



BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Khởi đầu của hành trình tăng trưởng mới

Hoàng Ngân Giang

Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



MUA - Giá mục tiêu: VND 59,800 (+28%)

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA với GDT với giá mục tiêu là 59,800 đồng (tăng 28% so với mức tham chiếu ngày 16/05/2022) bằng việc kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng cổ tức (DDM) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), phản ánh kỳ vọng về sự phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động sản xuất kinh doanh sau thời kỳ Covid-19 cũng như khả năng duy trì dòng cổ tức tiền mặt dồi dào trong nhiều năm.

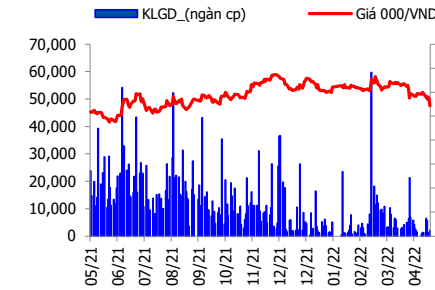
Cập nhật thông tin

- Kết thúc quý 1/2022, GDT, **doanh thu thuần tăng hơn 8% so với cùng kỳ, đạt hơn 108 tỷ đồng. LNST tăng hơn 13%, đạt hơn 20 tỷ đồng** nhờ cắt giảm chi phí quản lý DN và chi phí bán hàng. Biên LN gộp tăng từ mức trung bình khoảng 28.4% của 3 quý liền trước lên gần 32.4% cho quý 1/2022. Mức biên LN gộp này chỉ kém quý 1/2021 và cao hơn các quý khác từ quý 3/2019 tới nay.
- Công ty **đặt mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2022 hơn 55% từ mức gần 61 tỷ đồng lên hơn 94 tỷ đồng**, và dự kiến tiếp tục chia **40% cổ tức tiền mặt**. Ngày 17/05/2022 tới đây, DN sẽ chia cổ tức 2021 với tỷ lệ 30% bằng tiền mặt và 10% bằng cổ phiếu.
- GDT đã thương thảo để góp vốn vào công ty Đức Tâm – chuyên sản xuất bàn ghế, giường tủ xuất khẩu**, với nhà máy rộng hơn 12 ngàn m2 và doanh thu ước tính khoảng 5 triệu USD.
- Doanh số 2 tháng đầu năm 2022 đã đạt 2.31 triệu USD, tăng 24% so với cùng kỳ**. Tính tới đầu tháng 3, doanh số đơn hàng nhận được đã lên tới 9 triệu USD, gần 50% kế hoạch cả năm (18.75 triệu USD).

Quan điểm đầu tư

- GDT là một doanh nghiệp có **tỷ suất sinh lời cao và bền vững với biên LN gộp dao động từ 29-37%**, duy trì **mức cổ tức tiền mặt rất hấp dẫn** khoảng 40%/năm.
- Ban lãnh đạo quan tâm sát sao tới sự phát triển của doanh nghiệp** thông qua mở rộng công suất và M&A. Công ty được quan tâm bởi nhiều quỹ ngoại, thông tin luôn được cập nhật thường xuyên cho cổ đông dù chỉ là một doanh nghiệp nhỏ.
- Quan hệ tốt lâu năm của GDT với các nhà cung cấp giúp doanh nghiệp có **mức trữ lượng nguyên liệu gỗ cao su đầu vào cao với mức giá tốt, giảm ảnh hưởng của biến động giá đầu vào lên biên LN**.
- Triển vọng ngành gỗ xuất khẩu của VN còn nhiều tiềm năng, GDT lại hoạt động ở ngành ngách với sản phẩm chủ lực là thớt, đồ gia dụng nhỏ và đồ chơi gỗ. **Quy mô của thị trường các mặt hàng này nhỏ giúp hạn chế cạnh tranh**, đồng thời các nhà nhập khẩu nước ngoài tập trung nhiều vào chất lượng hơn là giá cả khiến **GDT có thể chuyển một phần mức tăng giá nguyên liệu vào giá bán khi cần thiết**.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GDT (%)	-14%	-12%	5%
VN-Index (%)	-20%	-21%	-6%

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại	VND 46,800
Giá mục tiêu	VND 59,800
Upside	28%
Bloomberg	GDT VN
Vốn hóa	841 tỷ VND
	36 triệu USD
Biến động giá trong 52 tuần	VND 41,612 – VND 58,910
Giá trị giao dịch bình quân	3 tỷ VND
	0.13 triệu USD
Sở hữu nước ngoài tối đa	49%
Sở hữu nước ngoài hiện tại	25%

Chỉ tiêu	Đơn vị	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	400	339	592	696	789
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	125	101	179	214	247
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	%	31.16%	29.90%	30.14%	30.77%	31.27%
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay_EBIT	Tỷ đồng	87	63	129	150	168
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	100	76	144	166	186
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	80	61	115	133	148
Thu nhập mỗi cp-EPS	Đồng	4,646	3,368	5,060	6,376	6,513
<i>Tăng trưởng EPS</i>	%	7.76%	-27.51%	50.24%	26.00%	2.16%
<i>Lợi tức cổ phần</i>	%	9.76%	4.73%	7.84%	7.62%	7.41%
P/E	Lần	8.82	18.82	10.08	8.23	8.29
P/B	Lần	2.60	4.30	3.35	2.72	2.54
EV/EBITDA	Lần	7.23	14.25	7.58	6.31	6.11
ROE	%	29.56%	22.90%	34.95%	34.80%	32.20%
ROA	%	20.05%	15.96%	23.34%	24.10%	22.96%

Nguồn: GDT, MBS Research

I. Ngành gỗ Việt Nam

1. Xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam

Năm 2021, do giãn cách xã hội cùng tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam đã giảm mạnh liên tiếp trong các tháng 8, 9, 10, chỉ đạt dưới 1 tỷ USD/tháng. Tuy nhiên, sự hồi phục mạnh mẽ trong hoạt động xuất khẩu sau dịch Covid-19 đã kéo kim ngạch xuất khẩu của ngành đạt 14.12 tỷ USD, tăng 17.6% so với 2020. Tình hình xuất khẩu sản phẩm gỗ đầu năm 2022 vẫn duy trì mức khả quan, theo thống kê từ Tổng cục Hải quan, chỉ tính 4 tháng đầu năm 2022, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ đạt 4.14 tỷ USD, tăng 3% so với cùng kỳ năm 2021.

Trong những năm gần đây, ngành gỗ luôn đạt mức tăng trưởng cao trung bình khoảng 13%/năm và nằm trong top 6 nhóm mặt hàng có giá trị xuất khẩu trên 10 tỷ USD/năm. Trong đó, **mặt hàng bộ phận đồ gỗ và nội thất nhà bếp (mặt hàng chủ lực của GDT) là có sự tăng trưởng tốt nhất**, lần lượt đạt mức tăng gần 19% và hơn 13% so với 2020.

