là một số đơn hàng tại Nhật Bản và Hàn Quốc đã bị dời lại ngày giao hàng, dẫn đến tồn kho thành phẩm và chi phí sản xuất kinh doanh dờ dang tăng 50%yoy.

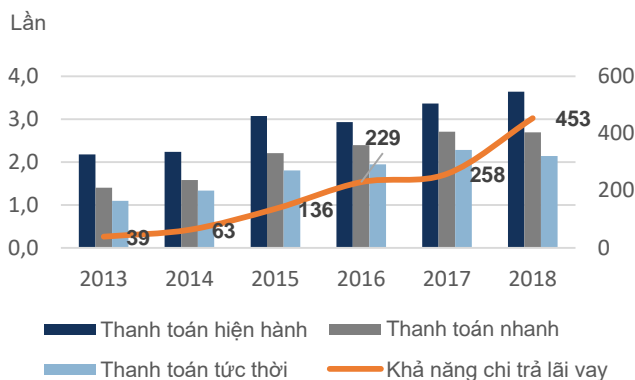
Trong giai đoạn 2013-2018, số ngày phải thu của GDT cải thiện từ 32 ngày xuống còn 26 ngày.

Phải trả nhà cung cấp của GDT giữ ở mức ổn định trong suốt giai đoạn 2013-2018, trung bình ở mức 9 tỷ đồng mỗi năm.

Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Chỉ số về khả năng thanh toán

Biểu đồ 24: Chỉ số khả năng thanh toán của GDT giai đoạn 2013-2018



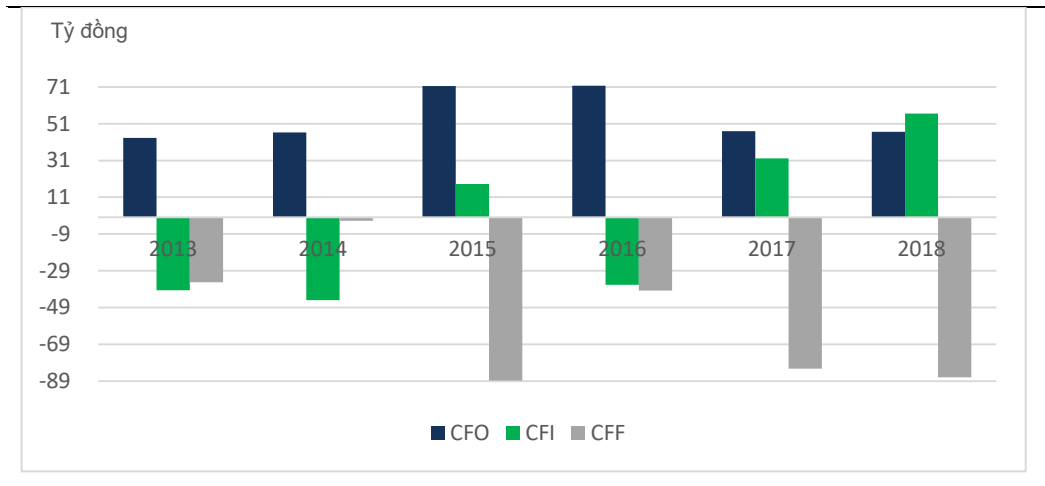
Khả năng thanh toán của GDT được cải thiện dần qua từng năm. Chỉ số thanh toán tức thời cải thiện từ 1,1 lần năm 2013 lên mức 2,1 lần năm 2018 do tiền mặt và tiền gửi ngân hàng tăng mạnh từ 94 tỷ đồng lên 175 tỷ đồng, trong khi đó nợ ngắn hạn của công ty duy trì ổn định ở mức trung bình 89 tỷ đồng.

Khả năng chi trả lãi vay của GDT duy trì ở mức cao, đạt 453 lần trong năm 2018 do GDT hầu như không vay nợ, khoản vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng nhỏ, đồng thời EBIT 2018 đạt mức cao nhất là 94 tỷ đồng.

Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Dòng tiền hoạt động kinh doanh tốt và duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt ở mức cao hàng năm

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của GDT trong giai đoạn 2013-2016 cải thiện tốt, từ 43 tỷ đồng năm 2013 lên 71,5 tỷ đồng năm 2016, tuy nhiên trong hai năm gần đây, dòng tiền cho thấy dấu hiệu suy yếu do GDT đang phải chi nhiều hơn cho vốn lưu động (tồn kho, phải thu tăng nhẹ trong năm 2018), phải trả giảm chủ yếu do phải trả người lao động giảm, các khoản phải trả nhà cung cấp ổn định.

Biểu đồ 25: Dòng tiền của GDT giai đoạn 2013-2018


Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

Nhu cầu đầu tư cho tài sản cố định của GDT không nhiều, tiền chi cho mua sắm máy móc thiết bị duy trì ở mức thấp, khoảng 2,5 tỷ - 5,5 tỷ đồng mỗi năm. Nhu cầu vốn lưu động (VLĐ) dùng trong sản xuất duy trì ở mức ổn định (VLĐ/Doanh thu trung bình ở mức 25% trong giai đoạn 2013-2018). GDT không có vay nợ dài hạn, vay nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng nhỏ, vì vậy GDT không có gánh nặng trả lãi. Toàn bộ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh gần như dùng để trả cổ tức cho cổ đông.

Lịch sử trả cổ tức của GDT giai đoạn 2013-2018:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	3.506	3.733	4.016	6.720	5.878	5.492
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng/cp)	2.500	2.000	4.000	6.000	6.000	5.000
Cổ tức bằng cổ phiếu		15%	10%		10%	
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt/EPS	71%	54%	99,6%	89%	102%	91%

Nguồn: GDT, FPTS tổng hợp

GDT không có chính sách chi trả cổ tức, mức trả cổ tức mỗi năm trong giai đoạn 2015-2018 ở mức khá cao (tỷ lệ cổ tức/EPS ở mức trên 90%, đặc biệt đạt 102% năm 2017). Chúng tôi cho rằng mức chi trả cổ tức như vậy là hợp lý khi GDT không có nhu cầu tái đầu tư mở rộng sản xuất và trong tương lai doanh nghiệp cũng chưa có kế hoạch đầu tư mới do đang gặp khó khăn ở thị trường đầu ra.

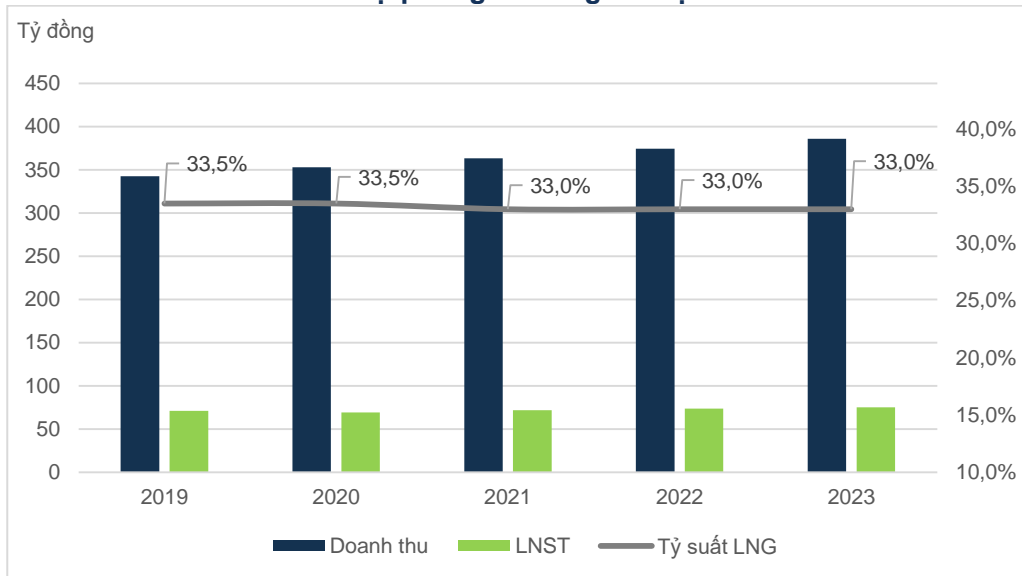
Chúng tôi cũng cho rằng trong tương lai GDT sẽ khó có khả năng tiếp tục duy trì trả cổ tức ở mức cao như trong quá khứ, nếu tình hình kinh doanh cũng như dòng tiền không cải thiện. Trong giai đoạn Q3/2015-Q3/2018, tỷ lệ tiền⁴/số lượng cổ phiếu lưu hành của GDT duy trì bình quân ở mức 10.500 đồng/cp. Điều này giúp cho GDT có khả năng chi trả cổ tức từ 4.000 đồng – 6.000 đồng/cp trong giai đoạn này. Tuy nhiên, trong giai đoạn Q4/2018-Q3/2019, tỷ lệ này còn trung bình ở mức 8.600 đồng/cổ phiếu.

