

Ngành Gỗ

Báo cáo cập nhật

Tháng 7, 2021

Ticker: GDT

Reuters: GDT.HM

Bloomberg: GDT VN Equity

Q2/2021: Khả quan; thấp hơn ước tính một chút

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VND/cp) **65.491**

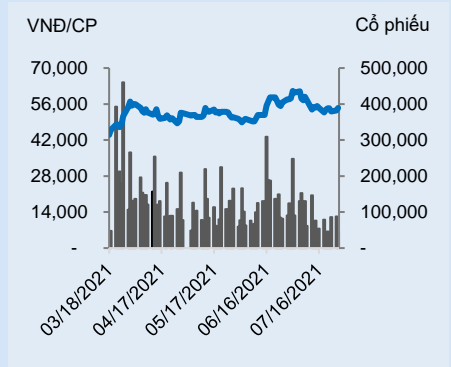
Giá hiện tại (26/07/2021) **53.500**

Lợi nhuận tiềm năng **22,4%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	26.000-61.100
Vốn hóa	965 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	17.711.198
KLGD bình quân 10 ngày	60.770
% sở hữu nước ngoài	17%
Room nước ngoài	45,00%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,2%
Beta	0,45

DIỄN BIẾN GIÁ



	YTD	1M	3M	6M
GDT	33,1%	-6,4%	5,4%	43,8%
VNIndex	14,0%	-9,3%	1,6%	20,9%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

GDT ghi nhận KQKD Quý 2/2021 khả quan, nhưng thấp hơn ước tính của chúng tôi một chút: Doanh thu thuần tăng 29,8% YoY đạt 114,5 tỷ (cao hơn ước tính là 110 tỷ), trong khi lợi nhuận ròng tăng 23,0% YoY lên 19,2 tỷ (thấp hơn ước tính là 21,0 tỷ). Lũy kế, doanh thu thuần nửa đầu năm của GDT là 214,6 tỷ (+26,2% YoY) và lợi nhuận ròng là 37,2 tỷ (+23,5% YoY). Với kết quả này, GDT đã hoàn thành 41,0%/33,1% dự báo doanh thu thuần/ LNST cả năm 2021 của BVSC.

Doanh thu tăng chủ yếu nhờ các hoạt động xuất khẩu lạc quan

- Xuất khẩu:** Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu xuất khẩu trong Quý 2/2021 của GDT tăng mạnh 42% YoY 97,3 tỷ, chiếm 85,0% doanh thu thuần và do đó, đóng góp tăng trưởng chính của GDT. Theo Ban lãnh đạo, Nhật Bản và Hàn Quốc vẫn là thị trường đóng góp chính, trong khi việc tuân thủ ESG đang cho phép GDT gia tăng các đơn đặt hàng từ các thị trường EU và Mỹ, do đó, ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ hơn. Cụ thể, doanh thu nửa đầu năm của EU và Mỹ tăng mạnh 29% và 217% YoY; doanh thu các nước Châu Á tăng trưởng tích cực 26% YoY.
- Nội địa:** Doanh thu nội địa Quý 2/2021 của GDT sụt giảm do đợt tái bùng phát COVID-19 từ cuối Tháng 4, mà BVSC ước tính giảm 20,5% YoY xuống mức 14,5 tỷ; vì việc giãn cách xã hội đã được thực hiện nghiêm ngặt ở một số thành phố.
- Khác:** Doanh thu khác ước tính tăng 85,0% YoY đạt 2,7 tỷ, nhờ gỗ còn sót lại từ hoạt động sản xuất và cho thuê một phần nhà máy mới mua lại.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu GDT trong Quý 2/2021 và 6T/2021: Tóm tắt

Unit: VND bn	2Q21	2Q20	YoY	1H21	1H20	YoY
Export sales	97.3	68.5	42.0%	182.4	137.2	33.0%
Domestic sales	14.5	18.2	-20.5%	26.8	30.0	-10.7%
Others	2.7	1.5	85.0%	5.4	2.9	85.0%
SUM	114.5	88.2	29.8%	214.6	170.1	26.2%