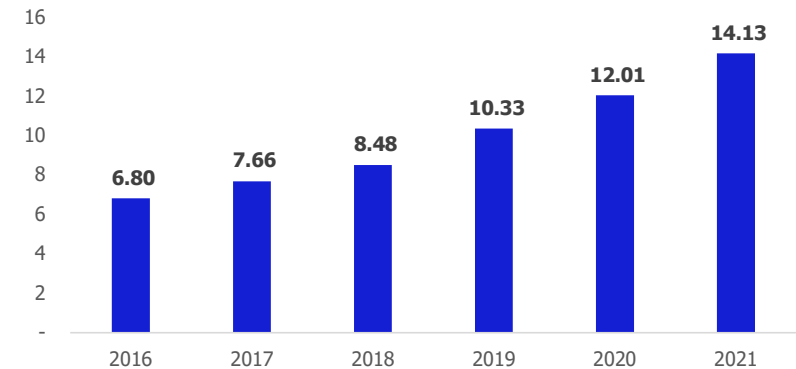
Tuy nhiên, đồ gỗ xuất khẩu từ Việt Nam tới Mỹ và Canada đang gặp những tín hiệu rủi ro về gian lận khi xuất khẩu và bị điều tra. Tăng trưởng nhanh của một số mặt hàng xuất khẩu sang Mỹ vốn đã bị Mỹ áp thuế chống bán phá giá và chống trợ cấp ở nước thứ 3 tiếp tục khiến hàng rào phòng vệ thương mại đối với các sản phẩm đó nâng cao hơn. Hai mặt hàng có tín hiệu rủi ro về gian lận khi xuất khẩu từ Việt Nam sang thị trường Mỹ là đồ gỗ nhà bếp và bộ phận đồ gỗ. Trong khi đó, Chính phủ Canada đang áp dụng mức thuế chống bán phá giá trên 101.5% (ngoài 6 công ty có mức thuế riêng) cho sản phẩm ghế ngồi bọc đệm từ Việt Nam kể từ đầu năm 2021. Những rủi ro khi truy vết nguồn gốc hàng hóa đến từ việc có những giai đoạn đồ gỗ nội thất của Trung Quốc bị đánh thuế quá cao, một số doanh nghiệp Việt Nam hợp tác với đối tác Trung Quốc trên danh nghĩa nhập "nguyên liệu" nhưng thực chất là nhập hàng thành phẩm về Việt Nam và xuất khẩu dưới danh nghĩa hàng Việt Nam. Những trường hợp này đã kéo theo những cáo buộc gian lận xuất xứ và sử dụng gỗ khai thác, buôn bán bất hợp pháp làm ảnh hưởng đến xuất khẩu gỗ Việt.

2. Đề án phát triển ngành công nghiệp chế biến gỗ giai đoạn 2021-2030

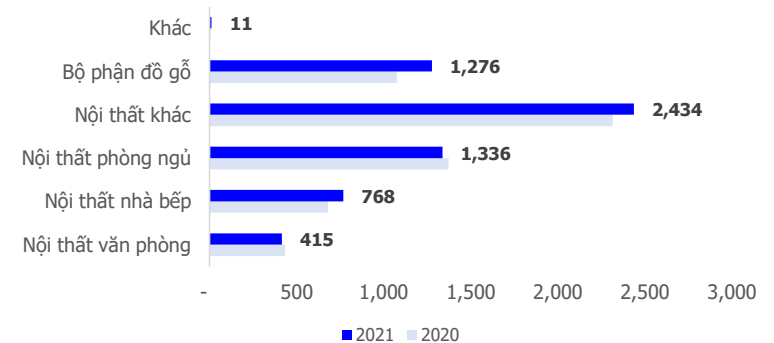
Trong tháng 3 vừa qua, Phó Thủ tướng đã ký Quyết định 327/QĐ-TTg phê duyệt Đề án phát triển ngành công nghiệp chế biến gỗ bền vững, hiệu quả giai đoạn 2021 – 2030. Đề án đặt ra không chỉ khuyến khích sự phát triển của các doanh nghiệp ngành gỗ Việt Nam, mà còn hướng tới việc phát triển thương hiệu "gỗ Việt" trên thị trường thế giới, minh bạch hóa nguồn gốc xuất xứ của sản phẩm đồ gỗ. Đề án đưa ra nhiệm vụ xây dựng một trung tâm triển lãm đồ gỗ quốc gia tầm cỡ quốc tế ở Việt Nam, cũng như khuyến khích phát triển các trung tâm nghiên cứu thiết kế mẫu mã sản phẩm gỗ. Đặc biệt, đề án **nhấn mạnh tầm quan trọng của Đề án trồng 1 tỷ cây xanh, tăng diện tích rừng hiện có, đặc biệt là cây cao su, phấn đấu vì mục tiêu đáp ứng được 80% nhu cầu nguyên liệu gỗ cho sản xuất, chế biến.**

Việc tập trung phát triển nguồn nguyên liệu gỗ chất lượng, có chứng chỉ đảm bảo là vấn đề cấp bách của ngành gỗ hiện nay để **giải quyết nhu cầu thiếu hụt về nguồn nguyên liệu**, giảm sức ép lên các doanh nghiệp chế biến gỗ vốn vẫn phải nhập khẩu thêm gỗ nguyên liệu từ nước ngoài để sản xuất. Các doanh nghiệp chế biến gỗ Việt Nam vốn đang phải **cạnh tranh với các doanh nghiệp các nước khác về nguồn gỗ nguyên liệu đầu vào nhập khẩu**, và kéo theo là **tăng cạnh tranh trên chính thị trường sản phẩm đầu ra**. Đề án được đặt ra với hi vọng tạo môi trường nhằm **thu hút doanh nghiệp chế biến vào đầu tư tại các vùng nguyên liệu rừng trồng** và **thúc đẩy liên kết giữa doanh nghiệp và các hộ trồng rừng nhằm tạo nguồn gỗ lớn có chất lượng cao**

Kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của VN giai đoạn 2016 – 2021 (tỷ USD)



Kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng đồ gỗ giai đoạn 2020-2021 (triệu USD)



II. Tổng quan hoạt động sản xuất của công ty

Với hơn 30 năm kinh nghiệm trong ngành gỗ (thành lập năm 1991), GDT là nhà chế biến gỗ quy mô nhỏ nhưng đã phát triển được thương hiệu cả ở trong nước lẫn nước ngoài. GDT được biết đến với các mặt hàng chính như thớt và các đồ dùng nhà bếp bằng gỗ, đồ gia dụng bằng gỗ và đồ chơi trẻ em bằng gỗ. Trong đó, nhóm hàng chủ lực của GDT là đồ bếp gỗ, tiêu biểu là thớt. Mặt hàng đồ gỗ gia dụng của GDT đang tăng trưởng tốt và dần chiếm nhiều hơn trong tỷ trọng tổng doanh thu. Với chiến lược tập trung vào thị trường ngách, mức độ cạnh tranh trong ngành của GDT nhẹ hơn các doanh nghiệp gỗ nội thất.

Các sản phẩm của công ty chủ yếu làm từ gỗ của cây cao su trưởng thành và thêm một phần nhỏ gỗ trầm, ngoài ra còn sử dụng cả các loại ván ép, MDF, Veneer. Chi phí gỗ đầu vào chiếm khoảng 30% giá vốn. GDT cũng sử dụng nhiều sơn và chất phủ bề mặt gỗ, keo sữa trong quá trình hoàn thiện sản phẩm của mình. Công ty có khả năng tận dụng gỗ thừa từ việc sản xuất các đồ dùng nhà bếp và đồ gia dụng để làm các sản phẩm đồ chơi gỗ kích thước nhỏ, tối đa được lượng nguyên liệu và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Do đặc thù sản phẩm của GDT là các sản phẩm gỗ nhỏ, việc sản xuất hàng loạt và tự động hóa là khá khó khăn. Các sản phẩm của công ty đa dạng cả về hình dáng lẫn kích thước, phù hợp để chế tạo từ các công cụ điện cầm tay và sử dụng nhiều nhân công hơn là dùng máy móc cỡ lớn. Do đó, chi phí nhân công chiếm tới 48% trong giá thành sản xuất của công ty. Quy mô thị trường nhỏ khiến GDT ít đối thủ cạnh tranh, điều này cùng việc tập trung hướng tới thị trường xuất khẩu khiến GDT duy trì được mức biên lợi nhuận gộp khá cao và ổn định, dao động trong khoảng 29-37%.

