

CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành

[Việt Nam / Đồ gia dụng]

Bloomberg Code (GDT VN) | Reuters Code (GDT.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 59,400**
Giá hiện tại (08/09/2022)	VND 41,750
Suất sinh lời (%)	42.0%



[Chuyên viên]

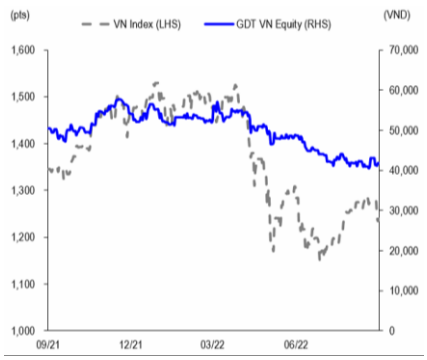
Nguyễn Lê Hoài Phúc ☎ (84-28) 6299-8025

✉ phuc.nlh@shinhan.com

VNINDEX	1,235
HNXINDEX	282
Vốn hóa (triệu VND)	808,490
SLCP lưu hành (triệu CP)	19.4
Tự do giao dịch (triệu CP)	9.1
Tỷ lệ tự do giao dịch (%)	46.8
52-tuần cao/thấp (VND)	60,000/40,150
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.013
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	1
Sở hữu nước ngoài (%)	10.75

Cổ đông lớn (%)	Hà Thị Huệ	27.53
	Korea Investment Management Co. Ltd.	10.04

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-13.9	-21.8	-20.5
So với VN-Index (%)	-8.3	-5.6	-13.8



Nguồn: Bloomberg

Shinhan Securities

Bình minh trên kỷ nguyên mới

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 59,400 đồng

CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (HoSE: GDT) là công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng đồ dùng nhà bếp, sản phẩm gia dụng và đồ chơi trẻ em làm từ gỗ cao su tại Việt Nam. Từ một xưởng gỗ nhỏ được thành lập vào năm 1991, nay GDT đã trở thành một doanh nghiệp có tên tuổi trên thị trường trong nước và xuất khẩu quốc tế. Chúng tôi định giá lần đầu GDT ở mức giá 59,400 đồng tương ứng với mức sinh lời 42%, nhờ vào: 1) dư địa phát triển của thị trường xuất khẩu cùng với tiềm năng tăng trưởng của thị trường trong nước; 2) tỷ lệ chi trả cổ tức hấp dẫn; 3) khả năng sinh lợi nhuận tốt, kèm theo sức mạnh tài chính vững mạnh.

Dư địa mở rộng thị trường xuất khẩu và nội địa lớn

Thị trường xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ mà GDT đang hướng đến bền vững, giúp công ty hồi phục mạnh mẽ sau COVID-19. Ngoài ra, thị trường trong nước có dư địa phát triển lớn giúp GDT vẫn còn khả năng tăng trưởng doanh thu nội địa, phù hợp với kế hoạch mở rộng của doanh nghiệp. Kỳ vọng tăng trưởng kép dự phóng của doanh thu GDT với tốc độ khoảng 11% mỗi năm trong giai đoạn 2022 – 2026.

Cổ tức hấp dẫn

GDT liên tục duy trì trả cổ tức tiền mặt cao ở mức 4,000 tới 5,000 đồng/cổ phiếu từ năm 2015 tới nay. Tỷ suất cổ tức mỗi năm hấp dẫn, ước tính trung bình khoảng 20% mỗi năm.

Khả năng sinh lời tốt, tài chính vững mạnh

GDT duy trì ổn định biên lợi nhuận gộp cao quanh mức 30-35%. Tỷ lệ vay nợ thấp và đều là nợ ngắn hạn. GDT thể hiện tiềm lực tài chính mạnh mẽ khi giữ lượng tiền và tiền gửi ngắn hạn ở mức cao, sẵn sàng dùng 100% vốn tự có khi mua các tài sản cố định, hoặc tài trợ cho các kế hoạch M&A. Năm 2022, GDT có kế hoạch mua Công ty Gỗ Đức Tâm, chuyên sản xuất nội thất gỗ để xuất khẩu, dự kiến đưa vào hợp nhất với GDT vào quý 3/2022. hứa hẹn giúp GDT tăng trưởng về mặt doanh thu trong những năm sắp tới.

