

**Khuyến nghị: MUA**

**Vương Chí Tâm (PTCB)**

[tamvc@bsc.com.vn](mailto:tamvc@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	48,749
Giá đóng cửa	42,000
Upside	16.1%

**Lê Quốc Trung (PTKT)**

[trunglq@bsc.com.vn](mailto:trunglq@bsc.com.vn)

Giá mục tiêu	N/A
Giá cut loss	N/A

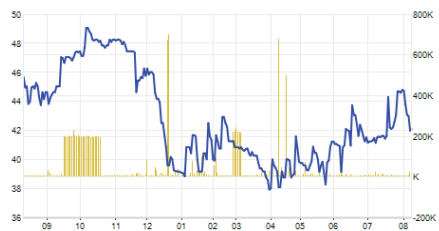
**Dữ liệu thị trường**

Số lượng CP (nghìn CP)	16,394
Vốn hóa (tỷ đồng)	686
Giá cao nhất 52 tuần	49,300
KLGD TB 10 ngày (CP)	5,100
Sở hữu NĐTNN	24.00%

**Cổ đông lớn**

Hà Thị Huệ	29.47%
PYN Elite Fund	9.17%

**Diễn biến giá (1 năm)**



**Tổng quan công ty**

Gỗ Đức Thành là công ty chuyên sản xuất và xuất khẩu đồ gỗ cao su với lợi nhuận tăng trưởng hàng năm cao (17% hàng năm) và đều đặn.

## THỂ MẠNH XUẤT KHẨU

**Định giá**

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu GDT với mức giá mục tiêu 48,749 VND/cp, upside 16.1% dựa theo 2 phương pháp FCFF và P/E. Hiện nay, cổ phiếu GDT được giao dịch ở mức P/E = 7.83x, P/B = 2.27x, hấp dẫn với một cổ phiếu có tăng trưởng trung bình 17% LNST hàng năm trong giai đoạn từ 2011 - 2017, chất lượng tài sản tốt và khả năng sinh lời cao. (biên LNST ổn định khoảng 24%/năm)

**Dự báo KQKD 2018**

Chúng tôi dự báo, trong năm 2018, GDT sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 414 tỷ VND (+14.4% yoy) và 92.6 tỷ VND (-8.6% yoy). LNST dự báo giảm do năm nay không có khoản thu nhập bất thường từ chuyển nhượng đất Mỹ Phước 2 (18 tỷ/năm trong 2016, 2017). Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường này, LNST của GDT được dự báo sẽ tăng trưởng 10.4% yoy.

**Catalyst**

(1) Hiệp định thương mại tự do EVFTA tạo cơ hội cho GDT tăng trưởng ở thị trường Châu Âu. (Hiện vẫn đang chiếm tỷ trọng thấp dưới 5% trong DT và LN của DN).

**Rủi ro đầu tư:**

- (1) Biến động giá gỗ nguyên liệu và các loại gỗ thay thế.
- (2) Biến động tỷ giá USD/VND.
- (3) Thanh khoản cổ phiếu thấp do cơ cấu cổ đông cô đặc.

**Cập nhật KQKD**

**(1) Trong 1H2018**, GDT ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 189 tỷ VND (+13.8% qoq) và 44 tỷ VND (-23.8% yoy) do không còn ghi nhận LN từ bán đất. Doanh thu 2018 được dự báo sẽ tăng trưởng từ 10%-15% do tập trung phát triển các thị trường mới như Mỹ, Úc cùng nguồn cung ổn định từ các thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản.

**(2) Giá bán của các sản phẩm tăng từ 3% - 5%.** Điều này giúp DN cải thiện biên LNG lên 37% so với mức 36.5% trong 2Q2018.

**(3) Giá gỗ ổn định khoảng 7 triệu VND/m<sup>3</sup>.** Giá gỗ cao su ổn định trong khi giá gỗ thay thế (gỗ trầm, gỗ thông) tăng từ 15% - 20%.