Nguồn: BVSC ước tính

BLN hoạt động mở rộng YoY, chủ yếu được hỗ trợ bởi OPEX bình thường hóa

BLN gộp: BLN gộp Quý 2/2021 của GDT thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, chỉ ở mức 28,9% (-430 bps QoQ; -340 bps YoY), do GDT thường dự trữ hàng tồn kho trong 6 tháng (tức là, BLN gộp Quý 2 thường cao hơn Quý 1, theo quan sát của BVSC, ngoài trừ Quý 2/2020, khi GDT đã hạ giá bán để hỗ trợ khách hàng trong bối cảnh COVID-19 bùng phát trên toàn cầu). Chúng tôi hiểu rằng BLN gộp Quý 2/2021 giảm phần lớn là do chi phí nhân công tăng, do GDT tăng lực lượng lao động để đáp ứng lượng đơn hàng tăng. BVSC kỳ vọng chi phí nhân công/ giá hàng bán có thể sẽ giảm trong nửa cuối năm 2021 và do đó, giúp cải thiện BLN gộp trong thời gian tới.

Chi phí hoạt động (OPEX): OPEX trong Quý 2/2021 của GDT cho dấu hiệu bình thường hóa, chiếm 10,5% doanh thu thuần (-270 bps QoQ; -210 bps YoY); trong đó, cả Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp đều được kiểm soát chặt chẽ:

- Chi phí bán hàng tăng 13,4% YoY lên mức bình thường là 5,0 tỷ (chiếm 4,4% doanh thu thuần, -30 bps QoQ và -60 bps YoY).
- Chi phí quản lý là 7,0 tỷ (-17,7% QoQ; +3,6% YoY), chiếm 6,1% doanh thu thuần (-240 bps QoQ; -150 bps YoY). BVSC lưu ý GDT thường ghi quỹ thường của mình trong nửa đầu năm, dẫn đến chi phí G&A tăng mạnh trong kỳ. Do đó, BVSC kỳ vọng chi phí quản lý sẽ bình thường hóa trong nửa cuối năm. GDT kỳ vọng chi phí quản lý cả năm 2021 sẽ không chênh lệch nhiều so với năm 2020.

Do đó, BLN hoạt động Quý 2/2021 giảm xuống 18,3%, do sụt giảm OPEX không được bù đắp đủ sụt giảm BLN gộp giảm mạnh. **Tuy nhiên, nhìn tổng thể BLN 6 tháng đầu năm – BLN gộp, BLN hoạt động và biên EBITDA vẫn ở mức rất tốt, tăng lên 30,9% (+94 bps YoY), 19,2% (+102 bps YoY) và 20,8% (+126 bps YoY).**

Hình 2: Xu hướng BLN của GDT trong Quý 2/2021 và nửa đầu năm 2021: Tóm tắt

	2Q20	2Q21	YoY	1H20	1H21	YoY
GPM %	30.73%	28.91%	-182 bps	29.97%	30.92%	+94 bps
OPEX/ Net sales %	12.69%	10.50%	-218 bps	11.84%	11.77%	-7 bps
OPM %	18.05%	18.41%	+36 bps	18.14%	19.15%	+102 bps
EBITDA margin%	19.42%	19.98%	+57 bps	19.56%	20.81%	+126 bps
NPM %	17.70%	16.79%	-90 bps	17.68%	17.33%	-35 bps

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Vị thế tài chính lành mạnh Đến cuối Quý 2/2021, tổng tài sản của GDT là 432,1 tỷ; trong đó, tiền mặt và tiền gửi duy trì dồi dào ở mức 208,0 tỷ (chiếm 48,1% tổng tài sản). GDT duy trì không sử dụng vay nợ dài hạn, đồng thời thận trọng tận dụng lợi thế từ môi trường lãi suất thấp hiện nay, tăng nhẹ nợ ngắn hạn lên 68,2 tỷ (+8,6% YTD). Đòn bẩy vẫn mức thấp với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,22x và 0,16x. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh ở mức 22,1 tỷ.

Triển vọng tăng trưởng KQKD năm 2021-22 Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo KQKD năm 2021 của GDT, kết hợp tác động của làn sóng COVID-19 thứ tư tại Việt Nam, vốn đang ảnh hưởng đến các hoạt động sản xuất của GDT và doanh thu nội địa. **Cho cả năm 2021**, chúng tôi giảm 11,9% dự báo doanh thu thuần của GDT xuống 461,1 tỷ (+15,2% YoY) và giảm 18,1% dự báo LNST xuống 92,1 tỷ (+15,1% YoY).