Hiện tại công ty đang vận hành 3 nhà máy với tổng diện tích là 29 ngàn m2 và tổng công suất lên tới 8.5 ngàn m3: 1 nhà máy kiêm trụ sở tại TP. Hồ Chí Minh với công suất 2,500m3, 1 nhà máy ở Bình Dương với công suất 6 ngàn m3 và 14 ngàn m2 đất và nhà xưởng mới mua từ cuối năm 2020 cũng đặt tại Bình Dương. Việc mở rộng thêm nhà xưởng mới nhằm dự trữ nguyên liệu đầu vào cho quá trình sản xuất cũng như trang bị thêm các dây chuyền sản xuất mới để mở rộng công suất phục vụ xuất khẩu. Sắp tới, với thương vụ mua lại toàn bộ Công ty Chế biến gỗ Xuất khẩu Đức Tâm (Đồng Nai) – chuyên sản xuất bàn ghế, giường tủ xuất khẩu sẽ giúp GDT tiếp tục phát triển sang cả mảng đồ gỗ nội thất. Việc mua lại theo cách này khiến GDT không chỉ có thêm nhà xưởng và máy móc – cơ sở vật chất cho sản xuất mà còn cả những mối quan hệ đối tác và cơ hội kinh doanh kèm theo.

Đồ chơi và bàn ghế trẻ em cùng đồ gỗ khác (57.1%)



Các nhóm sản phẩm chính của GDT và tỷ trọng trong doanh thu năm 2021

Đồ dùng nhà bếp (57.1%)



Đồ gia dụng (33.5%)



Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



III. Cơ cấu cổ đông và ban lãnh đạo

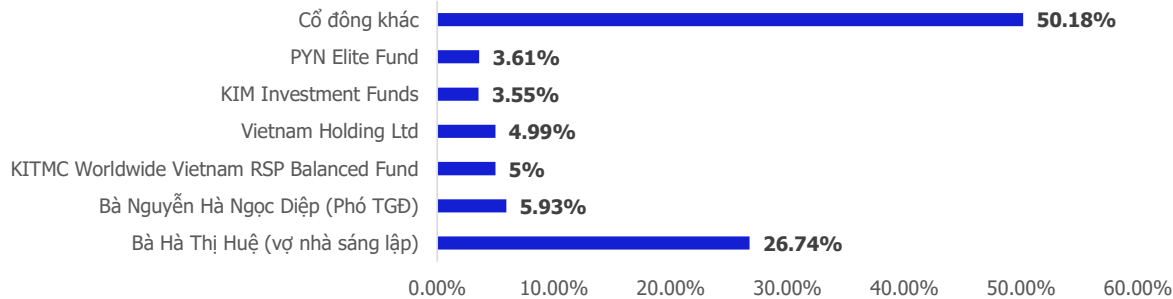
GDT **bản chất là một công ty gia đình** và hiện ban lãnh đạo chủ chốt vẫn là thế hệ sau của gia đình người sáng lập. Ông Lê Ba, nhà sáng lập, đã xây dựng Gỗ Đức Thành từ một cơ sở sản xuất nhỏ tên Tam Hiệp với 60 nhân công, trở thành một doanh nghiệp xuất khẩu với tổng nhân viên hơn 1,200 người và doanh thu vượt 400 tỷ đồng. Công ty dần dần mở thêm nhà máy và nhà xưởng mới, tăng vốn, huy động được vốn từ Mekong Capital và **từng được khá nhiều quỹ lớn nắm giữ cổ phần** như PYN Elite Fund, KIM Investment Funds, PENM Partners...

GDT hiện tại tiếp tục được dẫn dắt bởi những người con của nhà sáng lập, với chủ tịch HĐQT là bà Lê Hải Liễu, con gái ông Lê Ba và cũng là người đã đi theo doanh nghiệp từ những ngày đầu khó khăn và phó chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc là ông Lê Hồng Thắng, em trai bà Lê Hải Liễu. Công ty cũng có một thành viên HĐQT hiện là Tổng Giám đốc của Mekong Capital là bà Trương Thị Diệu Lê, các thành viên khác trong HĐQT đa phần đã gắn bó với GDT trên 15 năm.

Chúng tôi đánh giá **ban lãnh đạo của công ty là những người có hiểu biết chuyên sâu về thị trường gỗ cũng như ngành chế biến gỗ**. Với việc không ngừng mở rộng công suất, xây thêm nhà máy, sát nhập để phát triển sang ngành gỗ nội thất cũng như đẩy mạnh tiêu thụ ở thị trường nước ngoài, ban lãnh đạo đã thể hiện tầm nhìn chiến lược trong việc hoạch định kế hoạch tương lai của công ty. Bên cạnh đó, khả năng kiểm soát chi phí, duy trì hoạt động kinh doanh qua các thời kỳ khó khăn cũng như tạo mối quan hệ bền vững lâu dài với cả khách hàng và nhà cung cấp là những thế mạnh mà ban lãnh đạo vẫn luôn giữ vững.

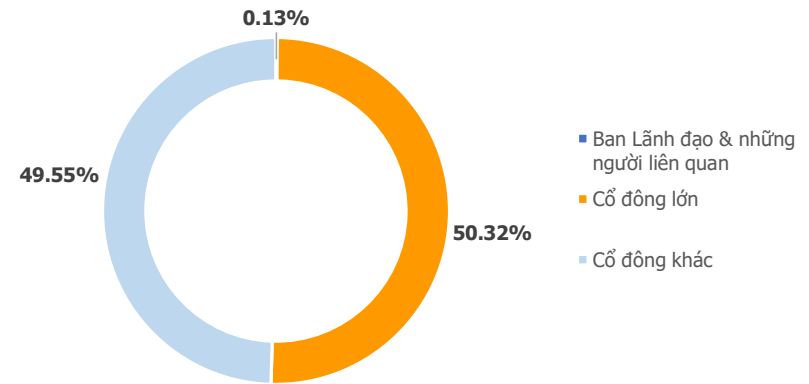
Với việc **nhóm cổ đông lớn từ gia đình người sáng lập đang điều hành công ty, lợi ích của ban lãnh đạo cũng song hành cùng lợi ích cổ đông**. Hoạt động quản trị của công ty cũng được thống nhất hơn, giảm khả năng xảy ra xung đột giữa các nhóm cổ đông gây ảnh hưởng tới các quyết sách quan trọng của GDT.

Sở hữu của cổ đông lớn

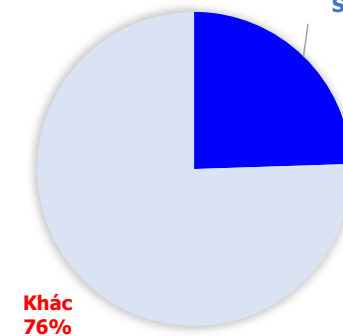


Nguồn: FiinPro, MBS Research

Cơ cấu sở hữu



Sở hữu nước ngoài



Nguồn: FiinPro, MBS Research

IV. Những điểm nổi bật của GDT

1. Kiểm soát nguồn nguyên liệu đầu vào, giữ mối quan hệ tốt với nhà cung cấp

Nguyên liệu đầu vào chính của GDT là gỗ của cây cao su trưởng thành, chiếm khoảng hơn 30% giá vốn hàng bán. Với tổng lượng gỗ cao su sử dụng trong một năm khoảng 11,500-12,500 m3, GDT thường duy trì mức gỗ cao su tích trữ khoảng 5000-6000 m3 gỗ, tương đương mức nguyên liệu dùng cho 6 tháng, mục đích là để giảm thiểu tác động của việc tăng giá gỗ cao su trên thị trường lên giá thành sản xuất, cũng như tránh việc thiếu gỗ nguyên liệu để sản xuất đơn hàng. Với những đơn hàng lớn, doanh nghiệp cũng yêu cầu khách hàng đặt cọc trước số tiền đủ mua nguyên liệu. GDT thường quy định giá bán trong khoảng thời gian 6 tháng trong thời kỳ bình thường và 3 tháng trong thời kỳ giá gỗ cao su biến động mạnh. Do vậy, tuy không thể tránh khỏi việc biên lợi nhuận gộp co lại vào những thời kỳ giá gỗ cao su tăng cao, GDT vẫn dự đoán trước và hạn chế được phần nào sự sụt giảm đó để việc kinh doanh vẫn ổn định và hiệu quả. Để giữ giá bán ở mức ổn định nhất, GDT có chuyển phần ảnh hưởng giá đầu vào vào giá sản phẩm bán ra, vì vậy nên biên lợi nhuận biến động tỷ lệ nghịch với giá gỗ cao su, trong thời kỳ giá gỗ giảm, biên lợi nhuận có xu hướng tăng và ngược lại.