Rủi ro

1) Rủi ro từ vĩ mô thế giới;
2) Rủi ro về tỷ giá;
3) Rủi ro đầu tư vào doanh nghiệp mới.

Năm	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ VND)	**338.6**	**556.2**	**604.5**	**673.2**	**759.3**
LN HĐKD (tỷ VND)	76.5	96.0	106.0	124.3	150.1
LNST (tỷ VND)	**60.8**	**76.8**	**84.6**	**99.2**	**119.8**
EPS (đồng)	3,340	3,877	4,274	5,012	6,054
BPS (đồng)	14,760	13,507	13,455	13,502	14,574
Biên LN HĐKD (%)	23%	17%	18%	18%	20%
Biên LNST (%)	18%	14%	14%	15%	16%
ROE (%)	**23%**	**28%**	**31%**	**37%**	**41%**
PER (x)	16.9	14.4	12.6	10.1	7.8
PBR (x)	3.8	4.1	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA (x)	10.9	10.0	9.0	7.4	5.8

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan Ngành và Doanh nghiệp**

8 **Quan điểm đầu tư**

14 **Dự phóng doanh thu**

17 **Định giá và khuyến nghị**

21 **Rủi ro**

23 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan Ngành và Doanh nghiệp

Tình hình xuất khẩu Gỗ và Sản phẩm gỗ năm 2021 và 1H2022

Làn sóng dịch COVID-19 thứ 4 bùng phát từ cuối T4/2021 và kéo dài trong 6 tháng đã ảnh hưởng nghiêm trọng tới nền kinh tế Việt Nam nói chung và ngành gỗ nói riêng. Những sự thay đổi giãn cách xã hội, chuỗi cung ứng đứt gãy, doanh nghiệp đóng cửa, giá nguyên liệu tăng, các giải pháp sống chung với dịch, phương án 3 tại chỗ, làm việc tại nhà,… khiến nhiều người nghĩ rằng ngành gỗ sẽ rơi vào suy thoái, hoặc thành quả đạt được của ngành trong thập kỷ vừa qua có thể sẽ đảo chiều.

Thông qua các chính sách tiền tệ, vay nợ, tín dụng,… hỗ trợ từ Nhà nước, ngành gỗ có sự tăng tốc mạnh mẽ trong 3 tháng cuối năm 2021 (giá trị xuất khẩu quý 4 tăng 28.4% so với quý 3), giúp các doanh nghiệp ngành gỗ dần khôi phục, ổn định sản xuất vào giai đoạn cuối năm. Tổng giá trị xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ (XK G&SPG) cả năm 2021 đạt 14.64 tỷ USD (+19.4% YoY), vượt 1% kế hoạch ban đầu. Trong đó, xuất khẩu SPG đạt 10.9 tỷ USD (+13% YoY), chiếm 74% tổng giá trị xuất khẩu G&SPG (năm 2020 chiếm 79%).

Năm 2021, G&SPG tiếp tục đứng thứ 6 về kim ngạch XK hàng hóa trong tất cả các nhóm ngành của Việt Nam, tiêu thụ tại hơn 140 quốc gia, kim ngạch XK vươn lên đứng đầu khu vực Đông Nam Á, thứ 2 châu Á (sau Trung Quốc), thứ 5 trên thế giới. Với kết quả này, đồ gỗ của Việt Nam chiếm khoảng 6-7% thị phần đồ gỗ thế giới. Về thị trường XK G&SPG, Mỹ tiếp tục là thị trường lớn nhất và ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong số các thị trường XK G&SPG chủ lực của Việt Nam, đạt trên 8.77 tỷ USD (+22.4 YoY, cao hơn mức tăng trưởng toàn ngành), chiếm gần 60% tổng kim ngạch XK G&SPG của cả nước. Theo sau là Trung Quốc (1.49 tỷ USD; +24.7% YoY), Nhật Bản (1.43 tỷ USD; +11% YoY) và Hàn Quốc (0.9 tỷ USD; +8.5% YoY).