- Với giả định chính là tình hình COVID-19 hiện tại được kiểm soát tốt hơn vào giữa tháng 8, chúng tôi dự báo doanh thu nội địa sẽ duy trì ở mức thấp trong Quý 3/2021, trước khi chứng kiến sự phục hồi trong mùa cao điểm, thường vào Quý 4. Kiểm soát COVID-19 tốt hơn cũng sẽ cho phép GDT bình thường hóa các hoạt động sản xuất, thúc đẩy xuất khẩu của mình - động lực tăng trưởng doanh thu chính.
- Chúng tôi kỳ vọng BLN hoạt động cải thiện trong nửa cuối năm 2021, hậu thuẫn bởi hai động lực kép: (1) BLN gộp cải thiện, nhờ (i) Chi phí nhân công/ giá vốn hàng bán bình thường hóa từ mức cao Quý 2/201; (ii) Tác động rõ ràng hơn từ việc tăng giá bán từ đầu Quý 2/2021 sau khi một số nguyên liệu đầu vào gia tăng; và (iii) Gia tăng tác động kinh tế theo quy mô; và (2) OPEX bình thường hóa từ mức cao thời vụ trong nửa đầu năm.

Hình 3: Dự báo KQKD năm 2021-22 của chúng tôi đối với GDT: Tóm tắt

Unit: VND bn	FY20	FY21F	YoY	FY22F	YoY
Net sales	400.4	461.1	15.2%	535.7	16.2%
Export sales	340.9	402.1	17.9%	469.1	16.7%
Domestic sales	53.7	48.3	-10.0%	55.5	15.0%
Other sales	5.8	10.8	85.0%	11.1	3.0%
Net profits	80.0	92.1	15.1%	110.5	20.0%
GPM %	31.2%	31.5%	+30 bps	32.1%	+60 bps
OPEX/ Net sales %	9.6%	9.5%	-10 bps	9.6%	+10 bps
OPM %	21.6%	22.0%	+40 bps	22.5%	+50 bps
NPM %	20.0%	20.0%	+10 bps	20.6%	+60 bps

Nguồn: BVSC dự báo

Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của GDT đạt 535,2 tỷ (+16,2% YoY) và LNST đạt 110,5 tỷ (+20,0% YoY). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu năm 2022 sẽ được thúc đẩy bởi vị thế cạnh tranh tốt hơn của GDT trên các thị trường xuất khẩu (nhờ vào cơ sở khách hàng trung thành ở Nhật Bản và Hàn Quốc, trong khi việc tuân thủ ESG hiệu quả sẽ cho phép GDT gia tăng đơn hàng từ cả EU và Mỹ) và sự phục hồi của doanh thu nội địa. Trong khi đó, chúng tôi dự đoán BLN gộp sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của Công ty, phần lớn nhờ: (1) Việc tuân thủ ESG sẽ cho phép Công ty cải thiện khả năng thương thảo đối với khách hàng và do đó, giành được các đơn hàng có BLN tốt hơn; và (2) Tác động kinh tế theo quy mô ngày càng tăng, được hỗ trợ bởi sự gia tăng doanh thu bán hàng và nỗ lực tự động hóa.

Chính sách cổ tức tiền mặt nhất quán GDT là một trong những công ty có chính sách cổ tức tốt trong phạm vi nghiên cứu của BVSC. GDT duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao và nhất quán, dao động trong khoảng 4.000-6.000 đồng/ cổ phiếu, tương đương với tỷ lệ payout rất cao 89,3-116,9% giai đoạn 2015-20.

Với sự kết hợp: (1) Triển vọng KQKD vững chắc; (2) Vị thế tài chính mạnh; và (3) Việc đầu tư có chọn lọc, chúng tôi kỳ vọng chính sách cổ tức tiền mặt của GDT sẽ duy trì bền vững trong năm 2021-22, dự báo DPS dao động trong khoảng 4.500-5.500 đồng/ cp (tỷ lệ payout 94,8-96,5%), cho thấy suất cổ tức hấp là 8,4-10,3% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Hình 4: Chính sách cổ tức lịch sử và dự báo của GDT giai đoạn 2016-22: Tóm tắt

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
Adjusted EPS (VND/ share)	4,016	6,720	5,878	5,492	4,276	4,584	4,746	5,698
DPS (VND/ share)	4,000	6,000	6,000	5,000	5,000	4,000	4,500	5,500
Payout ratio %	99.6%	89.3%	102.1%	91.0%	116.9%	87.3%	94.8%	96.5%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự báo

Gần đây, GDT đã thông báo hoàn tất việc phát hành ESOP năm 2020 cho người lao động. Chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ sớm công bố thời gian chi trả phần còn lại cổ tức tiền mặt năm 2020 là 2.000 đồng/cp và cổ tức cổ phiếu 10% trong thời gian tới; duy trì là catalyst ngắn hạn đối với GDT.

