

**Ngành Gỗ**

Báo cáo lần đầu

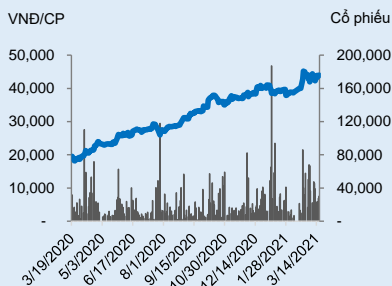
Tháng 3, 2020

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá mục tiêu (VND/cp)	<b>74,951</b>
Giá hiện tại (18/03/2021)	44,000
Lợi nhuận tiềm năng	<b>74,9%</b>

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18,200-45,000
Vốn hóa	742,2 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	16,867,808
KLGD bình quân 10 ngày	29,640
% sở hữu nước ngoài	19,8%
Room nước ngoài	49,0%
Cổ tức tiền mặt	4.000
Suất cổ tức	9,1%
Beta	1,0

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
GDT	7,4%	10,0%	8,9%	32,9%
VN-Index	7,2%	2,3%	14,2%	32,2%

Chuyên viên phân tích

**Trần Đăng Mạnh**

(84 28) 3914.6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

# CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành

Ticker: GDT

Reuters: GDT.HM

Bloomberg: GDT Equity VN

## 2021 là khởi đầu của chu kỳ tăng trưởng mới

Chúng tôi phát hành Báo cáo lần đầu đối với CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (HSX: GDT) với khuyến nghị **OUTPERFORM** và giá mục tiêu 1 năm là **74,951 đồng/cp** (Upside: 74,9%) dựa theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF; tỷ trọng 50%) và Chiết khấu dòng cổ tức (DDM; tỷ trọng 50%).

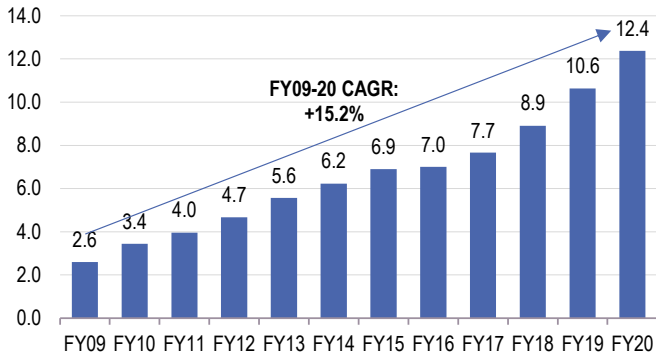
- **GDT được biết đến là công ty xuất khẩu hoạt động trong thị trường ngách.** GDT duy trì tỷ trọng xuất khẩu ở mức cao bền vững, khoảng 85% doanh thu thuần, hậu thuẫn chính bởi tập khách hàng trung thành ở Hàn Quốc và Nhật Bản. GDT chủ yếu phục vụ đơn đặt hàng các sản phẩm chất lượng cao, tinh xảo và được thiết kế riêng, tạo sự khác biệt và chịu ít áp lực cạnh tranh, đồng thời duy trì tỷ suất lợi nhuận rất cao.
- **Triển vọng ngành gỗ còn nhiều tiềm năng.** Bất chấp đại dịch COVID-19, ngành gỗ và sản phẩm gỗ (G&SPG) của Việt Nam chứng tỏ khả năng bền bỉ, duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số, kim ngạch xuất khẩu năm 2020 đạt 12,37 tỷ USD (+16,3% YoY; Tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2009-20 là 15,2%/năm). Kim ngạch xuất khẩu G&SPG năm 2021 dự báo duy trì 15% YoY lên 14-15 tỷ USD. Kim ngạch xuất khẩu G&SPG lũy kế 2 tháng đầu năm tăng mạnh 51% YoY lên 2,4 tỷ USD, cho thấy tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ đối với GDT.
- **Nhu cầu đang phục hồi mạnh.** Nhu cầu tiêu thụ đã có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ từ các thị trường xuất khẩu chủ chốt của Công ty, phản ánh qua các đơn đặt hàng tăng mạnh gần đây. BVSC kỳ vọng việc triển khai tích cực vắc xin COVID-19 trên toàn cầu sẽ tiếp tục đẩy đà phục hồi hơn; GDT hoàn thành đầy đủ chứng chỉ BSCI và áp dụng phương thức thanh toán mới với các đối tác từ Mỹ mở ra thêm cơ hội tăng trưởng trong giai đoạn bình thường mới.
- **GDT đã trang bị tốt để đón đầu cơ hội tăng trưởng.** Với dấu hiệu phục hồi nhu cầu ngày càng rõ rệt từ Quý 3/2020, GDT đã chuẩn bị kỹ lưỡng cho chu kỳ tăng trưởng mới sau đại dịch bằng cách: (1) Mua một nhà máy đã xây dựng ở Bình Dương để bổ sung cho năng lực sản xuất, và (2) Tập dụng mối quan hệ lâu dài với nhà cung cấp (NCC) trong thời kỳ đại dịch để tích cực tích lũy một lượng đáng kể hàng tồn kho ở mức giá cạnh tranh.
- **BVSC dự báo CAGR LNST của GDT giai đoạn 2020-23 đạt 21,8%/năm.** Cho năm 2021, kịch bản cơ sở của BVSC dự phóng doanh thu thuần của GDT đạt 532,7 tỷ (+30,8% YoY) và LNST đạt 112,4 tỷ (+40,4% YoY).

**Khuyến nghị:** GDT đóng cửa ở mức 44.000 đồng/cổ phiếu vào ngày 18/03/2021, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 6,5x và PEG năm 2021 là 0,16 cho mức tăng trưởng LNST tích cực là 40,4% và ROE là 39,7%. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GDT, giá mục tiêu 1 năm là **74.951 đồng/cp**, tiềm năng tăng giá là 74,9% so với giá thị trường ngày 18/3/2021.

Chúng tôi ưa thích GDT nhờ giữa triển vọng tăng trưởng LNST lạc quan giai đoạn 2021-23, định giá rẻ, khả năng sinh lời cao bền vững, tình hình tài chính lành mạnh, chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn và ban lãnh đạo tâm huyết. BVSC dự báo GDT sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao. Cổ tức tiền mặt giai đoạn 2021-23 có thể đạt 6.000-8.000 đồng/cp. Suất cổ tức dự báo ở mức rất hấp dẫn 13,6-18,2% so với giá hiện tại.

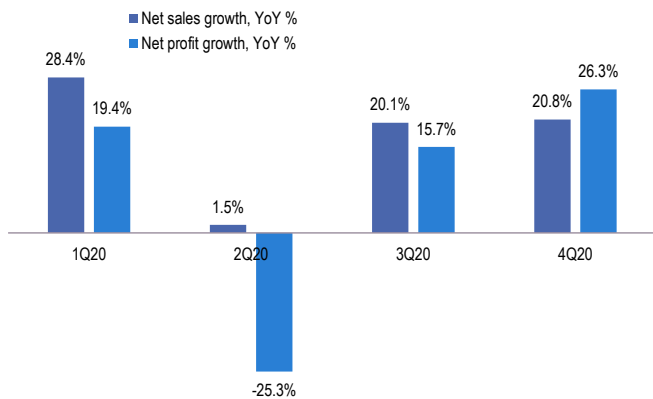
## BIỂU ĐỒ CHÍNH

**Hình 1: Bất chấp COVID-19, xuất khẩu G&SPG Việt Nam duy trì đà tăng trưởng 2 chữ số hơn một thập kỷ vừa qua**



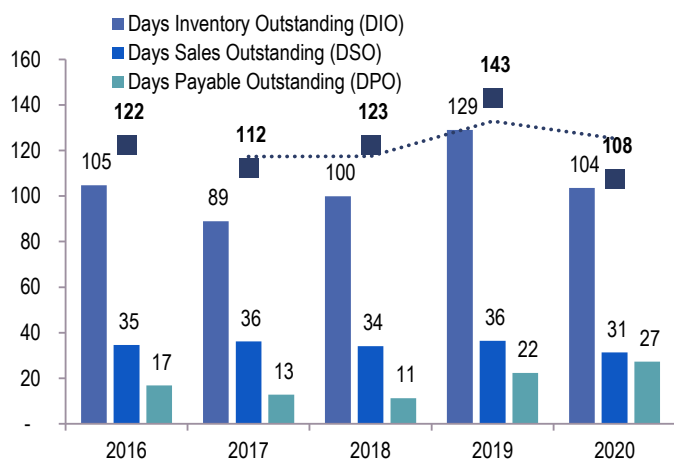
Nguồn: Cục Hải quan; BVSC

**Hình 3: Sau ảnh hưởng tiêu cực trong Quý 2/2020 do COVID-19, GDT phục hồi mạnh mẽ từ Quý 3/2020**



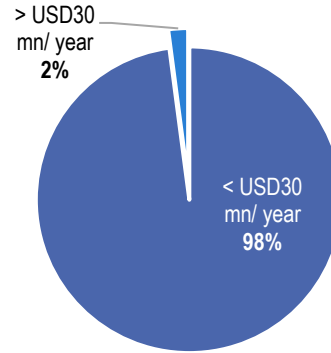
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC tính toán

**Hình 5: GDT quản lý vốn lưu động tốt**



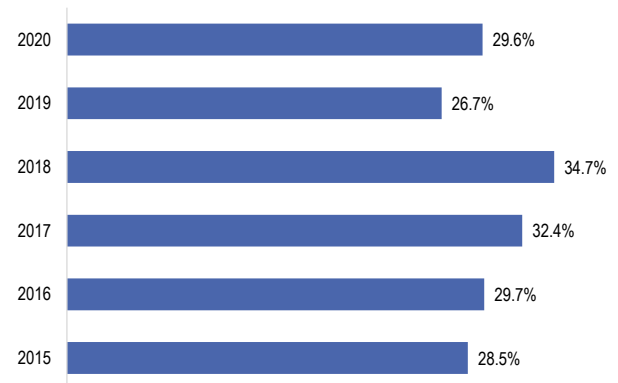
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**Hình 2: Ngành gỗ của Việt Nam rất phân mảnh - Chỉ 75 trên 3.600 doanh nghiệp có kim ngạch xuất khẩu trên 30 triệu USD/năm trong năm 2020.**



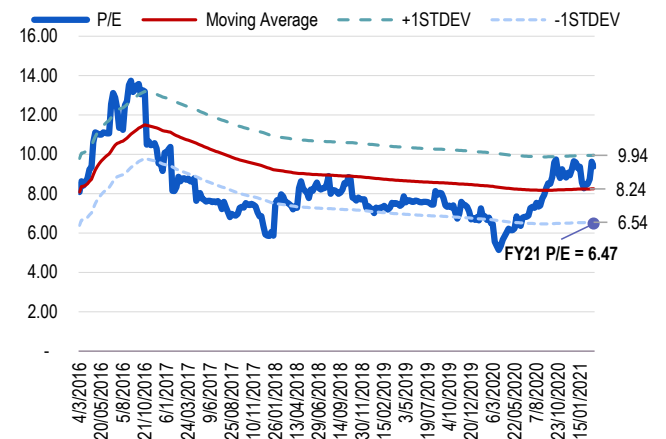
Nguồn: Cục Hải quan; BVSC

**Hình 4: ROE luôn ở mức cao**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC tính toán; ROE cốt lõi không bao gồm thu nhập một lần

**Hình 6: GDT đang giao dịch với P/E năm 2021 là 6,47x, thấp hơn 22% so với 8,2x là mức trung bình trong lịch sử 5 năm**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

## Tổng quan: Công ty xuất khẩu hoạt động trong thị trường ngách

**Nhà chế biến gỗ uy tín của Việt Nam tỷ trọng lớn (85%) doanh thu đến từ xuất khẩu**

Được thành lập từ năm 1991 và niêm yết năm 2009, CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (HSX: GDT) được biết đến là nhà chế biến gỗ quy mô nhỏ, nhưng uy tín ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu. Bốn phân khúc sản phẩm chính của Công ty bao gồm: (1) Đồ dùng nhà bếp; (2) Đồ gia dụng; (3) Đồ chơi trẻ em; và (4) Bàn ghế cho trẻ em và các sản phẩm khác. Bên cạnh đội Ban lãnh đạo tâm huyết, theo đánh giá của chúng tôi lợi thế cạnh tranh chính của GDT nằm ở mối quan hệ chặt chẽ với các đối tác xuất khẩu lâu năm tại Hàn Quốc và Nhật Bản, và các đối tác tại Mỹ.