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, nguồn gỗ nguyên liệu của công ty đều được cung cấp bởi những nhà cung cấp lâu năm trong nước với giá cạnh tranh, ngoài ra những nhà cung cấp này còn đưa ra những hỗ trợ vào thời điểm dịch Covid-19 như cho phép GDT chỉ đặt trước 30% tổng tiền đơn hàng và được gửi nguyên liệu lại kho của bên bán. Nhờ vậy, công ty vừa tích trữ được nguồn nguyên liệu đầu vào với giá tốt, vừa giảm chi phí lưu kho nhưng không bị ảnh hưởng nhiều tới dòng tiền. Việc hợp tác lâu dài với các nhà cung cấp uy tín cũng khiến GDT kiểm soát được chất lượng nguyên liệu, tận dụng được tối đa lượng gỗ đầu vào và đảm bảo an toàn khi truy xuất nguồn gốc sản phẩm xuất khẩu.

Hiện tại, biên lợi nhuận gộp quý 1 / 2022 của GDT đạt 32.4%, tăng hơn so với mức trung bình của 3 quý liền kề là 28.5% sau khi công ty nâng giá bán hàng xuất khẩu từ quý 4/2021 và nâng giá bán sản phẩm nội địa từ đầu năm 2022. Các nguyên phụ liệu khác ngoài gỗ như keo, sơn, ốc vít có xuất xứ nội địa, chỉ 1 lượng nhỏ là nhập khẩu theo yêu cầu của khách hàng, do đó, GDT ít chịu khó khăn về mặt nguồn cung do gián đoạn hàng hải thế giới vì chiến tranh Nga – Ukraine vừa qua. Giá các sản phẩm sơn phủ có chiều hướng tăng theo giá dầu, tuy nhiên, do đây không phải nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao trong giá vốn, mức tăng giá này ảnh hưởng ít tới biên lợi nhuận.

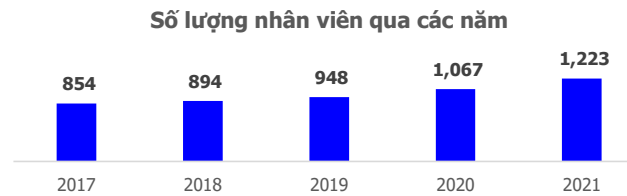
2. Thực hiện những chính sách có lợi cho người lao động

So với các nước trong khu vực, Việt Nam vẫn có lợi thế về nguồn lao động dồi dào và chi phí thấp, điểm này đặc biệt có lợi cho những doanh nghiệp cần sử dụng nhiều lao động để tạo ra các sản phẩm nhỏ và chi tiết như GDT. Chi phí nhân công chiếm khoảng từ 44-50% giá thành sản xuất sản phẩm của GDT, cơ cấu chi phí sản xuất của GDT phụ thuộc rất cao vào yếu tố lương thưởng cho nhân viên. Song hành cùng mức tăng trưởng của sản lượng đầu ra là số lượng nhân viên tăng trung bình gần 10% mỗi năm. Thêm vào đó, tuy sản xuất kinh doanh có sự biến động khác nhau qua các năm, GDT vẫn luôn duy trì tăng lương đều đặn cho nhân viên, với mức thu nhập trung bình tăng khoảng 200 ngàn đồng/tháng qua các năm. Công ty đã đạt chứng nhận BSCI (Bộ tiêu chuẩn đánh giá tuân thủ trách nhiệm xã hội), bộ quy tắc ra đời với mục tiêu cải thiện điều kiện làm việc trong chuỗi cung ứng toàn cầu. BSCI rất phổ biến với các doanh nghiệp châu Âu, và những tiêu chuẩn này đặc biệt chú ý tới vấn đề mức lương và số giờ làm việc của người lao động. Sau khi hoàn thành BSCI vào năm 2020, mức lương trên số giờ làm việc của công nhân viên GDT đã tăng lên, kéo theo tổng chi phí nhân công tăng rõ rệt. Tuy nhiên, ban lãnh đạo từng chia sẻ, nhờ việc tuân thủ BSCI mà lượng đơn hàng từ châu Âu của GDT đã tiếp tục được duy trì và tăng trưởng, do một số khách hàng yêu cầu đáp ứng BSCI khi đặt hàng.

Thời kỳ giãn cách xã hội do Covid-19 vào năm 2021, GDT đã gặp tình trạng thiếu hụt lao động khiến sản xuất thêm phần khó khăn, tuy nhiên, doanh nghiệp vẫn thực hiện trả lương đúng hạn và tăng lương định kỳ cho nhân viên, cũng như có những chính sách hỗ trợ nhân viên chịu ảnh hưởng dịch bệnh. Các báo cáo về năng suất lao động của công nhân trong những tháng đầu năm đều thể hiện kết quả tích cực, tăng hiệu quả của cả quy trình sản xuất, chính một phần nhờ sự ghi nhận của ban lãnh đạo công ty dành cho nhân viên.

Chi phí sản xuất theo yếu tố	2017	2018	2019	2020	2021
Chi phí nguyên liệu, vật liệu	44.97%	46.32%	42.71%	41.32%	42.61%
Chi phí nhân công	44.24%	43.91%	43.88%	49.03%	47.61%
Chi phí khấu hao tài sản cố định	1.74%	1.52%	1.68%	1.60%	2.27%
Chi phí dịch vụ mua ngoài	8.44%	7.52%	7.83%	7.20%	6.42%
Chi phí khác bằng tiền	0.62%	0.73%	0.69%	0.84%	1.09%

Nguồn: FiinPro, MBS Research



Năm	Thu nhập TB của nhân viên (triệu VND/tháng)
2017	6.3
2018	6.5
2019	6.7
2020	7.0
2021	7.2

Nguồn: GDT, MBS Research

Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



IV. Những điểm nổi bật của GDT

3. Thị trường xuất khẩu là điểm nhấn

Thị trường xuất khẩu vẫn luôn là thị trường chủ lực của GDT trong suốt nhiều năm qua, năm 2021, dù cho Covid-19 làm gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu gây khó khăn cho hoạt động xuất nhập khẩu, doanh thu xuất khẩu vẫn chiếm 87.1% tổng doanh thu của GDT. Lãnh đạo doanh nghiệp chia sẻ, bán hàng xuất khẩu đem lại doanh số lớn hơn. Chi phí bán hàng của mặt hàng xuất khẩu cũng thấp hơn so với hàng bán nội địa, biên lợi nhuận cao hơn nhờ việc hàng sản xuất theo yêu cầu, chế tác tinh xảo hơn, phải đáp ứng các tiêu chuẩn đặt ra bởi khách hàng, do đó, mặt bằng giá bán cũng cao hơn. **Khách hàng nước ngoài thường chú trọng nhiều vào chất lượng sản phẩm, độ an toàn, đáp ứng các tiêu chuẩn ESG thay vì tập trung vào giá cả.**

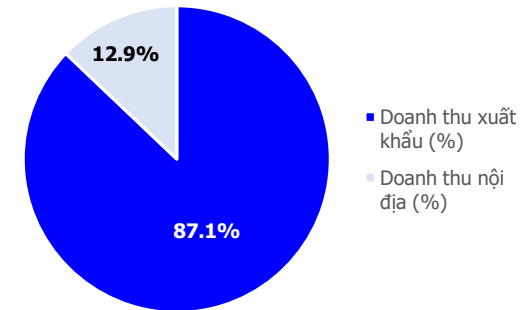
2 thị trường mũi nhọn của GDT chính là Nhật Bản và Hàn Quốc. GDT đã xây dựng được mối quan hệ đối tác lâu năm với các khách hàng lớn ở thị trường châu Á như Lotte Mart, Daiso, Nitori, Fuji, Fair Friend, Dong Yang Korea hay H1 Global, nhờ vậy vẫn luôn duy trì được tỷ lệ xuất khẩu rất cao ở thị trường châu Á. Theo ban lãnh đạo, **nhóm khách hàng này chiếm khoảng 40% doanh thu của công ty, tuy nhiên công ty không bị phụ thuộc hoàn toàn vào bất cứ khách hàng lớn nào.**