**(4) Dự kiến mở rộng nhà máy hiện hữu và nhà máy mới trong 1-2 năm tới** Hiện nay, GDT đang hoạt động ở mức 80% công suất (khoảng 12,000 m<sup>3</sup> gỗ/năm). Hiện doanh nghiệp đang tìm mua thêm đất để mở rộng nhà máy.

**(5) KQKD 2018.** LNST đạt 93 tỷ VND (+12% yoy). Cổ tức dự kiến 50% - 60%.

**Các báo cáo khác**      [Link](#)

**KQKD 1H2018** Trong 1H2018, GDT ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 189 tỷ VND (+13.8% qoq) và 44 tỷ VND (-23.8% qoq) do không còn ghi nhận LN bất thường từ bán đất. Cơ cấu doanh thu hiện nay vẫn chủ yếu là đồ nhà bếp (63% doanh thu), đồ gia dụng (30% doanh thu), đồ chơi (khoảng 6% doanh thu). Doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu – 85% DT – tăng trưởng trong 1H2018 khoảng 15% so với cùng kỳ. Thị trường xuất khẩu chủ yếu là Hàn Quốc và Nhật Bản (68% DT xuất khẩu). Doanh thu tiêu thụ nội địa chiếm 15%, tăng trưởng 5% trong 1H2018. Thị trường nội địa chủ yếu tiêu thụ tại HCM (70%), Hà Nội (20%), các tỉnh khác (10%). Doanh thu 2018 được dự báo sẽ tăng trưởng từ 10%-15% do tập trung phát triển các thị trường mới như Mỹ, Úc cùng nguồn cung ổn định từ các thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản.

**Giá bán của các sản phẩm tăng từ 3% - 5%** Điều này giúp DN cải thiện biên LNG lên 37% so với mức 36.5% trong 2Q2018. Chúng tôi đánh giá cao khả năng chuyển giá thành sản xuất sang giá bán của GDT do (1) GDT cung cấp sản phẩm cho các đối tác lâu đời, (2) khả năng chuyển đổi thị trường linh hoạt (tập trung bán hàng ở các thị trường tiềm năng).

**Giá gỗ ổn định khoảng 7 triệu VND/m<sup>3</sup>** Công ty chủ động đánh giá lại giá gỗ và sẽ tăng giá sản phẩm tương ứng việc tăng giá gỗ và nhân công. Giá gỗ cao su ổn định trong khi giá gỗ thay thế (gỗ trầm, gỗ thông) tăng từ 15% - 20%.

**KQKD 2018** Do chủ yếu DT của DN đến từ xuất khẩu, tỷ giá USD tăng có lợi cho doanh nghiệp. Do đó, GDT đánh giá lại KQKD cho cả năm 2018: LNST đạt 93 tỷ VND (+12% yoy).

**Cổ tức dự kiến 50% - 60%** trong năm 2018 Doanh nghiệp dự kiến sẽ tạm ứng cổ tức đợt 1 năm 2018 bằng tiền mặt 20% vào ngày 22/08/2018, trong năm 2019 sẽ trả khoảng 50%.

**Dự báo KQKD 2018.** BSC dự báo, GDT sẽ ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 414 tỷ VND (+14.4% yoy) và 92.6 tỷ VND (-8.6% yoy), tương đương với EPS 2018 = 6,436 VND/cp (DN không trích quỹ KTPL trong 2018). LNST dự báo giảm do năm nay không có khoản thu nhập bất thường từ chuyển nhượng đất Mỹ Phước 2 (18 tỷ trong 2018 và 2019). Nếu loại trừ khoản thu nhập bất thường này, LNST của GDT được dự báo sẽ tăng trưởng 10.4% yoy. Dự báo này dựa trên giả định giá gỗ cao su không có nhiều biến động (7 triệu VND/m<sup>3</sup>).