**Hoạt động kinh doanh ổn định và sinh lời cao; Chu kỳ tăng trưởng mới khả năng từ năm 2021 nhờ mua thêm nhà máy mới**

Về mặt KQKD, GDT có mức sinh lời cao với tốc độ tăng trưởng kép doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2015-20 lần lượt đạt 6,2% và 5,2%, đồng thời duy trì BLN ròng cao vượt trội trên 20,0%. Mặc dù thách thức bởi COVID-19, GDT vẫn duy trì tăng trưởng KQKD năm 2020 lạc quan - Doanh thu thuần đạt 400,4 tỷ (+17,1% YoY) và LNST đạt 80,8 tỷ (+7,8% YoY). Triển vọng tương lai rất hứa hẹn, với tiền đề là sự phục hồi ngày càng mạnh mẽ của cả xuất khẩu và nhu cầu trong nước, cùng với việc trang bị kỹ lưỡng qua việc mua một nhà máy đã xây dựng mà BVSC kỳ vọng sẽ mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới.

Hình 7: KQKD và số liệu Bảng cân đối kế toán chính của GDT giai đoạn 2015-20:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	295,8	323,6	362,2	389,8	341,8	400,4
YoY %	12,0%	9,4%	11,9%	7,6%	-12,3%	17,1%
LNST (Tỷ VND)	61,6	95,9	101,3	89,7	74,2	80,0
YoY %	19,2%	55,8%	5,6%	-11,4%	-17,3%	7,8%
BLN gộp%	37,9%	37,6%	34,9%	35,8%	32,8%	31,2%
BLN từ HĐKD%	25,5%	26,1%	25,0%	26,2%	23,3%	21,6%
BLN ròng %	20,8%	29,6%	28,0%	23,0%	21,7%	20,0%
EPS điều chỉnh (VND/ cổ phiếu)	4.016	6.720	5.878	5.492	4.276	4.840
Cổ tức tiền mặt (VND/ cổ phiếu)	4.000	6.000	6.000	5.000	5.000	4.000
Tỷ lệ payout %	99,6%	89,3%	102,1%	91,0%	116,9%	82,6%
Tiền mặt và tiền gửi/ Tổng tài sản	43,3%	55,2%	59,0%	50,8%	58,3%	43,2%
Nợ vay/ Tổng tài sản (D/A)	3,8%	8,3%	13,9%	10,6%	21,7%	23,2%

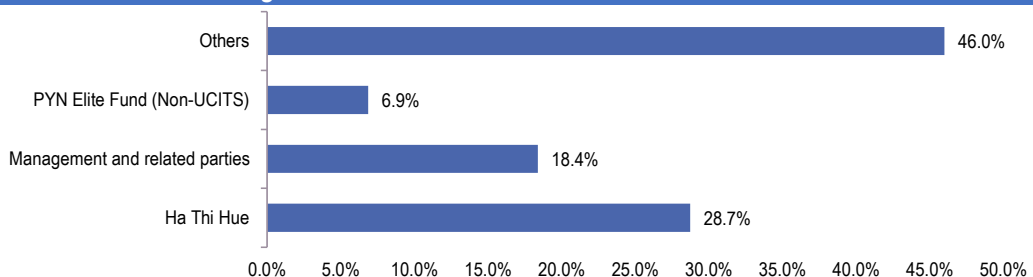
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

## Cơ cấu cổ đông và Ban lãnh đạo

**Cơ cấu cổ đông**

Tính đến ngày 31/12/2020, các cổ đông lớn nhất của GDT bao gồm: Hà Thị Huệ (25,58%; vợ ông Lê Ba – Nhà sáng lập GDT) và PYN Elite Fund (6,9%). Ban lãnh đạo và các bên liên quan chiếm khoảng 18,4%. Điều đó cho thấy, các cổ đông khác chiếm 49,12% sở hữu còn lại.

Hình 8: Cơ cấu cổ đông của GDT



Nguồn: FiinPro; BVSC ước tính

**Lợi ích của doanh nghiệp do gia đình kiểm soát**

Chúng tôi hiểu rằng doanh nghiệp với nhóm các cổ đông lớn nhất đang điều hành, và kiểm soát phần nào sẽ gắn hiệu quả hoạt động của Công ty với lợi ích các cổ đông lớn. Và cơ cấu này sẽ còn ảnh hưởng tốt tới hoạt động quản trị của Công ty.

Đối với trường hợp của GDT, chúng tôi nhận thấy không chỉ Ban lãnh đạo với hiểu biết chuyên sâu về ngành, tích cực tham gia vào việc đặt ra các định hướng chiến lược cho Công ty, quản lý hoạt động kinh doanh hiệu quả, kiểm soát chi phí tốt, cân bằng lợi ích giữa công ty - cổ đông và có sự cân nhắc kỹ khi ra các quyết định đầu tư mở rộng mới.

*Hình 9: Ban lãnh đạo của GDT:*

Thông tin sơ lược	
<b>Bà Lê Hải Liễu</b> Chủ tịch Hội đồng Quản trị (HDQT)	- Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh - Con ông Lê Ba - Người sáng lập GDT - 2006 – Hiện nay: Chủ tịch Hội đồng Quản trị
<b>Ông Lê Hồng Thắng</b> Phó Chủ tịch HĐQT	- Kỹ thuật Cơ khí, Đại học Công nghệ và Kỹ thuật TP. Hồ Chí Minh - Em trai Bà Lê Hải Liễu - Hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành chế biến gỗ - 01/2013 - Hiện nay: Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc
<b>Bà Nguyễn Hà Ngọc Diệp</b> Thành viên HĐQT	Thạc sĩ Kế toán Quốc tế, Đại học Công nghệ Swinburne 2019 - Hiện tại: Phó Tổng Giám đốc 2018 - 2019: Giám đốc tài chính
<b>Ông Lê Hồng Thành</b> Thành viên HĐQT	- Quản trị về xuất nhập khẩu và quản lý sản xuất - Anh trai Bà Lê Hải Liễu - Từng giữ nhiều chức vị quan trọng, như Quản lý hệ thống phân phối nội địa của Công ty, Phụ trách mảng chứng từ xuất nhập khẩu, Phó Giám đốc sản xuất, Thành viên HĐQT kiêm Giám đốc HCNS. - 2011 - 2018: Phó Tổng Giám đốc
<b>Ông Trần Xuân Nam</b> Thành viên HĐQT, Thành viên độc lập	- Cử nhân Kinh tế - Cổ vấn rất hữu hiệu cho GDT về các chiến lược đầu tư, niêm yết, quản trị công ty và quan hệ cổ đông.
<b>Bà Trương Thị Diệu Lê</b> Thành viên HĐQT, Thành viên độc lập	- Thạc sĩ Quản trị Kinh Doanh Đại học California Polytechnic, Mỹ - Hiện là Tổng Giám đốc tại Mekong Capital - Có kinh nghiệm và hiểu về GDT nhiều. Đại hội đồng cổ đông GDT bầu chọn là Ủy viên Hội đồng quản trị nhiệm kỳ 2020-2024.
<b>Ông Hoàng Anh Tuấn</b> Thành viên HĐQT	- Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh - Cử nhân Luật - Hơn 18 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực tư vấn đầu tư - Giám đốc Khối tư vấn Thuế M&A Công ty TNHH KPMG Việt Nam, và hiện nay là Giám đốc Công ty TNHH Business Insight Việt Nam

Nguồn: GDT; BVSC

## Mô hình kinh doanh toàn diện

### Đầu tư mua thêm nhà máy mới Nhà máy thứ ba đã được xây dựng đi vào hoạt động mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới

Trước Quý 3/2020, GDT sở hữu hai nhà máy - một ở tỉnh Bình Dương, một ở TP.HCM - với tổng công suất sản xuất 8.500 m<sup>3</sup>/ năm. Với tốc độ tăng trưởng doanh thu kép đều đặn 5 năm vừa qua, chúng tôi hiểu rằng tỷ suất huy động của hai nhà máy này được gia tăng qua từng năm. Ban lãnh đạo của GDT rất thận trọng và chọn lọc trong bất kỳ khoản đầu tư mới nào, tránh đầu tư giàn trải nhằm mang lại hiệu quả sử dụng vốn tốt nhất.

Hình 10: Thông tin các Cơ sở sản xuất của GDT: Tóm tắt

Nhà máy	Địa điểm	Diện tích (m <sup>2</sup> )	Công suất sản xuất (m <sup>3</sup> / năm)
Nhà máy #1 và Trụ sở chính	TP. HCM	7.800	2,500
Nhà máy #2	Bình Dương	38.000	6,000
Nhà máy #3	Bình Dương	14.000	N/A

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

### Nhà máy thứ ba đi vào hoạt động mở ra một chu kỳ tăng trưởng mới sau đại dịch

Trước những dấu hiệu khả quan hơn từ các thị trường xuất khẩu, GDT đã quyết định mua một nhà máy mới đã xây dựng sẵn (Quy mô: 14.000 m<sup>2</sup>) vào Quý 4/2020 tại Tân Uyên, tỉnh Bình Dương. Việc này nhằm dự trữ các nguyên liệu đầu vào quan trọng, mở các dây chuyền sản xuất mới để trang bị đủ năng lực sản xuất nhằm phục vụ triển vọng khả quan của các đơn hàng xuất khẩu. Theo GDT, nhà máy đã được xây dựng và tổ chức tốt bởi chủ sở hữu trước, điều này có lợi cho GDT, vì quá trình xây dựng thường tốn nhiều thời gian. Với việc đưa nhà máy mới đi vào hoạt động, Ban lãnh đạo kỳ vọng có đủ năng lực để duy trì tốc độ tăng trưởng kép KQKD 15-20%/ năm trong 5 năm tới.

### Chi phí khấu hao tăng ~1,78 tỷ/ năm

Trên Bảng cân đối kế toán Quý 4/2020 của GDT, chúng tôi ước tính chi phí việc mua lại nhà máy vào khoảng 58,8 tỷ, trong đó giá trị nhà cửa vật kiến trúc ghi nhận là 13,3 tỷ dưới tài sản hữu hình, trong khi 45,5 tỷ còn lại được ghi nhận tại quyền sử dụng đất. Ban lãnh đạo cho biết thời gian sử dụng hữu ích khoảng 33 năm, theo đó BVSC ước tính chi phí khấu hao của Nhà máy thứ ba là 1,78 tỷ/ năm.

### Chọn lọc kỹ lưỡng trong bất kỳ khoản đầu tư nào; Capex thấp trong giai đoạn dự báo

Theo quan sát của chúng tôi, sau khi khởi công nhà máy mới xây dựng tại Tân Uyên, tỉnh Bình Dương vào 2015, vốn đầu tư ròng của GDT được sử dụng chủ yếu cho tài sản hữu hình, đặc biệt là đầu tư vào máy móc, dao động trong khoảng 2,0-4,1 tỷ/ năm trong giai đoạn 2016-19, tương ứng 0,3-1,3% doanh thu thuần. Nhìn chung bản chất hoạt động kinh doanh của GDT không phải là hoạt động thâm dụng vốn. Chúng tôi cũng nhận thấy Ban lãnh đạo của GDT đã rất chọn lọc trong bất kỳ khoản đầu tư mới nào, quản lý hợp lý trong việc mua mới và thanh lý thiết bị cũ.