Xuất khẩu G&SPG của Việt Nam tại các thị trường

	2018	2019	2020	2021	6T.2022	CAGR 2018-2021
Tổng giá trị XK G&SPG của Việt Nam (tỷ USD)	**8.47**	**10.64**	**12.26**	**14.64**	**8.34**	**20%**
Mỹ	46%	50%	58%	60%	58%	31%
Trung Quốc	13%	11%	10%	10%	11%	12%
Nhật Bản	14%	12%	11%	10%	10%	8%
Hàn Quốc	11%	7%	7%	6%	6%	-2%
UK	3%	3%	2%	2%	2%	-3%
Canada	2%	2%	2%	2%	2%	12%
Khác	11%	14%	11%	11%	11%	17%

Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Bình quân mỗi năm, gỗ và các mặt hàng làm từ gỗ cao su đem lại kim ngạch 2–2.5 tỷ USD, chiếm khoảng 16% tổng kim ngạch XK G&SPG, và là 1 trong 3 nhóm mặt hàng XK quan trọng của ngành cao su. Theo Hiệp hội Cao su Việt Nam, kim ngạch XK của ngành cao su năm 2021, bao gồm cao su thiên nhiên, sản phẩm cao su và gỗ cao su đạt 9.5 tỷ USD (+20.8% YoY). Trong đó G&SPG cao su đạt hơn 2.5 tỷ USD (+6.9% YoY), chiếm 17.2% tổng kim ngạch XK G&SPG.

Ngành gỗ Việt Nam đã và đang hội nhập sâu rộng với thị trường thế giới, từ xuất khẩu các mặt hàng gỗ đến nhập khẩu gỗ nguyên liệu. Điều này có nghĩa rằng sự thay đổi cung - cầu quốc tế sẽ tác động trực tiếp đến hoạt động sản xuất và kinh doanh của nhiều doanh nghiệp trong ngành. Trong năm 2021, cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung tiếp tục diễn ra và đem lại cơ hội cho việc mở rộng thị trường xuất khẩu cho các mặt hàng gỗ của Việt Nam vào Mỹ. Tuy nhiên, cuộc chiến này cũng đem lại những rủi ro mới, với tần suất các vụ gian lận thương mại khi số hàng hóa từ Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam sau đó được xuất khẩu sang Mỹ gia tăng.

Dự báo xuất khẩu G&SPG năm 2022 và triển vọng đến năm 2030

Nhìn chung năm 2022, kinh tế Việt Nam có nhiều dấu hiệu dần phục hồi và tăng trưởng sau đại dịch COVID-19. Sức tiêu thụ hàng hóa tăng lên nhờ vào: (1) Đầu tư FDI vào Việt Nam ngày càng tăng; (2) Sự ký kết của Việt Nam với nhiều hiệp định quốc tế (FSC, CPTPP, EVFTA, VPA/FLEGT); (3) Sự chủ động về công nghệ sản xuất và nguyên liệu gỗ đầu vào.

Về xuất khẩu: Các doanh nghiệp gỗ sẽ bị ảnh hưởng so với các năm trước do yếu tố chi phí đẩy, kèm theo diễn biến phức tạp về các chính sách điều hành của các Ngân hàng Trung ương trên thế giới. Sự thiếu hụt nguồn cung dầu, năng lượng, xuất phát từ xung đột Nga-Ukraine cũng ảnh hưởng sâu sắc tới Mỹ và các quốc gia thuộc EU. Ảnh hưởng lan tỏa đến tình hình kinh tế ở nhiều quốc gia phát triển lẫn đang phát triển ở nhiều khía cạnh như tỷ giá chuyển đổi, lạm phát, lãi suất, tỷ lệ thất nghiệp,…