Tỷ trọng doanh thu của hàng xuất khẩu sang châu Âu của GDT cũng tăng dần đều theo các năm. Đây là một thị trường với những quy chuẩn nghiêm ngặt khiến các doanh nghiệp nhỏ khó thâm nhập do thiếu những chứng chỉ về chất lượng, an toàn và tuân thủ ESG. Đồ dùng nhà bếp được sử dụng khi nấu ăn, còn đồ chơi trẻ em lại tiếp xúc trực tiếp với trẻ em, những sản phẩm này đều đòi hỏi cao về an toàn. GDT đã nỗ lực trong nhiều năm để hoàn thành các chứng chỉ, thể hiện năng lực công ty trong việc đáp ứng tuân thủ ESG để giữ chân được những khách hàng khó tính nhất. Như đã trình bày ở phần trước, GDT đã hoàn thành chứng chỉ BSCI để đáp ứng nhu cầu các khách hàng châu Âu, tuy đã phải hi sinh bằng việc chi phí nhân công gia tăng.

Mỹ vốn là thị trường có kim ngạch xuất khẩu gỗ lớn nhất hiện tại của Việt Nam, tuy nhiên tập trung nhiều ở mảng nội thất. Với GDT, đơn hàng từ Mỹ chiếm tỷ trọng chưa cao nhưng đang có xu hướng đi lên, đặc biệt sau khi tình hình Mỹ-Trung căng thẳng khiến một số khách hàng Mỹ chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do gỗ Trung Quốc bị đè nặng bởi thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp. **Việc đạt được chứng chỉ C-TPAT bên cạnh chứng chỉ BSCI cũng giúp GDT có thêm những đối tác lớn ở thị trường Mỹ như Costco và Walmart, Kidkraft.** Nhờ có C-TPAT, các thủ tục hải quan khi nhập hàng vào Mỹ cũng đơn giản hơn và GDT cũng có cơ hội tiếp cận với những chương trình thương mại ưu tiên của Mỹ. GDT vẫn dè dặt trong việc đẩy mạnh xuất khẩu sang Mỹ do tuy lượng đơn hàng dồi dào, khối lượng đơn hàng lớn khiến doanh nghiệp e ngại năng lực sản xuất chưa đủ đáp ứng.

Một trong những chứng chỉ quan trọng của ngành chế biến gỗ là FSC, tập trung kiểm chứng nguồn gốc của thành phẩm gỗ. Nhiều công ty cao su ở Việt Nam chưa đáp ứng được chứng chỉ này do yêu cầu nguồn gỗ tới từ rừng trồng đã được xác minh chứ không phải rừng tự nhiên. Hiện tại, với việc chứng chỉ VCFS (được phát triển bởi Bộ Nông Nghiệp Việt Nam & Program for the Endorsement of forest certification) đang dần được các khách hàng nước ngoài chấp thuận để thay thế cho chứng chỉ FSC trong việc xác minh nguồn gốc của gỗ đầu vào.

Cơ cấu doanh thu 2021



Cơ cấu doanh thu xuất khẩu (%)	2017	2018	2019	2020	2021
Châu Á	79.4	80.6	82.8	82.3	72.4
Châu Âu	18.9	15.1	14.7	15.6	20.0
Châu Mỹ	1.7	4.4	2.5	2.1	7.5

Nguồn: GDT, MBS Research

Chứng chỉ	Tên đầy đủ	Khu vực yêu cầu phổ biến	Nội dung
BSCI	Business Social Compliance Initiative	Châu Âu	Tuân thủ luật liên quan; tự do hội đoàn và quyền thương lượng tập thể, cấm phân biệt đối xử, trả công lao động; thời giờ làm việc; an toàn nơi làm việc; cấm lao động trẻ em; cấm lao động cưỡng bức; các vấn đề an toàn và môi trường
FSC	Forest Stewardship Council	Đặc biệt quan trọng tại các thị trường châu Âu, Mỹ, châu Úc	Xác minh nguồn gốc, quy trình khai thác và sản xuất sản phẩm gỗ theo quy chuẩn quốc tế và bảo vệ môi trường
C-TPAT	Customs-Trade Partnership Against Terrorism	Mỹ	Xây dựng mối quan hệ hợp tác nhằm tăng cường và cải thiện an ninh chuỗi cung ứng quốc tế nói chung và an ninh biên giới Mỹ nói riêng

Nguồn: MBS Research tổng hợp

IV. Những điểm nổi bật của GDT

4. Thị trường nội địa đang dần được củng cố

GDT ngay từ những bước đi đầu tiên đã xem thị trường nước ngoài là thị trường chủ lực, thị trường xuất khẩu được công ty ưu tiên, tuy nhiên, ban lãnh đạo vẫn từng bước xây dựng hệ thống bán hàng nội địa cho một chiến lược phát triển đường dài. Tới thời điểm kết thúc 2021, sản phẩm của GDT được bán tại 2,895 điểm bán hàng, bao gồm 2,053 siêu thị và 842 đại lý bán lẻ, mở rộng mạng lưới phân phối mạnh mẽ so với cuối năm 2019 chỉ mới ở mức 2,247 điểm bán hàng. **Với xu hướng mua hàng online trở nên phổ biến như hiện tại, doanh nghiệp đã hợp tác với hầu hết các trang mua sắm trực tuyến lớn ở Việt Nam, có thể kể tới như Tiki, Shopee, Lazada, Adayroi, Sendo và ngoài ra còn sử dụng một trang web bán hàng riêng của công ty tại địa chỉ winwinshop.com.** Các mặt hàng của GDT cũng có mặt tại các trung tâm thương mại lớn như Winmart, AEON Mall, Co.op Mart, Lotte Mart, Metro và một showroom trưng bày sản phẩm tọa lạc ngay giữa Quận 1, HCM.

Việc hợp tác với các chuỗi trung tâm thương mại khiến số lượng điểm bán của GDT gia tăng nhanh chóng, nhưng lại không tốn quá nhiều tiền cho chi phí mặt bằng đầu tư cửa hàng. **Việc đa dạng các kênh bán hàng cả ở mảng thương mại điện tử lẫn bán hàng trực tiếp cũng cho thấy công ty đã không ngừng đổi mới phương thức bán hàng để phù hợp với hành vi tiêu dùng của khách hàng cá nhân hơn.** Được biết, công ty vẫn đang đẩy mạnh hoạt động bán hàng trực tuyến bằng việc cung cấp mức chiết khấu hấp dẫn, các chương trình tích điểm thành viên cũng như nghiên cứu xu hướng tiêu dùng để đem đến những sản phẩm phù hợp với xu hướng thị trường. Bán hàng nội địa giúp công ty chủ động hơn trong việc sản xuất, vì vậy công ty vẫn định hướng phát triển kênh bán hàng này trong dài hạn.

V. Hoạt động của GDT trong thời gian gần đây

1. Chi phí vận chuyển tăng

Do giá xăng dầu tăng mạnh, các doanh nghiệp vận tải đường bộ và đường thủy đều có xu hướng tăng giá cước. Theo đơn giá mới nhất của công ty Tân Cảng Sài Gòn, một doanh nghiệp vận tải biển, giá dịch vụ vận chuyển container đường bộ, đường thủy, giá cước vận chuyển, xếp dỡ tại các cảng và ICD sẽ tăng dao động từ 10-30% bắt đầu từ 4/2022. Thông báo mới của tàu ONE cũng cho thấy, từ tháng 3/2022, giá cước đi châu Âu (đang vào khoảng 7,300 USD cho mỗi container 20 feet) sẽ tăng thêm từ 800 đến 1,000 USD.