**GDT - CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành**  
**Phân tích tài chính**  
**21/08/2018**

**BSC**

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>103</b>	<b>101</b>	<b>95</b>	<b>83</b>	<b>106</b>
<b>LN gộp</b>	<b>38</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>39</b>
DT tài chính	4	4	4	3	3
CP tài chính	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)
Lãi vay	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
CP bán hàng	(4)	(4)	(4)	(4)	(5)
CP QLDN	(6)	(6)	(4)	(5)	(6)
<b>Lãi/lỗ HĐKD</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>32</b>
TNhap khác (ròng)	(0)	0	0	0	0
<b>LN trước thuế</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>32</b>
<b>LN sau thuế</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>25</b>
LN CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	24	23	22	18	25
EPS	1,562	1,461	1,394	1,224	1,709
<b>TS ngắn hạn</b>	<b>305</b>	<b>314</b>	<b>306</b>	<b>285</b>	<b>286</b>
Tiền và TĐ Tiền	7	6	1	3	24
Các khoản đầu tư NH	217	217	206	182	160
Phải thu ngắn hạn	31	31	32	28	28
Tồn kho	51	52	59	66	69
TS ngắn hạn khác	9	8	8	6	5
<b>TS dài hạn</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>44</b>
Phải thu dài hạn	0	0	0	0	0
TSCĐ	44	43	42	43	42
TSCĐ hữu hình	33	32	31	31	31
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	12	12	12	12	11
TS dở dang dài hạn	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	1	2	2	2	2
<b>Tổng TS</b>	<b>351</b>	<b>359</b>	<b>350</b>	<b>330</b>	<b>330</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>77</b>	<b>94</b>	<b>94</b>	<b>55</b>	<b>60</b>
Nợ ngắn hạn	73	90	91	52	57
Vay ngắn hạn	31	43	36	6	16
Nợ dài hạn	4	4	3	3	4
Vay dài hạn	-	-	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>274</b>	<b>265</b>	<b>256</b>	<b>274</b>	<b>270</b>
Vốn góp	149	149	149	149	149
LN chưa phân phối	100	92	83	101	97
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>351</b>	<b>359</b>	<b>350</b>	<b>330</b>	<b>330</b>
% yoy DTT	18%	34%	-2%	32%	2%
Biên ln gộp	36.7%	33.8%	33.4%	34.0%	37.0%
Lãi vay/ DTT	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
CP bán hàng / DTT	4.3%	3.9%	4.7%	4.6%	4.4%
CP QLDN/DTT	5.8%	5.5%	4.0%	6.0%	5.5%
Biên ln thuần	23.7%	22.3%	22.9%	21.9%	24.0%

DTT 1H2018 tăng 13% yoy do giá bán tăng 3%-5% và sản lượng bán ra tăng khoảng 10% yoy.

LNG 1H2018 tăng 10.9% yoy, chậm hơn tốc độ tăng doanh thu do DN mất từ 1-2 tháng để có thể đàm phán tăng giá bán sản phẩm.

TSNH của GDT chủ yếu là tiền và các khoản đầu tư ngắn hạn (65% - 70%) giúp cho DN đảm bảo vốn lưu động và có khoản doanh thu tài chính khoảng 15 tỷ VND/năm. DN cũng dự kiến sẽ dùng tiền để mở rộng nhà máy trong thời gian tới.

HTK chủ yếu là gỗ nguyên liệu. GDT có chính sách dự trữ gỗ từ 4-5 tháng để đảm bảo việc SXKD không bị gián đoạn.

TSCĐ chiếm tỷ trọng thấp trong tổng tài sản (15%)

Vay ngắn hạn ít, có xu hướng giảm qua các năm. Không có nợ vay dài hạn.