### Nguyên vật liệu chính Có quan hệ tốt với các nhà cung cấp

Nguyên liệu đầu vào chính của GDT là gỗ cao su, thường chiếm hơn 30% giá vốn hàng bán. Cụ thể, chu kỳ tích trữ gỗ của Công ty thông thường là 6 tháng để phục vụ sản xuất sắp tới. Theo Ban lãnh đạo, nguyên liệu gỗ cao su của Công ty hiện đang nhập hoàn toàn từ các đối tác nội địa lâu năm với giá cạnh tranh hơn so với thị trường chung; đồng thời nhận được những hỗ trợ đáng kể trong thời gian khó khăn của đại dịch COVID-19, chẳng hạn như: cho phép GDT chỉ đặt trước 30% tổng giá trị đơn hàng, trong khi vẫn giữ chúng tại kho của nhà cung cấp. Điều này giúp Công ty chủ động tích lũy đầu vào với giá tốt, cắt giảm chi phí kho bãi, trong khi đó không tạo bất kỳ áp lực nào lên dòng tiền của GDT. Các nhà cung cấp gỗ lâu năm và uy tín của Công ty có ưu thế là đáp ứng đúng và đầy



đủ các yêu cầu của GDT về quy cách, chủng loại, cùng với chính sách kiểm soát chất lượng và sản xuất giúp Công ty giảm hao hụt và tận dụng tối đa nguyên vật liệu đầu vào.

Theo Ban lãnh đạo, giá gỗ cao su hiện tại đang chững lại ở mức 6,8-7,0 triệu/ m<sup>3</sup> sau khi bật tăng trong Quý 4/2020, trong khi mức giá năm 2020 giảm trung bình 5% YoY. Chúng tôi cho rằng việc tích lũy hàng tồn kho ở mức giá cạnh tranh sẽ tích cực sẽ thúc đẩy BLN gộp của Công ty trong ít nhất trong nửa đầu năm 2021, Ban lãnh đạo cũng chia sẻ rằng GDT đang hướng tới việc tăng giá bán sau Quý 1/2021 để đáp ứng với đà tăng giá gỗ cao su gần đây.

**Vật liệu khác** Các nguyên liệu đầu vào khác bao gồm ốc vít và phụ liệu khác, chủ yếu có nguồn gốc trong nước, một số nhập khẩu theo yêu cầu của khách. Nhìn chung, các nguyên liệu đầu vào chính của GDT có mối liên kết nhập khẩu thấp, giảm thiểu rủi ro thiếu hụt đầu vào, vốn có thể gây gián đoạn sản xuất.

Hình 11: Cơ cấu giá vốn bán hàng của GDT giai đoạn 2015-20:

Tỷ VND	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chi phí nguyên vật liệu	97,1	107,7	123,3	135,7	118,8	132,0
Chi phí nhân công	71,0	82,4	100,3	106,5	105,2	131,5
Chi phí khấu hao	3,4	3,1	4,0	3,8	4,0	4,0
Chi phí thuê ngoài và khác bằng tiền	12,14	8,62	8,40	4,24	1,84	7,91
<b>Chi phí giá vốn</b>	<b>183,6</b>	<b>201,9</b>	<b>236,0</b>	<b>250,1</b>	<b>229,8</b>	<b>275,4</b>

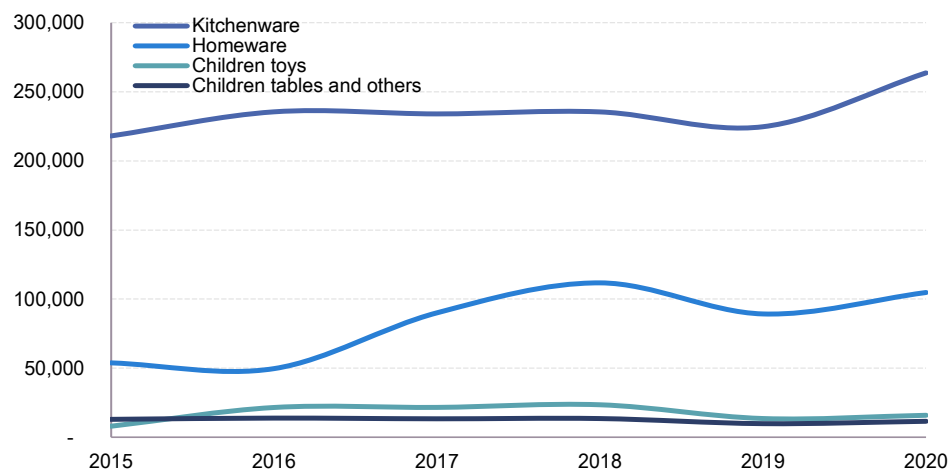
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

**Các sản phẩm**

**Hoạt động trong thị trường ngách của ngành gỗ giúp GDT khác biệt**

Công ty (1) tự thiết kế và sản xuất các sản phẩm của mình và (2) đóng vai trò là đơn vị gia công cho các đơn đặt hàng của khách hàng nước ngoài. Các sản phẩm của GDT thường tinh xảo, chất lượng cao và được thiết kế riêng cho các đơn đặt hàng, giữ GDT khác biệt với các nhà sản xuất trong nước (thường là những cơ sở nhỏ lẻ không đủ điều kiện đáp ứng các yêu cầu nghiêm ngặt từ các đối tác xuất khẩu, trong khi các doanh nghiệp lớn thường chú trọng hơn đến các sản phẩm có thể sản xuất đại trà, quy mô lớn). Có thể nói, GDT đã và đang hoạt động trong một thị trường ngách, điều này không chỉ giúp hạn chế áp lực cạnh tranh mà còn giúp duy trì mối quan hệ lâu dài, bền chặt với khách hàng.

Hình 12: Xu hướng bán hàng của GDT trên các phân khúc sản phẩm trong giai đoạn 2015-20: Đồ dùng nhà bếp vẫn là nguồn tạo ra thu nhập cao nhất



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính; Đơn vị: Triệu VND

Cụ thể, bốn phân khúc sản phẩm chính của GDT bao gồm: (1) Đồ dùng nhà bếp; (2) Đồ gia dụng; (3) Đồ chơi trẻ em; và (4) Bàn ghế dành cho trẻ em và các sản phẩm khác. Theo GDT, tỷ trọng giữa các phân khúc sản phẩm phần lớn không thay đổi năm 2020. Theo ước tính BVSC, đóng góp từ đồ dùng nhà bếp chiếm ưu thế ở mức 67% năm 2020, tiếp theo là đồ gia dụng (27%), đồ chơi trẻ em (3%) và khác (3%).

Hình 14: Các nhóm sản phẩm chính của GDT:



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**Tập khách hàng**

**Mở rộng cơ sở khách hàng và mạng lưới bán hàng**

**Xuất khẩu là thị trường tiêu thụ chính của Công ty**

**Xuất khẩu (85,3% doanh thu thuần năm 2020).** Bất chấp những khó khăn của COVID-19, doanh thu xuất khẩu năm 2020 của GDT theo ước tính của chúng tôi tăng mạnh 22,4% YoY lên 338,7 tỷ, đánh dấu mức tăng trưởng kép giai đoạn 2015-20 là 6,0%. Đáng lưu ý, GDT không phụ thuộc vào bất kỳ khách hàng lớn nào, Ban lãnh đạo chia sẻ 10 khách hàng lớn nhất của Công ty chiếm khoảng 40% doanh thu.

Hình 15: Cơ cấu doanh thu của GDT theo địa lý giai đoạn 2015-20:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	FY15-20 CAGR
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>295,8</b>	<b>323,6</b>	<b>362,2</b>	<b>389,8</b>	<b>341,8</b>	<b>400,4</b>	<b>6,2%</b>
<b>Doanh thu xuất khẩu</b>	<b>252,8</b>	<b>273,8</b>	<b>308,9</b>	<b>329,0</b>	<b>276,6</b>	<b>338,7</b>	<b>6,0%</b>
YoY %	21,9%	8,3%	12,8%	6,5%	-15,9%	22,4%	NM
Xuất khẩu/ DTT %	85,5%	84,6%	85,3%	84,4%	80,9%	84,6%	NM
Châu Á	201,4	211,6	245,3	266,5	229,1	268,0	5,9%
Châu Âu	42,0	56,9	58,4	49,4	40,7	46,8	2,2%
Châu Mỹ	8,1	4,7	5,3	13,2	6,9	23,9	24,2%
Khác	1,3	0,5	-	-	-	-	NM

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

**Xây dựng cơ sở khách hàng lâu đời ở Châu Á**

**Châu Á vẫn là thị trường xuất khẩu trọng yếu của GDT**, chiếm 78,4% doanh thu xuất khẩu năm 2020. Xuất khẩu năm 2020 của GDT sang các nước châu Á đã tăng đáng kể 17,0% YoY lên 268 tỷ, theo ước tính của BVSC. Chúng tôi lưu ý rằng tại các quốc gia Châu Á, đặc biệt là Hàn Quốc và Nhật Bản, GDT đã xây dựng cơ sở khách hàng trung thành với hầu hết là đối tác của GDT hơn 10 năm. Ví dụ, Lotte Mart, Nitori, H1 Global, Fair Friend, Dong Yang International.

**Mỹ là thị trường với nhiều tiềm**

**Mỹ là điểm nhấn mới với tiềm năng lớn**, tăng mạnh lên 23,9 tỷ so với mức cơ sở thấp năm 2019 là 6,9 tỷ, theo ước tính của BVSC. Cụ thể, GDT cho biết đã có một số đối tác từ nhiều năm

**năng chưa khai thác triệt để**

trước, các đơn đặt hàng tăng vọt của Công ty được hưởng lợi từ việc khách hàng Mỹ chuyển đơn đặt hàng của họ từ Trung Quốc sang Việt Nam do Mỹ áp dụng mức thuế suất đối với các sản phẩm gỗ có xuất xứ từ Trung Quốc. GDT đã áp dụng phương thức thanh toán cởi mở hơn với các đối tác tại Mỹ (chính sách công nợ 1 đến 2 tuần). Theo GDT, việc áp dụng phương thức thanh toán mới có tiến triển tốt, chưa xuất hiện phải thu quá hạn, hay nợ xấu cho đến nay.

**Châu Âu cho những dấu hiệu phục hồi tốt**

**GDT đã chứng kiến một số cải thiện trong xuất khẩu sang Châu Âu** với doanh thu năm 2020 tăng trở lại đáng khích lệ, theo ước tính của chúng tôi là 15% YoY, đạt 46,8 tỷ. Theo GDT, trước đây các khách hàng tại Châu Âu yêu cầu GDT phải có chứng chỉ rừng FSC (Tiêu chuẩn chứng nhận về nguồn gốc gỗ bảo vệ rừng) và chứng nhận BSCI (Tiêu chuẩn chứng nhận trách nhiệm xã hội) đã thách thức hoạt động xuất khẩu của GDT năm 2019. GDT đã đạt được chứng chỉ BSCI đầy đủ vào năm 2020 phần nào hỗ trợ GDT, bởi lẽ không phải tất cả khách hàng đều yêu cầu chứng chỉ FSC hoặc BSCI cho đơn đặt hàng.