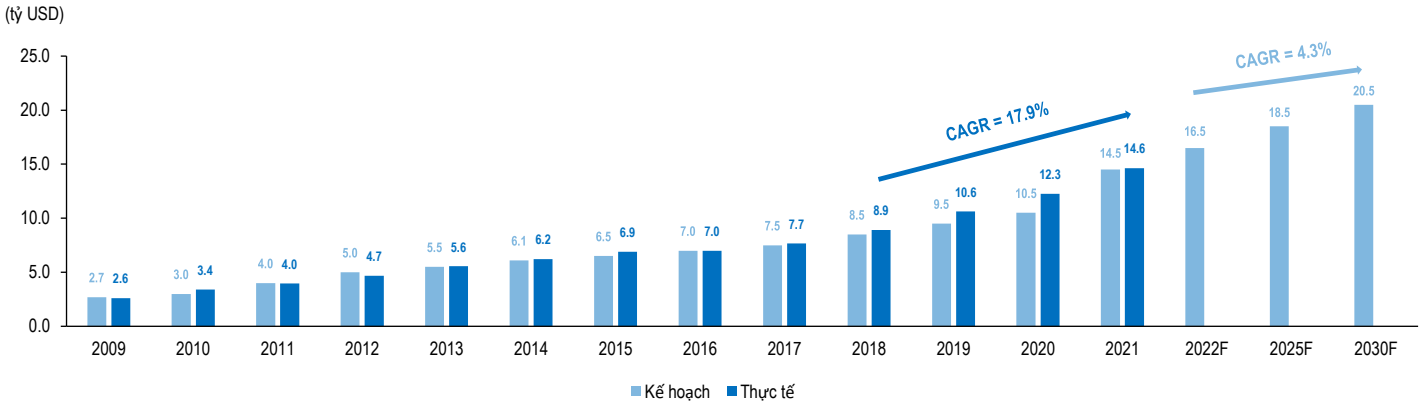
Giá cả tăng cao còn ảnh hưởng trực tiếp tới hành vi mua sắm của người tiêu dùng khi chỉ ưu tiên các mặt hàng thiết yếu, cắt giảm chi tiêu nhóm đồ dùng xa xỉ, không thiết yếu. Do đó, lợi nhuận cả 2 bên xuất khẩu và nhập khẩu đều giảm. Để cải thiện phần nào biên lợi nhuận, các nhà sản xuất buộc phải thay đổi, đầu tư, áp dụng công nghệ, tối ưu hóa từng loại chi phí, bộ máy vận hành.

Về doanh thu: Dự kiến trong năm 2022, đơn hàng sẽ tăng nhưng hiệu quả kinh tế sẽ tùy thuộc từng doanh nghiệp. Những doanh nghiệp có đối tác khách hàng từ trước đến nay và đặt hàng các dòng sản phẩm từ gỗ keo, tràm, cao su thì tỷ suất lợi nhuận vẫn tốt. Tuy nhiên, trừ gỗ cao su do tính chất có thể tự chủ được nguồn cung trong nước, các doanh nghiệp sử dụng gỗ nhập khẩu khác thì tỷ suất lợi nhuận giảm nhiều do nhiều chi phí tăng cao. Thông thường, các doanh nghiệp có tệp khách hàng sẵn nên đơn hàng duy trì quanh năm và thường trong trạng thái kín đơn hàng (ngoại trừ các công ty nhỏ, quản trị kém, không ổn định, thiếu công nhân). Để đáp ứng các đơn hàng mới buộc các doanh nghiệp phải phát triển sản phẩm, mẫu mã mới, sản phẩm mẫu,… (mất khoảng 6 tháng trở lên). Vì thế, các doanh nghiệp sẽ có xu hướng không nhận đơn hàng mới, nhất là từ khách hàng mới vì tốn thời gian, làm giảm năng suất (trừ khi công ty có kế hoạch mở rộng nhà máy, sản xuất).