⁴ Bao gồm tiền mặt và tiền gửi ngân hàng kỳ hạn trên 3 tháng đến dưới 12 tháng đã trừ đi nợ vay

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Với những phân tích trên, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả kinh doanh của GDT giai đoạn 2019F-2023F như sau:

Biểu đồ 23: Dự phóng KQKD giai đoạn 2019-2023



Nguồn: FPT S dự phóng

Chúng tôi dự phóng doanh thu của GDT sẽ giảm 12% trong năm 2019. Trong giai đoạn 2020F-2023F chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu mỗi năm của GDT đạt 3%, thấp hơn so với mức 10% đạt được trong giai đoạn 2013-2018. Chúng tôi thực hiện việc dự phóng này dựa trên giả định mức tăng trưởng kép về sản lượng và giá bán của GDT trong giai đoạn 2020F-2023F lần lượt đạt 2% và 1%, dựa trên những cơ sở sau:

- ✓ **Thị trường Nhật Bản và Hàn Quốc:** Dựa trên quan điểm thận trọng chúng tôi dự phóng doanh thu tại hai thị trường này đạt mức tăng trưởng kép là 5%, thấp hơn mức tăng trưởng 15% đạt được trong giai đoạn 2013-2018.
- ✓ **Thị trường Châu Âu:** Chúng tôi dự báo doanh thu từ thị trường Châu Âu sẽ giảm 16% trong năm 2019, trong giai đoạn 2020F-2023F doanh thu giảm 11% mỗi năm.
- ✓ **Thị trường Mỹ:** doanh thu tăng trưởng 9% mỗi năm trong giai đoạn 2019F-2023F.
- ✓ **Thị trường nội địa** duy trì ở mức ổn định, đóng góp 60 tỷ đồng mỗi năm.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ *(Quay lại)*

Chúng tôi định giá GDT bằng việc sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu GDT theo 2 phương pháp có mức bình quân là **38.000 đồng/cp**, cao hơn **14,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 18/11/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** tại thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu GDT ở mức giá 30.000 đồng/cp (thấp hơn so với giá mục tiêu là 26,7%).