Tuy không gặp khó khăn như đồ gỗ nội thất vốn cần lượng lớn container, tuy nhiên với tình trạng thiếu container như hiện tại, đơn hàng bị dồn ứ, tồn chi phí lưu kho, tăng tồn kho và ảnh hưởng dòng tiền của doanh nghiệp. Trước đây, thời gian vận chuyển hàng tới Mỹ khoảng gần 1 tháng, nhưng hiện tại thời gian chờ container rỗng có thể lên đến 2-3 tháng. Bên phía lãnh đạo GDT cho biết, **tuy các đơn hàng của công ty chủ yếu là theo điều kiện FOB, doanh nghiệp ít bị tác động bởi cước vận tải biển tăng, GDT vẫn quyết định hỗ trợ doanh nghiệp bằng cách giảm tỷ suất lợi nhuận,** và vẫn cố gắng tăng sản lượng bán hàng để bù đắp cho tỷ suất lợi nhuận bị giảm xuống.

2. Giá gỗ cao su đầu vào vẫn ở mức cao

Giá mù cao su tăng cao trong thời gian gần đây khiến cho nhu cầu chặt và bán thanh lý cây cao su giảm mạnh, ảnh hưởng tiêu cực tới nguồn cung gỗ cao su. Năm 2021 giá gỗ cao su đầu vào vẫn tăng, chỉ giảm nhẹ vào thời điểm bùng phát dịch bệnh và đứng giá tại thời điểm cuối năm. Bên cạnh việc tận dụng tối đa nguồn nguyên liệu bằng cách dùng gỗ thừa để làm các sản phẩm nhỏ và đồ chơi trẻ em, GDT đặt việc tích trữ gỗ làm mục tiêu chiến lược với kỳ vọng lượng đơn hàng hồi phục sau đại dịch. Giá gỗ được theo dõi hàng ngày và liên tục tìm kiếm ở các nguồn cung khác nhau trong nước để chủ động nguyên liệu cho sản xuất. Việc GDT chào bán cổ phiếu riêng lẻ với giá ưu đãi cho một số nhà cung cấp cũng góp phần thắt chặt lợi ích giữa hai bên, đặc biệt khi công ty chọn sử dụng hoàn toàn nguồn gỗ nội địa khi sản xuất, không nhập khẩu thêm.

HỆ THỐNG PHÂN PHỐI NỘI ĐỊA



Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



V. Hoạt động của GDT trong thời gian gần đây

3. Mở rộng sang mảng gỗ nội thất

GDT đã mua lại Công ty Chế biến gỗ Xuất khẩu Đức Tâm, một doanh nghiệp sản xuất bàn ghế, giường tủ xuất khẩu, số vốn bỏ ra ước tính khoảng 100 tỷ đồng. Công ty kỳ vọng doanh thu từ việc mở rộng sang mảng kinh doanh mới này sẽ đóng góp khoảng 100 tỷ đồng tăng thêm vào kế hoạch doanh thu 2022 ban đầu là 500 tỷ đồng (doanh thu 2021 của GDT là gần 339 tỷ đồng). GDT không sử dụng nợ vay cho dự án sáp nhập này mà dùng nguồn vốn từ phát hành thêm và kêu gọi vốn đầu tư thêm, doanh nghiệp vẫn duy trì lượng tiền mặt để đảm bảo sản xuất kinh doanh và kế hoạch trả cổ tức tiền mặt tỷ lệ 40% cho năm 2022. Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, Đức Tâm được mua lại từ đối tác cũ sắp nghỉ hưu của công ty, và vị trí nhà máy ở tỉnh Đồng Nai cũng thuộc địa phương có cơ sở hạ tầng tốt, gần HCM, là khu vực được khuyến khích đầu tư chế biến gỗ xuất khẩu. Nhà máy này vẫn vận hành tốt trong thời điểm dịch bệnh, doanh thu đạt khoảng 5 triệu USD/năm. Thương vụ này bao gồm cả nhà máy, dây chuyền sản xuất, vật tư phụ liệu đến đối tác, cơ hội kinh doanh.

Theo chia sẻ từ TGD, mảng nội thất chỉ khác ở một số công đoạn, dây chuyền máy móc so với nhóm sản phẩm đồ nhà bếp, đồ chơi sẵn có của GDT, do đó, việc tận dụng nguồn lực cũ của GDT cho mảng sản phẩm mới là khả thi. Trước hết thì công ty sẽ tập trung vào mảng nội thất trong nhà, tuy nhiên, hiện có đối tác tại Mỹ của công ty đề nghị GDT sản xuất đồ nội thất ngoài trời và sẵn sàng đặt hàng với số lượng lớn. Đây là tín hiệu tích cực khởi đầu của công ty, khi mà biên lợi nhuận của mảng nội thất thấp hơn so với mảng đồ gỗ nhà bếp, đồ gia dụng và đồ chơi trẻ em vốn đang là thế mạnh của công ty. Theo dự kiến của ban lãnh đạo, mảng nội thất sẽ đóng góp thêm một phần đáng kể trong doanh thu của GDT, tuy nhiên lợi nhuận ban đầu sẽ chưa cao. Doanh nghiệp kỳ vọng bước đầu sẽ giành được những đơn hàng từ Mỹ cho mảng kinh doanh mới này, xây dựng quan hệ với khách hàng để phát triển kinh doanh trong dài hạn. Quy mô thị trường gỗ nội thất lớn hơn nhiều so với mảng kinh doanh hiện tại của công ty, do đó, nhu cầu tuy cao hơn nhưng cạnh tranh cũng gay gắt hơn.

VI. Tình hình tài chính của GDT

1. Duy trì lượng cổ tức tiền mặt cao hàng năm

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cổ tức tiền mặt	4,000	6,000	6,000	5,000	5,000	4,000	4,000
EPS	4,727	6,405	6,764	5,447	4,312	4,646	3,368
Tỷ lệ trả cổ tức	84.6%	93.7%	88.7%	91.8%	116.0%	86.1%	118.8%

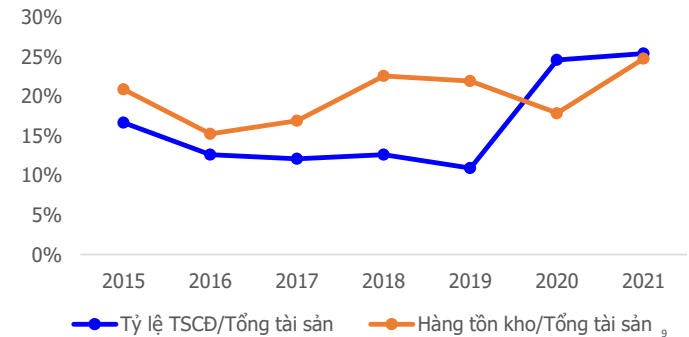
GDT đã nỗ lực để duy trì được mức cổ tức tiền mặt cao trong nhiều năm, trung bình tỷ lệ trả cổ tức trong suốt 7 năm qua của GDT lên tới hơn 97%, do đó dòng tiền từ hoạt động tài chính của công ty đã âm trong nhiều năm. Cổ tức tiền mặt của GDT dao động từ 4000-6000 đồng/năm. Kể cả trong những năm hoạt động sản xuất kinh doanh gặp khó khăn như năm 2021 (công ty bị gián đoạn sản xuất trong 3 tháng do giãn cách xã hội), công ty vẫn thực hiện chi trả 4,000 đồng cổ tức/cổ phần, đạt gần 119% EPS năm 2021.