Duy trì OUTPERFORM; Chúng tôi duy trì khuyến nghị **Outperform** đối với GDT, tuy nhiên điều chỉnh giảm 12,6% giá mục **Giá mục tiêu: 65.491 đồng/cp** theo phương pháp Chiết khấu dòng cổ tức xuống **65.491/ cp** (Upside: 22,4%), chủ yếu là do: **(Upside: 22,4%)** (1) Điều chỉnh giảm KQKD trong giai đoạn dự báo; (2) Tăng số lượng cổ phiếu lưu hành do các phát hành thêm trong năm; phần nào được bù đắp bởi (3) Tác động chuyển mô hình định giá của chúng tôi đến giữa năm 2022. Chúng tôi duy trì chiết khấu định giá 25% so với giá trị nội tại do tính thanh khoản tương đối thấp của cổ phiếu và sự không chắc chắn của COVID-19, có thể ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của GDT và dự báo KQKD của BVSC.

Ở mức giá hiện tại, GDT đang giao dịch ở mức P/E forward 1 năm (đến giữa năm 2022) và năm 2022 lần lượt là 10,3x và 9,4x, dựa trên dự báo KQKD của chúng tôi, cho mức ROAE trung bình giai đoạn 2021-22 là 37,0%.

GDT là công ty có mô hình kinh doanh vững chắc, và cổ phiếu phòng thủ trong phạm vi nghiên cứu của chúng tôi, minh chứng bởi: (1) Vị thế cạnh tranh tốt hơn tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt (nhờ tập khách hàng trung thành và tuân thủ ESG), (2) Hoạt động trong thị trường ngách giúp Công ty chịu ít áp lực cạnh tranh và duy trì BLN cao; (3) Chính sách cổ tức tiền mặt tốt và nhất quán; và (4) Ban lãnh đạo tâm huyết.

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	389.8	341.8	400.4	461.1	535.7
Giá vốn	(250.1)	(229.8)	(275.4)	(315.9)	(363.9)
Lợi nhuận gộp	139.7	112.0	125.0	145.3	171.8
EBIT	102.0	79.5	86.6	103.0	120.5
LNTT	112.4	92.7	100.1	115.4	138.2
LNST	89.7	74.2	80.0	92.1	110.5

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	16.9	8.7	0.9	1.1	2.1
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	40.8	48.8
Hàng tồn kho	77.6	85.0	71.3	91.1	104.9
Tài sản cố định hữu hình	32.2	31.3	41.9	42.6	39.1
Tổng tài sản	343.9	387.4	398.9	417.6	435.5
Nợ ngắn hạn	81.6	105.5	123.9	138.2	152.4
Nợ dài hạn	3.6	3.5	4.4	4.4	4.4
Vốn chủ sở hữu	258.7	278.3	270.5	275.1	278.7
Tổng nguồn vốn	343.9	387.4	398.9	417.6	435.5

CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH					
Chỉ tiêu tăng trưởng	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.6%	-12.3%	17.1%	15.2%	16.2%
Tăng trưởng LNST (%)	-11.4%	-17.3%	7.8%	15.1%	20.0%
Chỉ tiêu sinh lời					
BLN gộp (%)	35.8%	32.8%	31.2%	31.5%	32.1%
BLN ròng (%)	23.0%	21.7%	20.0%	20.0%	20.6%
ROE (%)	34.7%	26.7%	29.6%	33.5%	39.7%
ROA (%)	26.1%	19.2%	20.1%	22.0%	25.4%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
D/E	0.11	0.22	0.23	0.25	0.26
D/A	0.08	0.16	0.16	0.17	0.17
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/ cổ phần)	5,492	4,276	4,584	4,746	5,698
Giá trị sổ sách (đồng/ cổ phần)	15,839	16,361	16,881	14,926	15,123

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@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