Biên LNG ổn định từ 34% - 37%. Chi phí bán hàng + QLDN chiếm khoảng 10% tổng doanh thu. DN gần như không có nợ vay

**GDT - CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành**  
**Phân tích tài chính**  
**21/08/2018**

**BSC**

**MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN**

Q2 2017 Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018

**1. Khả năng thanh toán**

Hsố TT ngắn hạn	4.17	3.48	3.36	5.51	5.04
Hsố TT nhanh	3.36	2.81	2.62	4.12	3.83

Hệ số thanh toán được cải thiện, thanh khoản dồi dào

**2. Cơ cấu vốn**

TSNH/ TTS	0.87	0.87	0.87	0.86	0.87
TSDH/ TTS	0.13	0.13	0.13	0.14	0.13
Hsố Nợ/ TTS	0.22	0.26	0.27	0.17	0.18
Hsố Nợ/ VCSH	0.28	0.35	0.37	0.20	0.22
Nợ ngắn hạn / TTS	0.21	0.25	0.26	0.16	0.17
Nợ DH / TTS	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01

Cơ cấu tài sản: 85% tài sản ngắn hạn (tập trung đầu tư tài chính NH), TSDH chiếm 15%.

Nợ của DN chủ yếu là vay ngắn hạn (tỷ trọng nhỏ so với TTS), hệ số đòn bẩy tài chính thấp.

**3. Năng lực hoạt động**

Vquay hàng tồn kho	3.7	4.3	4.1	4.3	4.2
Vquay phải thu	21.2	15.0	17.1	19.5	18.3
Vquay phải trả	27.7	27.0	38.4	35.1	39.3
Số ngày HTK	97.4	85	90	85	88
Số ngày phải thu	17.2	24	21	19	20
Số ngày phải trả	13.2	14	10	10	9
CCC	101.5	95	101	93	98

Số ngày HTK được cải thiện, số ngày phải thu tăng nhẹ. CCC giảm nhẹ.

**4. Khả năng sinh lời**

LNST/DTT (%)	23.7%	22.3%	22.9%	21.9%	24.0%
LNST/VCSH (%)	46.9%	46.4%	39.4%	31.0%	32.3%
LNST/TTS	30.7%	33.4%	29.3%	25.6%	25.5%
LN từ HĐKD/DTT	29.7%	27.9%	28.3%	27.3%	29.9%

Biên LNST của DN được cải thiện trong 2Q2018 do giá bán tăng trong khi giá gỗ không có nhiều biến động.

**5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)**

TTS/VCSH	1.39	1.51	1.39	1.19	1.25
DT/TTS	0.87	1.01	1.05	1.12	1.12
EBIT/DT	0.43	0.41	0.35	0.29	0.29
EBT/EBIT	0.99	0.99	1.00	1.00	1.00
lãi ròng/LNTT	0.83	0.82	0.81	0.80	0.80

**6. Định giá**

PE	7.3	5.8	7.6	8.3	7.8
PB	3.3	2.6	3.0	2.4	2.3
EPS	8,170	8,170	6,777	5,327	5,382
BVPS	18,373	17,789	17,176	18,410	18,112

Các chỉ số định giá của GDT đang ở mức cân bằng so với trung bình ngành khu vực (hiện nay P/E = 7.8x)

**7. Tỷ lệ (%)**

% qoq DTT	-0.02257	-16%	-4%	-3%	-6%
Biên LNG	16.4%	3.4%	-0.4%	-4.7%	-1.4%
Lãi vay/ DTT	18.3%	34.1%	-2.5%	32.0%	2.4%
CP bán hàng / DTT	14.2%	18.1%	-14.2%	25.9%	3.5%
CP QLDN/DTT	27.9%	6.8%	-47.7%	-43.4%	3.6%
Biên LN thuần	49.3%	55.1%	56.0%	6.7%	39.5%

## **Khuyến cáo sử dụng**

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

### **BSC Trụ sở chính**

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

### **BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh**

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

<http://www.bsc.com.vn>  
Bloomberg: BSCV <GO>