Hình 16: Thông tin một số đối tác xuất khẩu đáng chú ý của GDT:

Đối tác xuất khẩu	Thông tin chính
Fair Friends Co.Ltd	Được thành lập năm 2002, Fair Friends Co. Ltd là nhà bán buôn đồ nội thất gia đình Hàn Quốc
KidKraft Inc	Công ty hàng đầu trong thế giới đồ chơi và đồ nội thất bằng gỗ hơn 40 năm kinh nghiệm tại Mỹ.
MH AND CO., LTD	MH & Co. MH & Company sản xuất đồ nội thất gia đình, đồ nội thất văn phòng và đồ gia dụng.
Nitori Co., Ltd	Một công ty bán lẻ đồ nội thất và phụ kiện gia đình của Nhật Bản. Đây là chuỗi nội thất và đồ gia dụng lớn nhất ở Nhật Bản.
ASUNG CO., LTD	Hoạt động chính: Nhà bán buôn đồ nội thất và đồ trang trí nội thất tại Hàn Quốc.

Nguồn: Phân tích BVSC

**Doanh thu nội địa trước COVID-19 rất vững chắc**

**Doanh thu nội địa (13,5% doanh thu thuần năm 2020): tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2015-20 đạt 7,5%.** Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu nội địa năm 2020 của GDT bị ảnh hưởng bởi đại dịch COVID-19, giảm nhẹ 5,0% YoY xuống 52,7 tỷ. Trong đó, BVSC nhận thấy tác động của COVID-19 chủ yếu rơi vào Quý 2/2020, và đã có sự cải thiện trong các quý sau. Nếu không tính năm 2020 để loại bỏ ảnh hưởng của Covid thì GDT ghi nhận tăng trưởng 10,9%/ năm giai đoạn 2015-19 cho thị trường nội địa. Chúng tôi nhận thấy GDT đã nỗ lực rất nhiều để nắm bắt sự chuyển dịch đang diễn ra của người tiêu dùng Việt Nam đối với các sản phẩm có thương hiệu và chất lượng tốt hơn cũng như xu hướng Thương mại Điện tử đang nổi lên tại Việt Nam thông qua việc tăng cường các kênh bán hàng đa dạng.

**Quyết liệt mở rộng sự hiện diện trên các cửa hàng có lưu lượng khách cao**

Tích cực củng cố mạng lưới cửa hàng vật chất thông qua việc khai thác hệ thống cửa hàng BHX và ĐMX có lưu lượng truy cập cao trên toàn quốc đã và đang mang lại hiệu quả. Tính đến cuối năm 2019, mạng lưới bán lẻ của GDT bao gồm 2.247 điểm bán hàng, trong đó các cửa hàng nằm bên trong siêu thị và các trung tâm mua sắm tăng mạnh lên 1.687 điểm và 1 showroom.

**Tăng cường sự hiện diện bán hàng online trong bối cảnh thay đổi trong hành vi của người tiêu dùng**

Tăng cường sự hiện diện bán hàng trực tuyến trên nhiều nền tảng Thương mại điện tử có mức độ nhận diện tốt, bao gồm: Tiki, Shopee, Sendo và Adayroi, cùng với việc xây dựng trang web winwinshop nội bộ của riêng mình. Theo cuộc phỏng vấn mới nhất của chúng tôi với Công ty, Ban lãnh đạo chia sẻ rằng doanh thu bán hàng trực tuyến của họ đã tăng nhanh chóng trong năm 2020, mặc dù vẫn chiếm một phần nhỏ trong tổng doanh thu.

Với sự thay đổi đang diễn ra trong hành vi của người tiêu dùng, GDT đang tiếp tục phát huy chiến lược các kênh bán hàng trực tuyến của mình bằng cách: (1) Cung cấp chiết khấu cao hơn cho cả



nhà phân phối và người dùng cuối, (2) Xây dựng tập khách hàng trung thành thông qua chương trình thành viên để tích lũy điểm có thể được chuyển đổi thành tiền mặt cho các lần mua hàng tiếp theo, và (3) Nghiên cứu thông tin chi tiết về khách hàng cho các quá trình R&D nội bộ của Công ty.

*Hình 17: Xu hướng doanh thu nội địa của GDT 2015-20: Tăng trưởng vững chắc trước COVID-19*

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần nội địa (Tỷ VND)	39,87	46,65	50,02	55,10	60,24	57,23
YoY %	-29,0%	17,0%	7,2%	10,1%	9,3%	-5,0%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

*Hình 18: GDT tích cực mở rộng mạng lưới phân phối trên toàn quốc:*

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tổng số lượng cửa hàng</b>	<b>1.193</b>	<b>962</b>	<b>1.042</b>	<b>1.217</b>	<b>2.247</b>
YoY %	-7,9%	-19,4%	8,3%	16,8%	84,6%
Số lượng cửa hàng trong siêu thị và TTTM	NA	NA	300	302	1.687
YoY %	NA	NA	NA	0,7%	458,6%

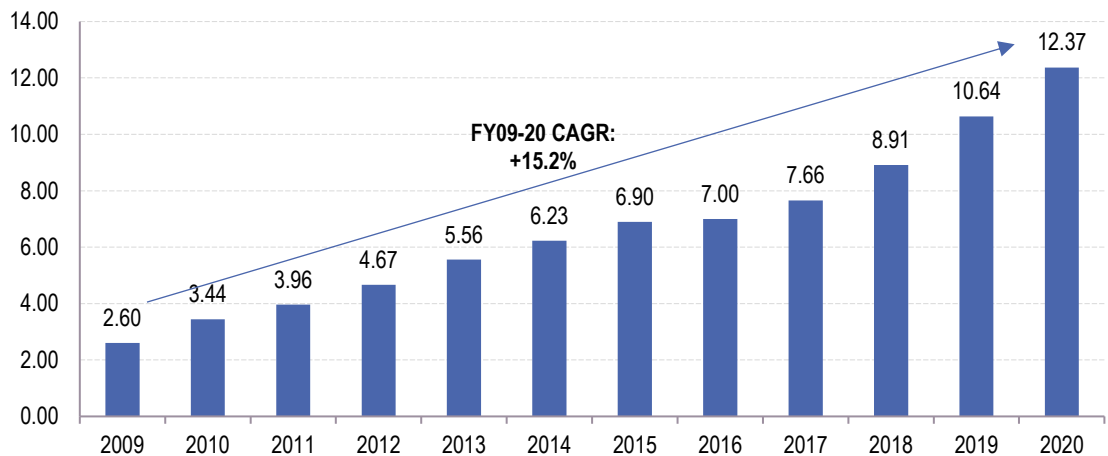
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

## Ngành gỗ Việt Nam tận dụng tốt thời cơ từ COVID-19, triển vọng tăng trưởng cao

**Kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ cao nhất mọi thời đại** Duy trì đà tăng trưởng 2 con số. Bất chấp những khó khăn của COVID-19, kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (S&SPG) của Việt Nam năm 2020 đã tăng đáng kể 16,3% YoY lên 12,37 tỷ USD (5% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam; tốc độ tăng trưởng kép giai đoạn 2009-20 là 15,2%).

Trong đó, xuất khẩu gỗ đạt 9,54 tỷ USD (+22,5% YoY; 77,2% tổng kim ngạch xuất khẩu), 22,8% còn lại là sản phẩm gỗ. Đáng chú ý, Việt Nam tiếp tục được hưởng các hoạt động xuất khẩu S&SPG tăng trưởng nhanh với kim ngạch xuất khẩu lũy kế trong 2 tháng đầu năm tăng mạnh khoảng 51% YoY lên 2,4 tỷ USD, báo hiệu tác động không đáng kể của tình trạng thiếu container toàn cầu gần đây đối với hoạt động xuất khẩu S&SPG của Việt Nam.

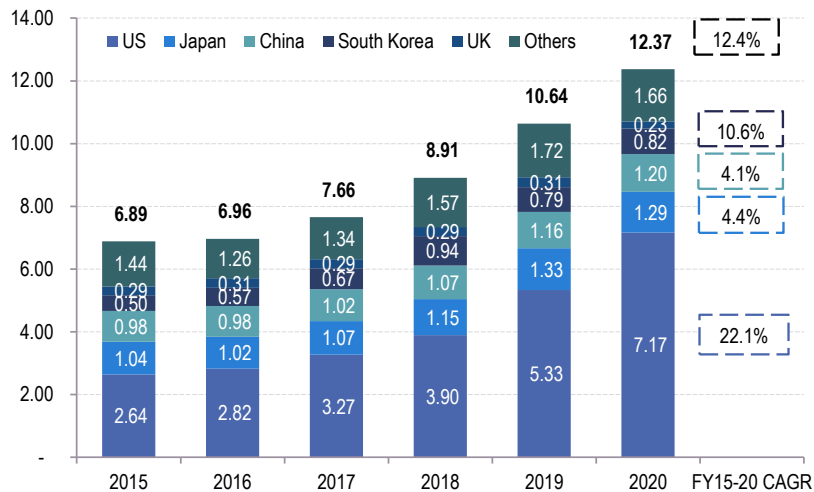
Hình 19: Kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam bền bỉ trước những thách thức từ COVID-19, duy trì đà tăng trưởng 2 con số kể từ năm 2009-20



Nguồn: Cục Hải quan; BVSC; Đơn vị: Tỷ USD

**Thị trường xuất khẩu chính** Năm thị trường xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ hàng đầu của Việt Nam không thay đổi trong năm 2020, bao gồm: Mỹ, Nhật Bản, Trung Quốc, Hàn Quốc.

Hình 20: Kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam theo thị trường chính – Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất của Việt Nam kể từ năm 2015



Nguồn: Cục Hải quan; BVSC; Đơn vị: Tỷ USD

**Mỹ vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất và tăng trưởng nhanh nhất của Việt Nam**

- Xuất khẩu sang Mỹ tăng mạnh 34,4% YoY đạt 7,17 tỷ USD (chiếm 57,9% tổng kim ngạch xuất khẩu năm 2020) so với nền so sánh cao năm 2019 là 19,33 tỷ USD (+36,8% YoY). Việt Nam là nước được hưởng lợi từ sự chuyển dịch đơn hàng đang diễn ra từ Trung Quốc sang Việt Nam, do ngành gỗ Trung Quốc phải chịu thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp từ căng thẳng thương mại Mỹ - Trung. Bên cạnh đó nhập khẩu các mặt hàng gỗ từ Việt Nam còn tăng, do (1) Mỹ áp đặt một số hạn chế tạm thời đối với giao thương trong bối cảnh COVID-19; và (2) Xu hướng làm việc tại nhà để tránh sự lây lan của đại dịch, dẫn đến sự gia tăng nhu cầu cải tạo nhà cửa và tăng doanh số mua sắm trực tuyến của các đối tác nhập khẩu từ Việt Nam. Đáng chú ý, các phân khúc sản phẩm tăng trưởng nhanh bao gồm: đồ nội thất nhà bếp (+134% YoY), đồ nội thất bằng gỗ khác (+36% YoY) và các bộ phận bằng gỗ (+43% YoY).
- Xuất khẩu sang Nhật Bản giảm nhẹ, đạt 1,29 tỷ USD (-2,5% YoY), chiếm 10,5% kim ngạch xuất khẩu G&SPG năm 2020.
- Xuất khẩu sang Trung Quốc và Hàn Quốc nhìn chung lạc quan, lần lượt tăng 3,2% YoY và 3,3% YoY lên 1,20 tỷ USD và 0,82 tỷ USD.

**Ngành gỗ Việt Nam rất phân mảnh**

Theo thống kê của Hải quan, thị trường G&SPG của Việt Nam hiện bao gồm hơn 3.600 nhà sản xuất. Chúng tôi nhận thấy ngành gỗ Việt Nam hiện rất phân mảnh, vì chỉ 75 nhà sản xuất có kim ngạch xuất khẩu (KNXK) trên 30 triệu USD. Cụ thể, chỉ có 3 nhà sản xuất có KNSK trên 200 triệu USD; 4 nhà sản xuất có KNSK từ 100-200 triệu USD; 27 nhà sản xuất có KNSK từ USD50-100 triệu; và 41 nhà sản xuất có KNXK từ 30-50 triệu USD. Trong bối cảnh thị trường chưa tập trung vào các doanh nghiệp lớn để tạo ra rào cản gia nhập, sự áp đặt về giá phần nào giúp Công ty giảm áp lực cạnh tranh, nuôi dưỡng cơ sở khách hàng trung thành trong khi vẫn duy trì hoạt động kinh doanh lợi suất cao và bền vững.