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	39.149	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	36.973	50%
	Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	38.061	100%

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	14,75%	Phần bù rủi ro	10,22%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	2,3%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0,81
CP sử dụng vốn 2019	15,65%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)	313.893
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu đồng)	174.649
(-) Nợ ngắn hạn (triệu đồng)	27.542
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	665.889
Số cổ phiếu lưu hành (CP)	17.009.233
Giá mục tiêu (đồng/cp)	39.149
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)	327.810
Giá mục tiêu (đồng/cp)	36.973
Giá mục tiêu (đồng/cp)	38.061

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH (Đơn vị: tỷ đồng)

HĐKD	2018	2019F	2020F	2021F	CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	390	343	353	364	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	250	228	236	244	+ Tiền và tương đương	17	75	76	77
Lợi nhuận gộp	140	115	116	120	+ Đầu tư TC ngắn hạn	158	133	133	133
- Chi phí bán hàng	17	18	18	19	+ Các khoản phải thu	32	33	34	35
- Chi phí quản lí DN	21	21	23	24	+ Hàng tồn kho	72	75	77	79
Lợi nhuận thuần HĐKD	102	76	75	77	+ Tài sản ngắn hạn khác	4	4	4	4
- (Lỗ)/lãi HĐTC	9	13	9	11	Tổng tài sản ngắn hạn	297	312	317	322
- Lợi nhuận khác	1	-	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	85	89	90	93
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	94	64	66	66	+ Khấu hao lũy kế	53	- 57	- 62	- 67
- Chi phí lãi vay	0	1	1	1	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	32	31	28	26
Lợi nhuận trước thuế	112	89	84	89	+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
- Thuế TNDN	23	18	17	18	+ Tài sản dài hạn khác	3	3	3	3
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	-	-
LNST	90	71	67	71	Tổng tài sản dài hạn	47	46	42	40
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tổng Tài sản	344	358	359	362
LNST của cổ đông CT Mẹ	90	71	67	71					
EPS (đ)	0	0	0	0	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EBITDA	98	69	71	71	+ Phải trả người bán	9	9	10	10
Khấu hao	4	5	5	5	+ Vay và nợ ngắn hạn	28	35	42	50
Tăng trưởng doanh thu	8%	-12%	3%	3%	+ Quỹ khen thưởng	8	6	6	6
Tăng trưởng LN HĐKD	13%	-25%	-2%	3%	Nợ ngắn hạn	-	-	-	-
Tăng trưởng EBIT	-5%	-32%	4%	-1%	+ Vay và nợ dài hạn	-	- 0	- 0	- 0
Tăng trưởng EPS	-15%	-31%	-10%	1%	+ Phải trả dài hạn khác	4	4	4	4
Chỉ số khả năng sinh lợi	2018	2019F	2020F	2021F	Nợ dài hạn	4	4	4	4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,8%	33,5%	33,0%	33,0%	Tổng nợ	85	112	122	132
Tỷ suất LNST	23,0%	20,8%	19,0%	19,5%	+ Thặng dư	6	6	6	6
ROE	34,8%	28,2%	27,7%	30,3%	+ Vốn điều lệ	164	171	180	189
ROA	25,8%	20,3%	18,7%	19,7%	+ LN chưa phân phối	71	46	30	14
Tỷ suất EBIT	24,0%	18,6%	18,8%	18,1%	Vốn chủ sở hữu	259	245	238	230
LNST/LNTT	79,8%	80,0%	80,0%	80,0%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
LNTT / EBIT	119,9%	139,3%	126,3%	134,5%	Tổng cộng nguồn vốn	344	358	359	362
Vòng quay tổng tài sản	1,1	1,0	1,0	1,0					
Đòn bẩy tài chính	134,8%	139,2%	148,5%	154,2%					
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019F	2020F	2021F	Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2021F
CS thanh toán hiện hành	3,64	2,87	2,69	2,51	Số ngày phải thu	26,3	24,4	24,4	24,4
CS thanh toán nhanh	2,69	2,23	2,07	1,93	Số ngày tồn kho	99,9	112,8	112,8	112,8
CS thanh toán tiền mặt	2,14	1,90	1,77	1,64	Số ngày phải trả	9,6	10,0	10,0	10,0
Nợ / Tài sản	0,08	0,10	0,12	0,14	Thời gian luân chuyển tiền	116,6	127,2	127,2	127,2
Nợ / Vốn CSH	0,11	0,14	0,18	0,22	COGS / Hàng tồn kho	3,2	3,3	3,3	3,2
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,11	0,14	0,18	0,22					
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00					
Khả năng TT lãi vay	452,99	89,25	73,55	60,17					