Tỷ lệ cổ tức cao đạt được chứng tỏ khả năng tài chính và kiểm soát dòng tiền mạnh mẽ của công ty qua thời gian. Bản thân chi phí capex của GDT không cao, Tỷ lệ TSCĐ/Tổng tài sản của GDT chỉ ở mức 10-12.5% trong suốt những năm 2016-2019 và chỉ tăng lên khoảng 25% vào năm 2020-2021 sau khi đầu tư mua thêm 14 ngàn m2 nhà xưởng ở Bình Dương. Tỷ lệ TSCĐ/Tổng tài sản còn thấp hơn Tỷ lệ Hàng tồn kho/Tổng tài sản trong một số năm.



Nhà máy Đức Tâm tại huyện Vĩnh Cửu, tỉnh Đồng Nai

TSCĐ/TTS & Hàng tồn kho/TTS



Nguồn: GDT, MBS Research

Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



VI. Tình hình tài chính của GDT

2. Lượng tiền tích lũy cao, nợ vay thấp

Trừ năm 2021 một phần do ảnh hưởng bởi dịch bệnh nên lượng tiền tích lũy của GDT giảm mạnh hơn 73% so với 2020, các năm về trước tổng lượng tiền tích lũy của GDT dao động quanh 200 tỷ đồng và chiếm đến 43-60% tổng tài sản (năm 2021 tiền tích lũy giảm nên chỉ còn chiếm 26% tổng tài sản). Công ty không sử dụng nợ dài hạn mà chỉ sử dụng nợ ngắn hạn ở mức thấp để tài trợ vốn lưu động, mức nợ ngắn hạn duy trì quanh khoảng 60 tỷ đồng từ 2019 tới nay.

Các tỷ lệ đòn bẩy của GDT đều ở mức thấp và duy trì không biến động nhiều trong những năm gần đây, với tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản khoảng 15-16% và tỷ lệ Nợ/Vốn CSH khoảng 22-23%. Các tỷ lệ thanh khoản của GDT đều rất tốt, tỷ lệ thanh toán hiện hành lên tới hơn 3 cho một số năm và thông thường đều duy trì được trên 2. Với nguồn tiền gửi ngân hàng, GDT thường tự tài trợ cho các dự án xây dựng hoặc mua lại nhà xưởng và máy móc bằng nguồn tiền sẵn có hoặc kêu gọi vốn từ cổ đông thay vì sử dụng đòn bẩy. Công ty thường phát hành ESOP cho nhân viên cách năm 1 lần với tỷ lệ phát hành khoảng 5% số cổ phiếu lưu hành, rủi ro pha loãng cổ phiếu là không cao.

3. Dòng tiền kinh doanh luôn dương qua các năm

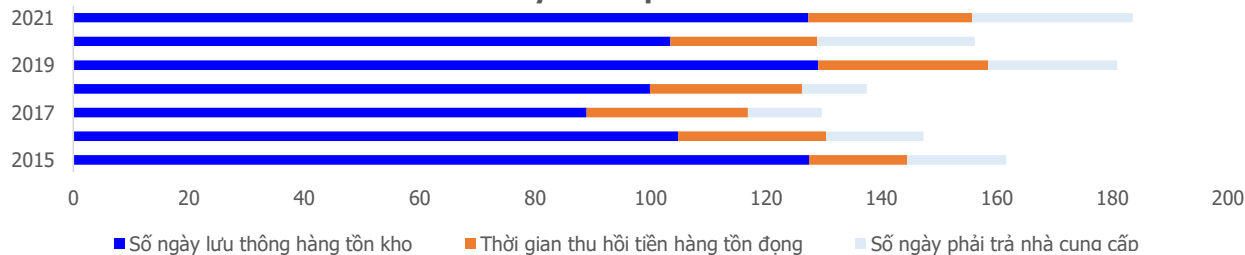
Dòng tiền của GDT luôn dương qua nhiều năm cho thấy khả năng quản lý dòng tiền rất tốt của công ty. Năm 2021 chu kỳ tiền mặt của GDT có dài hơn do nhiều yếu tố liên quan đến dịch bệnh Covid-19 và đứt gãy chuỗi cung ứng, hàng hóa xuất khẩu không có container để giao luôn cho khách hàng và thời gian lưu kho dài hơn, thể hiện ở số ngày lưu thông hàng tồn kho dài tăng từ 103 ngày của năm 2020 lên 127 ngày cho năm 2021.

Thời gian thu hồi tiền hàng tồn đọng cũng gia tăng từ 25 ngày lên 28 ngày do GDT cung cấp nhiều ưu đãi để khách hàng có thể chậm trả tiền hàng hơn, tuy nhiên thời gian thu hồi tiền hàng tồn đọng trung bình 6 năm nay của GDT là 27 ngày, gần tương đương với mức năm 2021, do đó, chúng tôi đánh giá mức giảm này không phải tín hiệu xấu.

Số ngày phải trả nhà cung cấp không ngừng tăng thêm từ năm 2018 tới nay, tăng từ mức 11 ngày của năm 2018 tới năm 2021 đã là 28 ngày, thể hiện khả năng chiếm dụng vốn nhà cung cấp tốt hơn của GDT nhờ giữ được mối quan hệ lâu năm bền chặt, dễ thương thuyết để kéo dài thời gian trả tiền hàng.

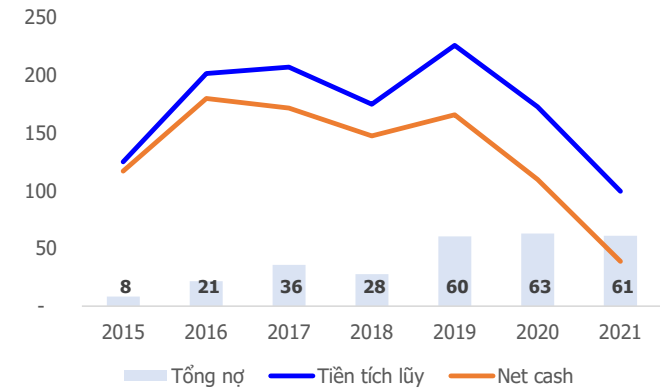
Tựu chung lại, việc kiểm soát chu kỳ tiền mặt và dòng tiền kinh doanh tốt của GDT đã thể hiện rõ khả năng quản lý vốn lưu động hiệu quả của công ty, ngay cả vào những thời kỳ kinh doanh gặp khó khăn, dòng tiền của doanh nghiệp vẫn đảm bảo hoạt động sản xuất.

Chu kỳ tiền mặt của GDT

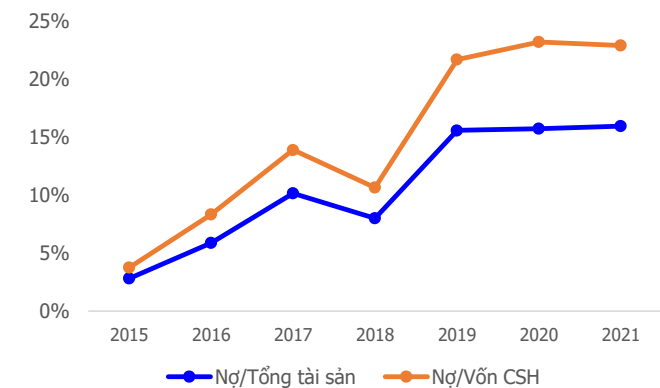


Nguồn: GDT, MBS Research

Tổng nợ và tiền tích lũy của GDT



Tỷ lệ đòn bẩy



Nguồn: GDT, MBS Research

VII. Đánh giá rủi ro

Chúng tôi đánh giá GDT hiện tại đang có những rủi ro chính sau đây:

- Việc chưa thể hoàn toàn đáp ứng tiêu chuẩn FSC về xác minh nguồn gốc gỗ sử dụng trong chế biến sẽ gây một số khó khăn khi xuất khẩu sang thị trường nước ngoài và những khách hàng lớn.
- Giá gỗ cao su có chiều hướng tăng và việc nhu cầu gỗ cao su đầu vào ngày càng cao trong khi nguồn cung nội địa vẫn còn hạn chế sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của GDT.
- Chi phí nhân công tăng do mức lương trung bình tăng trong khi số giờ lao động phải tuân thủ nghiêm ngặt theo BSCI cũng sẽ ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên, theo định hướng sản xuất dần dần sử dụng máy móc tự động hóa nhiều hơn cũng như kế hoạch giữ mức tăng số lượng nhân viên dưới 10%, đà tăng của chi phí nhân công có thể được kiểm soát để không ảnh hưởng quá nhiều tới biên lợi nhuận trong dài hạn.
- Cạnh tranh về xuất khẩu với các nước cùng khu vực cũng có nguồn lao động chi phí thấp và nguồn gỗ cao su dồi dào (ví dụ như Indonesia) sẽ làm ảnh hưởng tới mức tăng giá bán và biên lợi nhuận của GDT.
- Màng đồ gỗ nội thất là màng mới, lại có biên lợi nhuận thấp hơn và mức cạnh tranh ngành cao hơn so với màng đồ dùng nhà bếp, gia dụng và đồ chơi trẻ em cũ sẽ là một thử thách cho GDT.

VII. Định giá

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá chiết khấu dòng cổ tức (DDM) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) theo tỷ trọng 50/50 để xác định giá mục tiêu cho GDT. Theo chúng tôi, việc sử dụng mô hình DCF sẽ giúp phản ánh tiềm năng kinh doanh phục hồi của GDT khi bước vào chu kỳ tăng trưởng mới và mở rộng thêm mảng sản xuất kinh doanh mới. Mô hình DDM được lựa chọn để kết hợp cùng mô hình DCF do mô hình này có thể phản ánh mức cổ tức tiền mặt cao và được duy trì đều đặn qua các năm củ GDT, cũng như tỷ lệ payout cao tính trên EPS của cổ phiếu. Đồng thời, mô hình DDM cũng tính đến khả năng pha loãng có thể xảy ra trong tương lai của doanh nghiệp, khi xét đến lịch sử phát hành ESOP của công ty. Ở đây, dựa trên dữ liệu quá khứ, chúng tôi đang giả định công ty sẽ phát hành ESOP với số lượng ESOP mỗi lần phát hành tương đương với 5% tổng cổ phiếu lưu hành của công ty theo lộ trình 2 năm một lần.

MBS đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu GDT, dựa trên giá trị hợp lý cho cổ phiếu GDT là **59,800 VND/cp**, **upside 28%** so với mức giá tham chiếu ngày 16/05/2022 là 46,800 VND/cp.

Công ty Cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (HOSE: GDT)



Kết quả kinh doanh	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	Lưu chuyển dòng tiền	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	400	339	592	696	789	Dòng tiền thuần hđ kinh doanh	72	34	73	66	118
Giá vốn hàng bán	276	237	414	482	542	Dòng tiền thuần hđ đầu tư	3	38	(35)	(7)	(7)
Lợi nhuận gộp	125	101	179	214	247	Dòng tiền thuần hđ tài chính	(83)	(65)	(32)	(85)	(61)
Doanh thu tài chính	17	17	18	20	22						
Chi phí tài chính	4	4	4	6	6						
Chi phí bán hàng	18	15	20	29	40						
Chi phí quản lý doanh nghiệp	20	23	29	34	39						
Lợi nhuận thuần hđ kinh doanh	87	63	129	150	168						
Lợi nhuận trước thuế	100	76	144	166	186						
Lợi nhuận sau thuế	80	61	115	133	148						
Tài sản- Nguồn vốn	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	Hệ số tài chính	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	296	229	338	397	508	Hệ số hiệu quả					
Tiền tương đương tiền	1	8	15	(11)	39	Biên lợi nhuận gộp	31.2%	29.9%	30.1%	30.8%	31.3%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	172	91	107	131	157	EBITDA Margin	22.8%	20.6%	23.1%	22.9%	22.5%
Khoản phải thu	34	18	43	54	61	Biên lợi nhuận ròng	20.0%	18.0%	19.4%	19.0%	18.8%
Hàng tồn kho	71	94	146	170	192	ROE	29.6%	22.9%	34.9%	34.8%	32.2%
Tài sản ngắn hạn khác	18	16	27	52	59	ROA	20.1%	16.0%	23.3%	24.1%	23.0%
Tài sản dài hạn	103	152	153	153	138	Hệ số tăng trưởng					
Tài sản cố định	98	97	125	123	121	Tăng trưởng doanh thu	17.1%	-15.4%	75.0%	17.5%	13.4%
Tài sản dở dang dài hạn	-	-	-	-	-	Tăng trưởng LNTT	7.9%	-23.7%	88.1%	15.5%	11.9%
Đầu tư tài chính dài hạn	-	22	22	22	-	Tăng trưởng LNST	7.8%	-24.0%	88.8%	15.5%	11.9%
Tài sản dài hạn khác	5	34	7	8	17	Tăng trưởng EPS	7.8%	-27.5%	50.2%	26.0%	2.2%
Tổng tài sản	399	381	492	550	646	Hệ số thanh khoản					
Nợ phải trả	128	116	163	169	185	Hệ số thanh toán hiện hành	2.39x	2.05x	2.16x	2.46x	2.88x
Nợ phải trả ngắn hạn	124	111	157	161	177	Hệ số thanh toán nhanh	1.39x	0.89x	0.78x	0.74x	1.11x
Phải trả người bán ngắn hạn	22	15	25	30	33	Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.16x	0.16x	0.16x	0.13x	0.12x
Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	63	61	79	73	80	Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0.23x	0.23x	0.24x	0.19x	0.17x
Phải trả ngắn hạn khác	39	36	52	59	64	Hệ số đảm bảo chi phí lãi vay	113.30x	66.78x	75.73x	57.61x	62.35x
Nợ phải trả dài hạn	4	4	7	8	9						
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-	-	-						
Phải trả dài hạn khác	4	4	7	8	9						
Vốn chủ sở hữu	271	265	328	381	460	Hệ số định giá					
Vốn góp của chủ sở hữu	171	180	197	197	216	Lợi suất cổ tức	9.8%	4.7%	7.8%	7.6%	7.4%
Thặng dư vốn cổ phần	6	6	15	15	15	EPS (VND)	4,646	3,368	5,060	6,376	6,513
Cổ phiếu quỹ	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	BVPS (VND)	15,787	14,760	15,240	19,286	21,293
Quý đầu tư phát triển	19	19	15	18	20						
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	77	64	101	151	210						
Tổng nguồn vốn	399	381	492	550	646						

Liên hệ: Phòng Nghiên cứu Khách hàng Tổ chức – Khôi Nghiên cứu

Trưởng Phòng

Hoàng Công Tuấn Tuan.HoangCong@mbs.com.vn

Nhóm nghiên cứu Kinh tế vĩ mô

Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Trọng Việt Hoàng Hoang.NguyenTrong@mbs.com.vn

Trái phiếu

Lê Minh Anh Anh.LeMinh@mbs.com.vn

Nhóm Nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Năng lượng - Dầu khí

Chu Thế Huỳnh Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Trần Thái Bình Binh.TranThai@mbs.com.vn

Hàng tiêu dùng - Bán lẻ

Phạm Thùy Trang Trang.PhamThuy@mbs.com.vn

Bất động sản - Tài chính

Đình Công Luyện Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Tài chính - Ngân hàng

Đỗ Lan Phương Phuong.DoLan@mbs.com.vn

Tài chính- Vật liệu xây dựng

Dương Thiện Chí Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng

Hoàng Ngân Giang Giang.HoangNgan@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
GIỮ	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

MBS SECURITIES

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn. Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Copyrights. MBS 2020, ALL RIGHTS RESERVED. Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa Nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội | Tel: +84 24 7304 5688 – Fax: +84 24 3726 2601 | Website: www.mbs.com.vn