*Hình 21: Ngành gỗ Việt Nam hiện rất phân mảnh:*

Kim ngạch xuất khẩu	>200 triệu đô	100-200 triệu đô	50-100 triệu đô	30-50 triệu đô	<30 triệu đô
Số lượng nhà sản xuất	3	4	27	41	3525
% tổng nhà sản xuất	0,08%	0,11%	0,75%	1,14%	97,92%

Nguồn: Cục Hải quan; BVSC

**Triển vọng tương lai; Tăng trưởng xuất khẩu ở mức 2 con số để duy trì cho đến 2025**

**Cho năm 2021, Việt Nam đang đặt mục tiêu tăng kim ngạch xuất khẩu G&SPG lên 15% YoY lên 14,5-15 tỷ USD,** nhờ: (1) Nhu cầu phục hồi khi nền kinh tế toàn cầu bình thường hóa và triển khai vắc xin COVID-19 tích cực trên toàn cầu; và (2) Các lợi thế cạnh tranh của Việt Nam, bao gồm nhiều hiệp định FTA, chi phí lao động rẻ và sự chuyển dịch đơn hàng ngày càng tăng từ Trung Quốc sang Việt Nam đã giúp Việt Nam có vị trí tốt để thúc đẩy tăng thị phần hơn nữa trên toàn cầu. Về dài hạn, Chính phủ từ lâu đã đặt KNSK 25 tỷ USD cho năm 2025, cho thấy KNSK G&SPG của Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng 2 con số cho đến năm 2025.

## Sản phẩm nhà bếp từ gỗ của Việt Nam đang giành thị phần tốt

Số liệu thống kê mới nhất của TradeMap chỉ ra rằng đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Việt Nam đang thúc đẩy thị phần tăng mạnh tại các thị trường xuất khẩu chính của GDT, bao gồm Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ; chủ yếu được hưởng lợi từ việc mất thị phần của Trung Quốc.

Hình 22: Quy mô thị trường đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ:

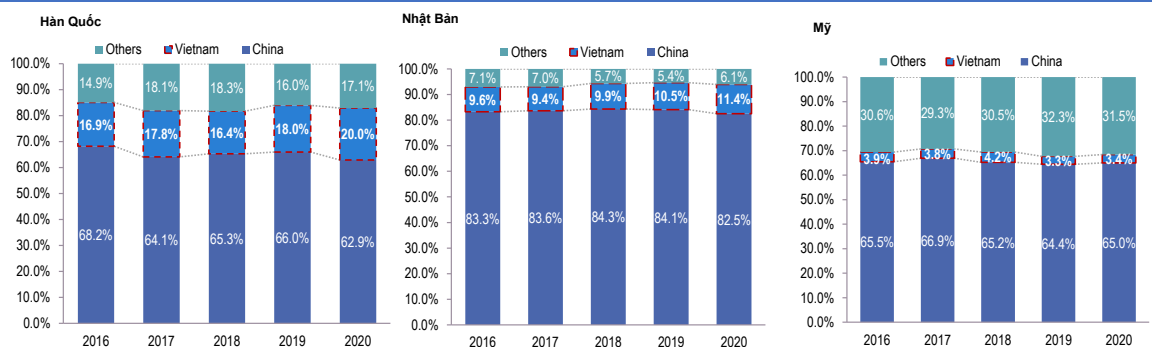
Quy mô thị trường sản phẩm nhà bếp bằng gỗ

Đơn vị: Nghìn USD	2016	2017	2018	2019	2020
Hàn Quốc	54.727	63.421	67.826	62.604	71.664
Nhật Bản	262.422	262.388	264.967	262.719	234.588
Mỹ	246.442	267.968	298.730	322.378	360.178

Nguồn: TradeMap; BVSC; Quy mô thị trường được tính bằng tổng kim ngạch nhập khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ MH4419

- **Quy mô thị trường đồ dùng nhà bếp của Hàn Quốc** đã tăng trưởng tốt năm 2020, đạt 71,7 triệu USD (+14,5% YoY). Trong đó, Việt Nam liên tục mở rộng thị phần từ mức 16,4% năm 2018 lên mức 20,0% năm 2020.
- **Quy mô thị trường đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Nhật Bản** lớn hơn nhiều so với của Hàn Quốc, ở mức 234,6 triệu USD nhưng không duy trì được tăng trưởng và giảm (-10,7% YoY) năm 2020. Xuất khẩu của Việt Nam đạt 26,7 triệu USD (chỉ giảm nhẹ 3,1% YoY) và do đó, tiếp tục thúc đẩy thị phần tăng lên mức cao nhất từ trước đến nay đạt 11,4% năm 2020.
- **Quy mô thị trường đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Hoa Kỳ** tăng 11,7% YoY lên 360,2 triệu USD năm 2020. Thị phần của Việt Nam nhích nhẹ lên 3,4% năm 20 từ mức 3,3% năm 2019. Tuy nhiên, xuất khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Việt Nam chỉ đạt 12,3 triệu USD, nhỏ hơn nhiều so với mức xuất khẩu sang Nhật Bản, cho thấy dư địa dồi dào cho tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới.

Hình 23: Diễn biến thị phần xuất khẩu sản phẩm đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Việt Nam sang các thị trường chủ lực Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ:



Nguồn: TradeMap; BVSC ước tính

Với dự báo tăng trưởng trở lại của kinh tế thế giới, thu nhập người dân cải thiện, chúng tôi kỳ vọng đà mở rộng thị phần tiếp tục tiếp diễn sẽ hỗ trợ mạnh mẽ triển vọng xuất khẩu đồ dùng nhà bếp bằng gỗ của Việt Nam trong thời gian tới.

## Phân tích tài chính: ROEs duy trì ở mức cao

**Tăng trưởng doanh thu** **1. Tăng trưởng doanh thu:** GDT duy trì CAGR doanh thu thuần ổn định 6,2%/ năm trong giai đoạn 2015-20, trong đó, xuất khẩu đạt mức tăng trưởng ổn định 6,0%/năm, chiếm trung bình 84,4-85,5% trong tổng doanh thu thuần giai đoạn 15-20 và do đó, là nguồn đóng góp thu nhập chính; trong khi doanh thu nội địa tăng vững chắc qua từng năm với tốc độ CAGR giai đoạn 2015-20 là 7,5%, chiếm 13,5-17,6% doanh thu thuần. Doanh thu khác từ bán phế liệu từ sản xuất và cho thuê nhà xưởng dao động trong khoảng 3,2-5,8 tỷ trong giai đoạn 2015-20, ghi nhận tốc độ CAGR lành mạnh 7,4%.

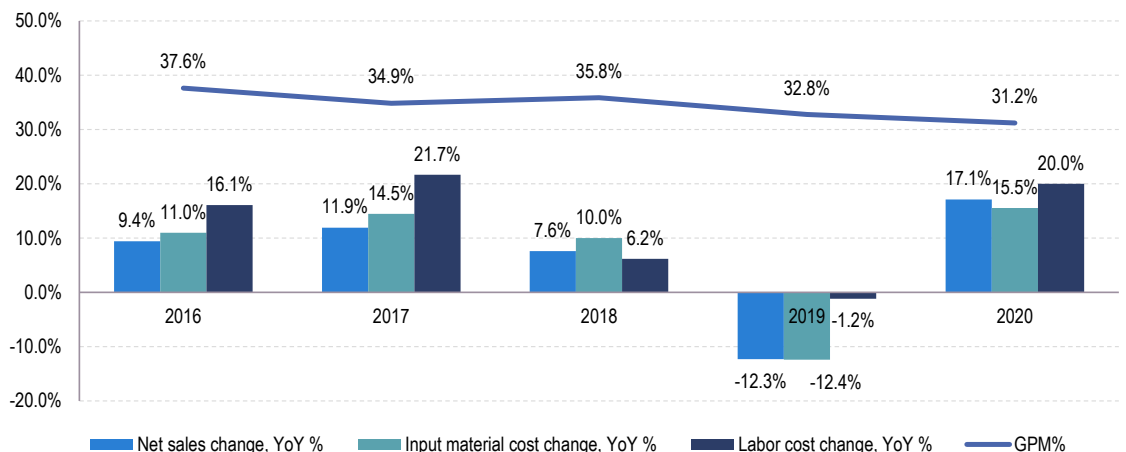
Hình 24: Cơ cấu doanh thu của GDT giai đoạn 2015-20:

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu xuất khẩu	252,8	273,8	308,9	329,0	276,6	338,7
Doanh thu nội địa	39,9	46,7	50,0	55,1	60,2	57,2
Khác	3,1	3,2	3,3	5,8	5,0	4,5
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>295,8</b>	<b>323,6</b>	<b>362,2</b>	<b>389,9</b>	<b>341,8</b>	<b>400,4</b>
Tăng trưởng YoY %	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu xuất khẩu	21,9%	8,3%	12,8%	6,5%	-15,9%	22,4%
Doanh thu nội địa	-29,0%	17,0%	7,2%	10,1%	9,3%	-5,0%
Khác	8,6%	2,0%	4,1%	73,7%	-14,5%	-9,2%
<b>Tổng doanh thu thuần</b>	<b>11,1%</b>	<b>9,4%</b>	<b>11,9%</b>	<b>7,6%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>17,1%</b>

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

**Xu hướng BLN gộp** **2. Biên lợi nhuận gộp (GPM):** Chúng tôi nhận thấy BLN gộp năm 2015-20 của Công ty rất cao, dao động trong khoảng 31,2-37,9%. Chúng tôi hiểu rằng BLN gộp cao bền vững của Công ty phần lớn được thúc đẩy bởi tính chất thị trường thích hợp nơi Công ty chủ yếu tham gia vào việc phục vụ các đơn đặt hàng các sản phẩm được thiết kế riêng, có chất lượng cao và tinh xảo cho các khách hàng khác nhau. Điều này giúp GDT trở nên khác biệt, giảm bớt áp lực cạnh tranh, đồng thời củng cố cơ sở khách hàng trung thành. Theo quan sát của chúng tôi, chi phí nguyên liệu đầu vào chính của GDT đã ổn định trong năm 2019 sau khi tăng trong năm tài chính 2016-18; giá nguyên vật liệu chính đã trở nên thuận lợi trong năm 2020. Chúng tôi hiểu rằng chi phí nhân công (chiếm trên 40% giá vốn hàng bán) vẫn tăng trong năm 2020 sau khi điều chỉnh tăng trong năm 2019 do việc tuân thủ đầy đủ chứng chỉ BSCI (Sáng kiến Tuần thủ Xã hội trong Kinh doanh) về thù lao công bằng.

Hình 25: Xu hướng BLN gộp của GDT giai đoạn 2016-20: Thay đổi trong doanh thu thuần, chi phí nguyên liệu đầu vào và chi phí lao động tác động lên BLN gộp



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính



**Quản lý chi phí hoạt động chặt chẽ**

**3. Chi phí hoạt động (OPEX):** Chi phí hoạt động năm 2015-20 của GDT được kiểm soát tốt, có xu hướng giảm từ 12,4% năm 2015 xuống dao động khoảng 9,5-9,7% trong ba năm qua. Chúng tôi thấy rằng GDT có khả năng thương thảo tốt đối với các đối tác và mạng lưới phân phối của mình, bằng chứng là quản lý OPEX một cách xuất sắc trước những thay đổi trong GPM. Tương ứng, BLN từ hoạt động kinh doanh (OPMs) giai đoạn 2015-20 duy trì ở mức cao 21,6-26,2%.