PHU LUC (Quay lại)

Bộ tiêu chuẩn đánh giá chất lượng gồm 10 nguyên tắc do FSC thiết lập

STT	Nguyên tắc	Nội dung
Nguyên tắc 1	Tuân thủ pháp luật	Chủ rừng phải tuân thủ các luật và quy định hiện hành, các hiệp ước và hiệp định quốc tế mà Việt Nam tham gia
Nguyên tắc 2	Các quyền của người lao động và điều kiện làm việc	Chủ rừng phải duy trì và / hoặc cải thiện điều kiện kinh tế - xã hội của người lao động
Nguyên tắc 3	Các quyền của người bản địa	Chủ rừng phải xác định và gìn giữ các quyền hợp pháp và quyền truyền thống của người bản địa đối với các quyền sở hữu, sử dụng và quản lý đất, vùng lãnh thổ và các tài nguyên bị ảnh hưởng bởi các hoạt động quản lý.
Nguyên tắc 4	Quan hệ cộng đồng	Chủ rừng phải đóng góp vào việc duy trì hoặc nâng cao phúc lợi kinh tế và xã hội của cộng đồng địa phương
Nguyên tắc 5	Các lợi ích từ rừng	Chủ rừng phải quản lý hiệu quả các sản phẩm và dịch vụ thuộc đơn vị quản lý nhằm duy trì hoặc nâng cao tính ổn định kinh tế dài hạn và một loạt các lợi ích xã hội và môi trường
Nguyên tắc 6	Giá trị và tác động môi trường	Chủ rừng phải duy trì bảo tồn và/ hoặc khôi phục các dịch vụ sinh thái và các giá trị môi trường của đơn vị quản lý và phải tránh sửa chữa hoặc giảm thiểu những tác động tiêu cực đến môi trường.
Nguyên tắc 7	Lập kế hoạch quản lý	Chủ rừng phải có một kế hoạch quản lý nhất quán với các chính sách và mục tiêu quản lý và tương xứng với quy mô, cường độ và rủi ro của các hoạt động quản lý. Kế hoạch quản lý phải được thực hiện và cập nhật dựa trên các thông tin giám sát nhằm thúc đẩy quản lý thích ứng. Các hồ sơ lập kế hoạch và quy trình thủ tục liên quan phải đầy đủ để hướng dẫn cho nhân viên, thông tin cho các bên liên quan bị ảnh hưởng và các bên liên quan có quan tâm và để biện minh cho các quyết định quản lý.
Nguyên tắc 8	Giám sát và đánh giá	Chủ rừng phải chứng tỏ rằng, tiến trình đạt được các mục tiêu quản lý, các tác động của các hoạt động quản lý và điều kiện của đơn vị quản lý được giám sát và đánh giá tương xứng với quy mô, cường độ và rủi ro của các hoạt động quản lý, để thực hiện việc quản lý thích ứng
Nguyên tắc 9	Các giá trị bảo tồn cao	Chủ rừng phải duy trì và/ hoặc cải thiện các giá trị bảo tồn cao trong đơn vị quản lý thông qua việc áp dụng phương pháp phòng ngừa.
Nguyên tắc 10	Thực hiện các hoạt động quản lý	Các hoạt động quản lý được tiến hành bởi/ hoặc cho chủ rừng ở đơn vị quản lý phải được lựa chọn và thực hiện phù hợp với các chính sách và mục tiêu về kinh tế, môi trường và xã hội của chủ rừng và tuân thủ các Nguyên tắc và Tiêu chí

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 74 cổ phiếu GDT và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu GDT nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi

Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171

Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 6290 8686

Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 355 3666

Fax: (84.511) 355 3888