Hình 26: Quản lý OPEX chặt chẽ duy trì BLN từ hoạt động kinh doanh ở mức cao:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BLN gộp %	37,9%	37,6%	34,9%	35,8%	32,8%	31,2%
Chi phí hoạt động/ Doanh thu thuần %	12,4%	11,5%	9,9%	9,7%	9,5%	9,6%
BLN từ HĐKD %	25,5%	26,1%	25,0%	26,2%	23,3%	21,6%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**Lợi nhuận tài chính ròng ổn định**

**4. Lợi nhuận tài chính ròng ổn định:** Trong giai đoạn 2015-20, GDT ghi nhận thu nhập tài chính khá ổn định ở mức 7,9-17,3 tỷ (3,2-4,3% doanh thu thuần giai đoạn 2015-20), trong đó thu nhập lãi từ tiền gửi là yếu tố đóng góp chính, điều này được thúc đẩy bởi vị thế giàu tiền mặt của Công ty dưới sự quản lý tốt. Chi phí tài chính giai đoạn 2015-20 không đáng kể, chỉ chiếm 0,3-1,1% doanh thu thuần; trong đó, chi phí lãi vay không đáng kể ở mức 0,05-0,19% doanh thu thuần, do Công ty sử dụng đòn bẩy tài chính rất thấp. Do đó, GDT liên tục ghi nhận lợi nhuận tài chính thuần khá trong giai đoạn 2015-20 giao động 2,4-3,8% doanh thu thuần.

Hình 27: GDT mang lại lợi nhuận tài chính ròng nhất quán trong năm tài chính 15-20:

Tỷ VND	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Thu nhập tài chính	7,9	11,8	14,2	12,5	14,3	17,3
Chi phí tài chính	(2,4)	(1,7)	(1,1)	(3,2)	(1,4)	(4,4)
<b>Lãi/ (lỗ) tài chính ròng</b>	<b>5,5</b>	<b>10,2</b>	<b>13,2</b>	<b>9,3</b>	<b>12,8</b>	<b>13,0</b>
% doanh thu thuần	1,9%	3,1%	3,6%	2,4%	3,8%	3,2%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**Lãi / lỗ ròng khác**

**5. Lãi / lỗ thuần khác:** Lãi / lỗ thuần khác của GDT nhìn chung không đáng kể trong ba năm qua, chủ yếu là từ việc thanh lý tài sản cố định cũ (máy móc và phương tiện vận tải). Trong khi đó, lãi một lần trong năm 206-17 lần lượt đạt 20,2 tỷ năm 2016 và 21,6 tỷ năm 2017, đến từ việc Công ty bán đất tại khu công nghiệp (KCN) Mỹ Phước 2, tổng cộng kích thước 100,000 m<sup>2</sup>.

Ngoài ra, GDT còn có một khu đất rộng 4.877 m<sup>2</sup> khác tại KCN Mỹ Phước 3, mà Ban lãnh đạo đã lên kế hoạch xây ký túc xá cho nhân viên từ lâu. Tuy nhiên, vì một số lý do chủ quan, dự án sẽ không thực hiện. Hiểu được thị trường đang có nhu cầu về khu đất, Ban lãnh đạo của GDT đã trình xuất bán khu đất trong Đại hội Cổ đông thường niên năm 2020 và được sự chấp thuận của cổ đông. Theo cuộc thảo luận của chúng tôi với Ban lãnh đạo, chúng tôi được biết rằng đã có một số người mua tiềm năng, tuy nhiên, quá trình này tạm thời diễn ra chậm do COVID-19. Sau khi hoàn thành, GDT ước tính lãi một lần sau thuế sẽ đạt 4,5-6,0 tỷ, điều này sẽ tiếp tục củng cố thêm dòng tiền vốn đã mạnh mẽ của Công ty và thúc đẩy chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao của GDT.

**Xu hướng BLN ròng**

**6. Tỷ suất lợi nhuận ròng (NPM):** BLN ròng trong năm 2015-20 của GDT ở mức cao 20,0-29,6%. Cụ thể, nếu loại trừ khoản lãi một lần từ việc bán 100.000 m<sup>2</sup> đất tại KCN Mỹ Phước 2 năm 2016-17, thì NPM sẽ đạt 23,6% năm 2016 và 22,9% năm 2017. BLN ròng mạnh mẽ của GDT chứng tỏ Công ty sinh lợi cao.

Hình 28: Lợi nhuận ròng báo cáo và cốt lõi; BLN ròng của GDT trong 2015-20:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>LNST, báo cáo (Tỷ VND)</b>	<b>61,6</b>	<b>95,9</b>	<b>101,3</b>	<b>89,7</b>	<b>74,2</b>	<b>80,0</b>
YoY %	19,2%	55,8%	5,6%	-11,4%	-17,3%	7,8%
<b>LNST, cốt lõi (Tỷ VND)</b>	<b>61,6</b>	<b>76,5</b>	<b>83,1</b>	<b>89,7</b>	<b>74,2</b>	<b>80,0</b>
YoY %	19,2%	24,2%	8,6%	8,0%	-17,3%	7,8%
BLN ròng, báo cáo %	20,8%	29,6%	28,0%	23,0%	21,7%	20,0%
BLN ròng, cốt lõi %	20,8%	23,6%	22,9%	23,0%	21,7%	20,0%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

**ROE ở mức tốt nhờ vòng quay tài sản tốt hơn và sử dụng đòn bẩy hiệu quả**

BVSC sử dụng phân tích DuPont 5 bước cho thấy lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của GDT đã cải thiện đáng kể lên 29,6% vào cuối năm 2020 từ mức 26,7% trong năm 2019. Các động lực chính bao gồm: (1) Vòng quay tài sản tốt hơn (lên 1,00 lần năm 2020 từ 0,88 lần năm 2019, cho thấy hiệu quả của việc sử dụng tài sản của Công ty trong việc tạo ra doanh thu), và (2) Việc sử dụng đòn bẩy tài chính tích cực hơn, mà BVSC vẫn cho rằng là thấp (Thảo luận kỹ ở phần Bảng cân đối kế toán).

Hình 29: Phân tích 5 bước DuPont xu hướng lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của GDT:

Phân tích DuPont 5 bước		2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. Tax burden =	Net Income/ Pretax profit	0,77	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
2. Interest burden =	Pretax profit/ Operating income	1,06	1,13	1,15	1,10	1,17	1,16
3. Operating margin =	Operating income/ Net sales	25,5%	26,1%	25,0%	26,2%	23,3%	21,6%
4. Asset turnover =	Net sales/ Total assets	1,03	0,89	1,03	1,13	0,88	1,00
5. Financial leverage =	Total assets/ Total equity	1,34	1,42	1,37	1,33	1,39	1,47
<b>Product of (1,2,3,4,5) =</b>	<b>ROE cốt lõi*</b>	<b>28,5%</b>	<b>29,7%</b>	<b>32,4%</b>	<b>34,7%</b>	<b>26,7%</b>	<b>29,6%</b>

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC; \*ROE cốt lõi không tính đến các khoảng lãi một lần từ việc bán đất năm 2016-17

**Bảng cân đối kế toán mạnh mẽ**

**7. Bảng cân đối kế toán lành mạnh** – Tình hình tài chính của GDT về cơ bản là ổn định, bằng chứng là bảng cân đối kế toán mở rộng kết hợp với vị thế dồi dào tiền mặt, cùng với đòn bẩy tài chính không đáng kể.

Hình 30: Xu hướng số dư tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của GDT trong FY15-20:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tiền và tương đương tiền (Triệu VND)	4.247	3.983	743	16.949	8.686	897
Tiền gửi ngân hàng (Triệu VND)	120.500	197.100	206.100	157.700	217.064	171.500
% Tổng tài sản	43,3%	55,2%	59,0%	50,8%	58,3%	43,2%
Tiền mặt/ cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)	9.041	14.086	12.634	10.693	13.270	10.758

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

- Tổng tài sản của GDT đã tăng trưởng vững chắc với tốc độ CAGR 6,7% giai đoạn 2015-20 lên 398,9 tỷ vào cuối năm 2020.
- Vị thế tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của GDT đã tăng đáng kể với tốc độ CAGR 6,7% giai đoạn 2015-20. Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng chiếm phần lớn tổng tài sản, dao động trong khoảng 43,2-59,0% trong giai đoạn 2015-20. Trong đó, tiền mặt và tiền gửi ngân hàng luôn được quản lý tốt. Thông thường, lượng tiền mặt chỉ chiếm 0,2-4,9% tổng tài sản, trong khi tiền gửi có kỳ hạn tại ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn hơn 41,8-58,8% tổng tài sản trong giai đoạn 2015-20.

Hình 31: Xu hướng đòn bẩy và dư nợ dài hạn và ngắn hạn của GDT giai đoạn 2015-20:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nợ dài hạn ( Triệu VND)	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn (Triệu VND)	8.099	21.445	35.618	27.542	60.365	62.785
Tổng nợ vay (Triệu VND)	8.099	21.445	35.618	27.542	60.365	62.785
Tổng nợ vay/ VCSH (D/E)	0,04x	0,08x	0,14x	0,11x	0,22x	0,23x
Nợ vay ròng (Triệu VND)	(116.648)	(179.638)	(171.225)	(147.107)	(165.385)	(109.612)

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

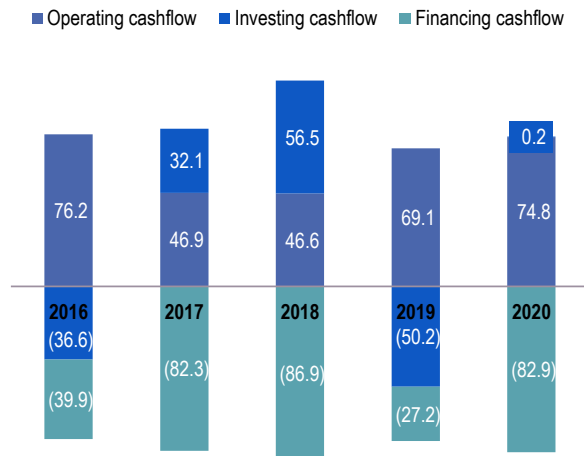
**Đòn bẩy vẫn thấp, mặc dù sử dụng tích cực hơn**

- GDT duy trì không có nợ dài hạn, trong khi có một ít nợ ngắn hạn. Nợ ngắn hạn cuối năm 2020 của GDT tăng nhẹ lên 62,8 tỷ (+4,0% YoY), mà chúng tôi tin rằng sẽ có lợi cho GDT trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp hiện tại. Nhìn chung, đòn bẩy cuối năm 2020 của GDT vẫn ở mức thấp với D/E không đáng kể là 0,23x và D/A tương ứng là 0,16x. Tỷ lệ thanh khoản và khả năng thanh toán của GDT vì vậy rất nổi bật.

**Chất lượng thu nhập cao**

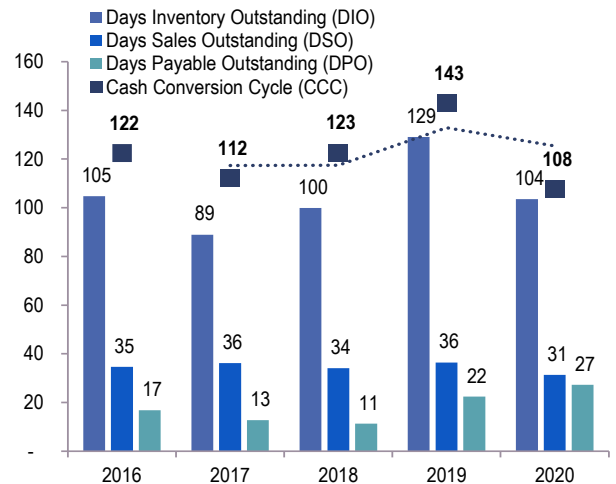
**8. Dòng tiền kinh doanh luôn dương** - GDT đã liên tục tạo ra dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tích cực trong năm 2015-20, cho thấy chất lượng thu nhập cao của Công ty. Cụ thể, chu kỳ chi trả tiền mặt (CCC) của GDT đã có xu hướng giảm từ 143 ngày năm 2019 xuống còn 108 ngày năm 2020, đây là mức thấp nhất trong giai đoạn nghiên cứu của chúng tôi (so với 112-123 ngày năm 2016-18).

**Hình 32: Dòng tiền vượt trội của GDT trong giai đoạn 2016-20: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC; Đơn vị: Tỷ VND

**Hình 33: Quản lý vốn lưu động tốt, minh chứng bởi CCC thấp nhất kỷ lục vào cuối năm 2020**



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

- Số ngày tồn kho (DIO)** giảm xuống 104 ngày năm 2020 từ 129 ngày năm 2019 và 106 ngày năm 2015-19. Nhờ quan hệ tốt với các nhà cung cấp, GDT đã tích cực tích lũy nguyên liệu đầu vào với nhiều lợi thế như chỉ trả trước 30% cho việc mua hàng và cho phép GDT giữ hàng mua tại kho của nhà cung cấp. Thực tế này không chỉ cho phép GDT chủ động dự trữ hàng tồn kho với giá cạnh tranh mà còn: (1) Không tạo áp lực lên vị thế tiền mặt và dòng tiền của Công ty và (2) Giảm chi phí kho bãi.
- Số ngày dư nợ phải trả** tăng lên mức cao nhất từ trước đến nay là 27 ngày năm 2020, duy trì đà tăng từ năm 2017 chỉ ở mức 13 ngày; mà chúng tôi cho rằng GDT đã thiện khả năng thương thảo tốt hơn, ngày càng tăng đối với các nhà cung cấp của mình.
- Số ngày bán hàng tồn đọng (DSO)** đã giảm xuống 31 ngày năm 2020 từ 36 ngày năm 2019 và 35 ngày ở mức trung bình 2015-19, dựa trên môi trường bán hàng nhanh của Công ty.

**Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn**

**Hình 34: GDT duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao:**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
EPS (VND/ cổ phiếu)	4.016	6.720	5.878	5.492	4.276	4.840
Cổ tức tiền mặt (VND/ cổ phiếu)	4.000	6.000	6.000	5.000	5.000	4.000
Tỷ lệ chi trả (Payout ratio) %	99,6%	89,3%	102,1%	91,0%	116,9%	82,6%

GDT đã liên tục duy trì chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn từ 4.000-6.000 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với tỷ lệ chi trả cổ tức cao giai đoạn 2015-20 là 82,6-116,9%, giải thích cho dòng tiền tài chính âm liên tục của GDT. Chúng tôi hiểu rằng việc thanh toán bằng tiền mặt cao chủ yếu nhờ vào: (1) Các khoản đầu tư capex không đáng kể của Công ty và (2) Vị thế tài chính mạnh.

## Động lực kép mở ra chu kỳ tăng trưởng mới từ năm 2021

Với hai động lực từ (1) Triển vọng tăng trưởng ngành đầy hứa hẹn do nhu cầu phục hồi rõ ràng hơn ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu và (2) Nhà máy thứ ba đi vào hoạt động để bổ sung năng lực sản xuất, chúng tôi tin rằng GDT ở vị thế cạnh tranh để ghi nhận tăng trưởng KQKD khả quan – BVSC dự phóng tốc độ tăng trưởng kép doanh thu thuần và LNST giai đoạn 2020-23 lần lượt đạt 19,7% và 21,8%.

Hình 35: Dự báo KQKD trong 3 năm tới của BVSC cho GDT giai đoạn 2021-23:

Triển vọng tăng trưởng KQKD lạc quan – CAGR doanh thu thuần/ LNST giai đoạn 2020-23 lần lượt đạt 19,7% và 21,8%

	2020	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu thuần (Triệu VND)</b>	<b>400.405</b>	<b>523.653</b>	<b>604.226</b>	<b>686.646</b>
Xuất khẩu	338.676	452.439	525.621	599.870
Nội địa	57.229	65.813	72.395	79.634
Khác	4.500	5.400	6.210	7.142
<b>Lợi nhuận gộp (Triệu VND)</b>	<b>112.150</b>	<b>121.797</b>	<b>126.260</b>	<b>139.728</b>
LNST (Triệu VND)	100.079	140.449	157.774	180.937
<b>LNST (Triệu VND)</b>	<b>80.022</b>	<b>112.359</b>	<b>126.219</b>	<b>144.749</b>
GPM %	31,2%	33,0%	32,4%	32,6%
OPM %	21,6%	23,4%	22,8%	23,1%
NPM %	20,0%	21,5%	20,9%	21,1%
<b>Tăng trưởng doanh thu thuần%</b>	<b>17,1%</b>	<b>30,8%</b>	<b>15,4%</b>	<b>13,6%</b>
Tăng trưởng xuất khẩu %	22,4%	33,6%	16,2%	14,1%
Tăng trưởng nội địa %	-5,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Tăng trưởng khác %	-9,2%	20,0%	15,0%	15,0%
<b>Tăng trưởng lợi nhuận gộp%</b>	<b>11,6%</b>	<b>38,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>14,5%</b>
Thay đổi nguyên liệu đầu vào %	15,5%	25,4%	17,8%	13,2%
Tăng trưởng chi phí lao động %	20,0%	30,8%	15,4%	13,6%
Tăng trưởng D&A %	0,0%	46,1%	2,3%	2,3%
<b>Tăng trưởng LNST %</b>	<b>7,8%</b>	<b>40,4%</b>	<b>12,3%</b>	<b>14,7%</b>

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính và dự phóng

## LNST năm 2021 dự báo sẽ tăng khả quan 40,4% YoY

Chúng tôi lần đầu đưa ra dự báo KQKD năm 2021 cho GDT, kịch bản cơ sở của BVSC dự báo doanh thu thuần tăng trưởng tốt 30,8% YoY lên 523,7 tỷ và LNST tăng mạnh 40,4% YoY lên 112,4 tỷ. Dự báo KQKD của chúng tôi dựa trên các giả định chính sau:

- **Doanh thu thuần tăng 30,8% YoY lên 523,7 tỷ**, nhờ doanh thu xuất khẩu tăng đáng kể đạt 452,4 tỷ (+33,6% YoY), doanh thu nội địa trở lại quỹ đạo tăng trưởng đạt 65,8 tỷ (+15,0% YoY) và các hoạt động khác đóng góp 5,4 tỷ (+20,0% YoY).
- **BLN gộp dự báo sẽ mở rộng lên 33,0% năm 2021 từ mức 31,2% năm 2020**, chủ yếu thúc đẩy bởi: (1) Tích lũy hàng tồn kho chi phí cạnh tranh; và (2) Gia tăng hiệu quả kinh tế theo quy mô nhờ doanh thu bán hàng tăng trưởng tốt cũng như không còn trải qua sự gián đoạn COVID-19, khiến các cơ sở sản xuất tạm thời ngừng hoạt động trong Quý 2/2020.

- **Tỷ lệ chi phí hoạt động ở mức 9,5% doanh thu thuần năm 2021** so với 9,6% năm 2020 nhờ sự kiểm soát chặt chẽ và hiệu quả kinh tế theo quy mô tăng.
- **Thu nhập tài chính thuần** dự báo sẽ tăng 33,1% YoY lên 17,3 tỷ năm 2021.

**EPS kịch bản cơ sở năm 2021 là 6.801 đồng/cp** Tuy chung lại, kịch bản cơ sở của BVSC dự báo LNST năm 2021 của GDT sẽ tăng mạnh 40,4% YoY lên 112,4 tỷ. Giả sử tổng số cổ phiếu đang lưu hành không thay đổi, EPS năm 2021 điều chỉnh sẽ đạt 6.801 đồng/ cổ phiếu. Với giá cổ phiếu hiện tại, GDT đang giao dịch với P/E năm 2021 là 6,4x.

Bên cạnh hoạt động cốt lõi tích cực, GDT còn có thể thoái vốn thành công mảnh đất 4.877 m<sup>2</sup> tại KCN Mỹ Phước 3 năm 2021, và hoạt động này có thể đóng góp thêm vào LNST 2021 6,0 tỷ (tương đương 7,5% LNST năm 2020).

Hình 36: Dự báo KQKD năm 2021 của chúng tôi cho GDT, theo kịch bản:

	2020 Thực hiện	2021F Cơ sở	YoY %	2021F Lạc quan	YoY %
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	400,4	522,5	30,5%	522,5	30,5%
LNST (Tỷ VND)	100,1	140,4	40,4%	147,2	47,0%
LNST (Tỷ VND)	80,1	112,4	40,4%	118,4	47,8%
EPS (VND/ cổ phiếu)	4.996,0	7.011,4	40,3%	7.385,8	47,8%
EPS điều chỉnh (VND/ cp)	4.840,4	6.801,0	40,5%	7.164,2	47,8%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự phóng

## Cổ tức tiền mặt dự báo sẽ tăng mạnh lên 6.000-8.000 đồng/cp

**Cơ hội đầu tư theme cổ tức tốt** GDT đã trả cổ tức bằng tiền mặt rất hấp dẫn, dao động trong khoảng 4.000-6.000 đồng/ cổ phiếu, tương đương với tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận rất cao từ 89,3% đến 116,9% trong giai đoạn 2015-19. Cổ tức tiền mặt năm 2020 dự kiến ở mức 4.000 đồng/ cổ phiếu, đã được sự chấp thuận của cổ đông tại ĐHCĐ năm 2020 của Công ty. Trong đó, đợt tạm ứng đầu tiên trị giá 2.000 đồng/ cổ phiếu được thực hiện vào tháng 11.2020. Chúng tôi kỳ vọng đợt thứ hai sẽ được thanh toán ngay sau ĐHCĐ năm 2021, dự kiến diễn ra vào ngày 17.04.2021. Nếu không có thay đổi về cổ tức tiền mặt cho năm 2020 ở mức 4.000 đồng / cổ phiếu, tỷ lệ payout năm 2020 là 82,6%, tương đối thấp so với năm 2015 -19.

**Cổ tức bằng tiền mặt trung hạn được dự báo tăng lên 6.000-8.000 đồng/ cp** Trong tương lai, chúng tôi tin rằng GDT có thể duy trì hoặc thậm chí củng cố chính sách cổ tức bằng tiền mặt bền vững, nhờ vào vị thế giàu tiền mặt, tỷ lệ đòn bẩy không đáng kể và triển vọng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ (LNST giai đoạn 2020-23 dự báo tăng là 21,8%/ năm). Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2021-23 sẽ là 6.000-8.000 đồng / cổ phiếu, (tương đương tỷ lệ chi trả là 88,2% -91,6%), tương ứng với suất cổ tức rất hấp dẫn là 13,6-18,2% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Hình 37: Chính sách cổ tức tiền mặt trong lịch sử và dự báo của GDT trong năm tài chính 15-23F:

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS điều chỉnh (VND/cp)	4.016	6.720	5.878	5.492	4.276	4.840	6.801	7.640	8.762
Cổ tức tiền mặt (VND/cp)	4.000	6.000	6.000	5.000	5.000	4.000*	6.000	7.000	8.000
Payout ratio %	99,6%	89,3%	102,1%	91,0%	116,9%	82,6%	88,2%	91,6%	91,3%

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC dự báo; Cổ tức năm 2020 bằng tiền mặt được đặt ở mức 4.000 đồng / cổ phiếu tại ĐHCĐ năm ngoài



## Cập nhật mới về các đơn đặt hàng mới và KQKD Tháng 1/2021

**Đơn đặt hàng mới đang tăng mạnh** Theo cuộc thảo luận mới nhất của chúng tôi với Ban lãnh đạo, chúng tôi được biết rằng tính đến cuối tháng 2/2021, các đơn đặt hàng mới của GDT từ các đối tác xuất khẩu đã tăng mạnh khoảng 120% YoY lên hơn 8 triệu USD, đến từ cả các đối tác xuất khẩu lâu năm của họ ở Hàn Quốc và Nhật Bản cũng như mối quan hệ chặt chẽ hơn với các đối tác Mỹ. Theo ước tính của chúng tôi, các đơn đặt hàng mới của GDT đã bắt đầu tăng ấn tượng kể từ tháng 12/2020 và duy trì ở mức cao, trung bình trên 2,0 triệu USD mỗi tháng cho đến tháng 2/2020. Điều này cho thấy tiềm năng KQKD cao ít nhất là trong nửa đầu năm 2021, quan điểm của chúng tôi còn được hỗ trợ thêm bởi mức cơ sở thấp trong Quý 2/2020 khi GDT trải qua ảnh hưởng COVID-19, khiến Công ty tạm thời đóng cửa các cơ sở sản xuất và giảm giá bán để hỗ trợ khách hàng trong suốt giai đoạn này.

**BLN Tháng 1/2021 khả quan** Trong khi chúng tôi tin rằng doanh thu Tháng 1 sẽ tăng trưởng lạc quan nhờ sự phục hồi tiêu thụ ngày càng rõ rệt; Ban lãnh đạo cho biết BLN Tháng 1 của GDT tốt, nhờ Công ty tích cực tích trữ hàng tồn kho chi phí thấp, điều này sẽ có tác động tích cực đến BLN gộp của GDT trong những tháng sắp tới. Tăng trưởng đơn hàng nhanh chóng sau COVID-19, cùng với hàng tồn kho chi phí thấp đáng kể càng củng cố thêm quan điểm lạc quan của chúng tôi về tiềm năng tăng trưởng KQKD năm 2021 của GDT.

**Thiếu container không còn là vấn đề kể từ tháng 2** Chúng tôi cũng đã hỏi Công ty về vấn đề thiếu container toàn cầu. Chúng tôi hiểu rằng GDT chịu tác động không đáng kể của vấn đề thiếu container trong Tháng 1, trong khi nhận thấy hoạt động xuất khẩu của Công ty đang bình thường hóa từ Tháng 2.

Hình 38: Xu hướng KQKD hàng quý của GDT trong năm 2020:

Xu hướng KQKD theo quý	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
<b>Doanh thu thuần (Tỷ VND)</b>	<b>81,9</b>	<b>88,2</b>	<b>106,2</b>	<b>124,1</b>
YoY %	28,4%	1,5%	20,1%	20,8%
<b>LNST (Tỷ VND)</b>	<b>14,5</b>	<b>15,6</b>	<b>21,8</b>	<b>28,1</b>
YoY %	19,4%	-25,3%	15,7%	26,3%
BLN gộp %	29,2%	30,7%	32,4%	32,0%
BLN từ HĐKD %	18,2%	18,0%	22,3%	25,9%
BLN ròng %	17,7%	17,7%	20,5%	22,7%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

## Chúng tôi định giá GDT ở mức 74.951 đồng/cp (Upside: 74,9%)

### Phương pháp định giá: DCF và DDM

Chúng tôi áp dụng kết hợp hai phương pháp định giá để xác định giá mục tiêu (TP) cho GDT, bao gồm: (1) Chiết khấu dòng tiền (DCF, tỷ trọng 50%) và (2) Chiết khấu dòng cổ tức (DDM, tỷ trọng 50%). Trong mô hình định giá của mình, chúng tôi áp dụng chiết khấu định giá 25% đối với tính thanh khoản tương đối thấp của cổ phiếu. Giá mục tiêu (TP) 1 năm của chúng tôi cho GDT là 74.951 đồng/cp, cho thấy tiềm năng lợi nhuận hấp dẫn là 74,9%.

- Việc áp dụng DCF của chúng tôi là để phản ánh tốt hơn tiềm năng tăng trưởng KQKD mạnh mẽ hơn của Công ty khi nhu cầu tăng trưởng đầy hứa hẹn sau COVID-19 và nhà máy thứ ba sẽ đi vào hoạt động từ năm 2021 mở ra chu kỳ tăng trưởng mới.
- BVSC sử dụng mô hình DDM, căn nhắc lịch sử chi trả cổ tức đều đặn và mạnh mẽ của Công ty là với tỷ lệ payout cao. Hơn nữa, hoạt động kinh doanh của GDT không phải là hoạt động thâm dụng vốn - các khoản đầu tư capex được dự báo không đáng kể trong giai đoạn dự báo. Vị thế tài chính mạnh mẽ của Công ty với một ít nợ ngắn hạn cũng cố hơn nữa mạnh mẽ cho chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn của Công ty trong thời gian tới.

Hình 39: Tóm tắt định giá: TP của BVSC với GDT là 74.951 đồng/cổ phiếu (Upside: 74,9%)

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá hợp lý	Kết quả
Chiết khấu dòng tiền (DCF)	50%	112.439	56.220
Chiết khấu dòng cổ tức (DDM)	50%	87.429	43.714
<b>Giá trị hợp lý trên mỗi cổ phiếu (VND/ cổ phiếu)</b>			<b>99.934</b>
Chiết khấu định giá %			25,0%
<b>Giá mục tiêu một năm (VND/ cổ phiếu)</b>			<b>74.951</b>
Suất cổ tức (Cổ tức đợt 2 năm 2020 dự kiến 2.000 đồng/ cp)			4,5%
<b>Tổng lợi nhuận tiềm năng %</b>			<b>74,9%</b>
P/E năm 2021 hợp lý tại giá mục tiêu			11,0x
P/E năm 2021 tại giá hiện tại			6,5x

Hình 40: Mô hình định giá DCF: Tóm tắt

Tính toán FCFF	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025
EBIT	122.669	137.939	158.464	177.953	197.697
EBIT(1-t)	98.135	110.351	126.771	142.363	158.158
Cộng: D&A	6.470	6.619	6.767	6.916	7.065
Trừ: Capex	5.958	1.658	1.658	1.658	1.658
Trừ: Change in WC	(19.093)	(12.424)	(12.759)	(13.112)	(12.985)
<b>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</b>	<b>117.740</b>	<b>127.736</b>	<b>144.640</b>	<b>160.733</b>	<b>176.550</b>

Tính toán WACC	
Beta	1,0
Risk free rate	4,0%
Market risk premium	8,5%
<b>Cost of equity</b>	<b>12,5%</b>
Cost of debt, calculation	
Cost of debt	4,0%
Corporate income tax	20,0%
<b>After-tax cost of debt</b>	<b>4,8%</b>
Capital structure	
Equity/ Total capital	15,0%
Debt/ Total capital	85,0%
<b>WACC</b>	<b>11,4%</b>

Tóm tắt định giá DCF		Triệu VND
PV FY21-25		520.812
Terminal growth (%)		3,0%
Terminal value FY25-after		1.266.183
<b>Fair value of Core business (EV)</b>		<b>1.786.996</b>
Add: Cash		897
Add: Short-term Investments		171.500
<b>Total EV</b>		<b>1.959.393</b>
Less: Debt		62.785
Less: Minority Interest		-
<b>Implied Equity Value</b>		<b>1.896.608</b>
Number of Shares Outstanding		16.867.808
<b>Giá mục tiêu theo DCF (VND/cp)</b>		<b>112.439</b>

Nguồn: Phân tích BVSC

**Hình 41: Mô hình định giá Chiết khấu dòng cổ tức: Tóm tắt**

Mô hình Chiết khấu dòng cổ tức	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	Terminal value
EPS điều chỉnh (VND/ cp)	6.801	7.640	8.762	9.870	10.950	
<b>Cổ tức tiền mặt (VND/ cp)</b>	<b>6.000</b>	<b>7.000</b>	<b>8.000</b>	<b>9.000</b>	<b>10.000</b>	<b>107.966</b>
Payout ratio %	88,2%	91,6%	91,3%	91,2%	91,3%	
Giá trị hiện tại	5.331	5.527	5.613	5.611	65.347	
<b>Giá mục tiêu theo phương pháp DDM (VND/cp)</b>	<b>87.428</b>					

Nguồn: Phân tích BVSC

## Khuyến nghị:

GDT đóng cửa ở mức 44.000 đồng/ cổ phiếu vào ngày 18/03/2021, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 6,5x và PEG năm 2021 là 0,16 cho mức tăng trưởng LNST tích cực là 40,4% và ROE là 39,7%. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GDT, giá mục tiêu 1 năm là **74.950 đồng/cp**, tiềm năng tăng giá là 74,9% so với giá thị trường ngày 18/3/2021. Chúng tôi ưa thích GDT nhờ giữa triển vọng tăng trưởng LNST lạc quan giai đoạn 2021-23, định giá rẻ, khả năng sinh lời cao bền vững, tình hình tài chính lành mạnh, chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn và ban lãnh đạo tâm huyết. BVSC dự báo GDT sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức cao. Cổ tức tiền mặt giai đoạn 2021-23 có thể đạt 6.000-8.000 đồng/ cp. Suất cổ tức rất hấp dẫn ở mức 13,6-18,2% so với giá hiện tại.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>389,8</b>	<b>341,8</b>	<b>400,4</b>	<b>523,7</b>	<b>604,2</b>
Giá vốn	(250,1)	(229,8)	(275,4)	(351,0)	(408,5)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>139,7</b>	<b>112,0</b>	<b>125,0</b>	<b>172,7</b>	<b>195,8</b>
EBIT	102,0	79,5	86,6	122,7	137,9
LNTT	112,4	92,7	100,1	140,4	157,8
<b>LNST-CĐTS</b>	<b>89,7</b>	<b>74,2</b>	<b>80,0</b>	<b>112,4</b>	<b>126,2</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	16,9	8,7	0,9	1,4	7,7
Các khoản đầu tư ngắn hạn	157,7	217,1	171,5	171,5	171,5
Các khoản phải thu ngắn hạn	41,0	27,3	41,5	46,3	55,1
Hàng tồn kho	77,6	85,0	71,3	101,2	117,8
Tài sản cố định hữu hình	32,2	31,3	41,9	42,6	39,1
<b>Tổng tài sản</b>	<b>343,9</b>	<b>387,4</b>	<b>398,9</b>	<b>433,6</b>	<b>460,2</b>
Nợ ngắn hạn	81,6	105,5	123,9	145,8	162,2
Nợ dài hạn	3,6	3,5	4,4	4,4	4,4
Vốn chủ sở hữu	258,7	278,3	270,5	283,4	293,6
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>343,9</b>	<b>387,4</b>	<b>398,9</b>	<b>433,6</b>	<b>460,2</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>					
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>	<b>7,6%</b>	<b>-12,3%</b>	<b>17,1%</b>	<b>30,8%</b>	<b>15,4%</b>
Tăng trưởng doanh thu (%)	-11,4%	-17,3%	7,8%	40,4%	12,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)					
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Biên lợi nhuận gộp (%)	35,8%	32,8%	31,2%	33,0%	32,4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	23,0%	21,7%	20,0%	21,5%	20,9%
ROE (%)	34,7%	26,7%	29,6%	39,7%	43,0%
ROA (%)	26,1%	19,2%	20,1%	25,9%	27,4%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
D/E	0,11x	0,22x	0,23x	0,24x	0,25x
D/A	0,08x	0,16x	0,16x	0,16x	0,16x
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	5.492	4.276	4.840	6.801	7.640
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.839	16.361	16.881	17.682	18.322

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

#### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

#### Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng, Ngân hàng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

#### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

#### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleantuan@baoviet.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, TP. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888