Việt Nam đặt mục tiêu giá trị XK G&SPG năm 2022 đạt 16.5 tỷ USD (+12.7% so với XK thực tế cả năm 2021), và lộ trình tới năm 2025, 2030 lần lượt đạt 18.5 và 20.5 tỷ USD. Theo thống kê của Tổng Cục Hải quan Việt Nam, tổng kim ngạch XK G&SPG 6 tháng đầu năm 2022 của Việt Nam đạt 8.34 tỷ USD, hoàn thành 50.6% kế hoạch đề ra, trong đó tổng giá trị XK SPG đạt 5.99 tỷ USD (chiếm 72%). Trung bình giai đoạn 2017-2021, sau nửa đầu năm, tổng kim ngạch XK G&SPG của Việt Nam sẽ hoàn thành 50-55% so với kế hoạch ước tính đầu năm.

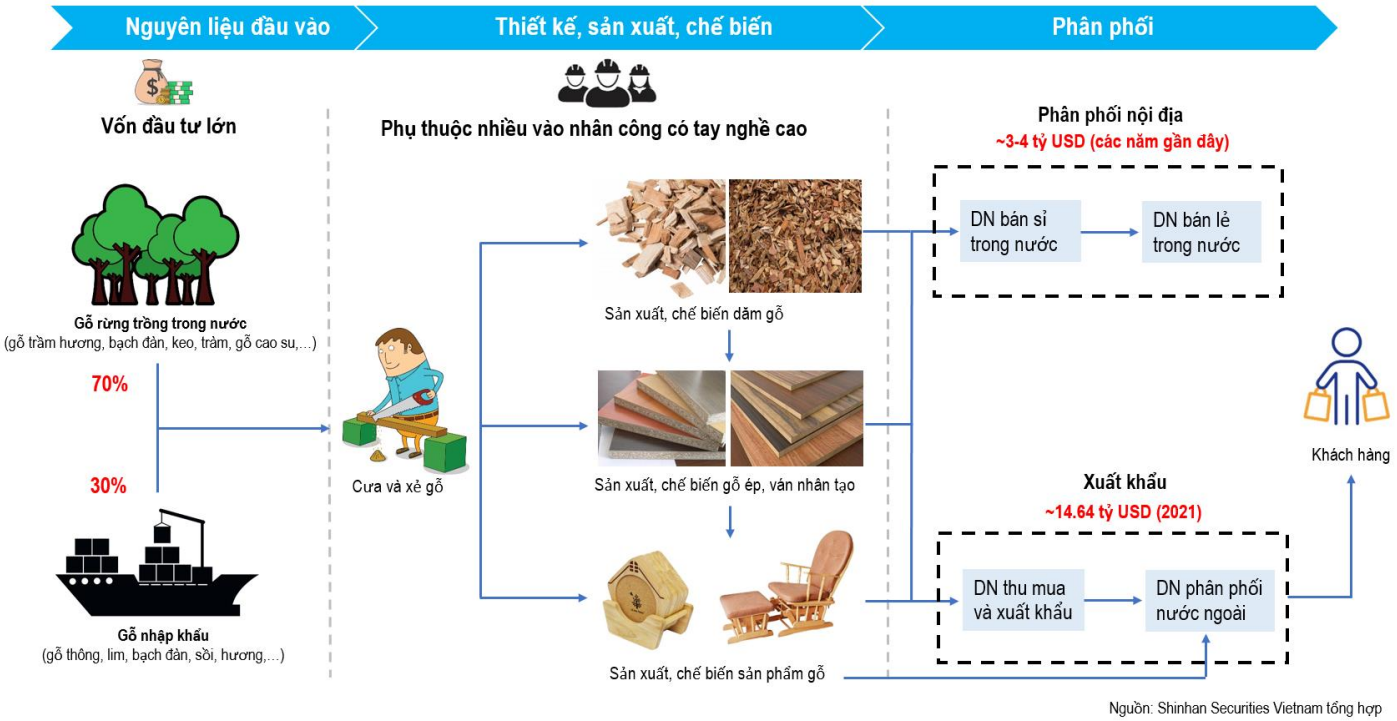
Cập nhật lũy kế 7T/2022, giá trị XK G&SPG tổng đạt 9.69 tỷ USD, hoàn thành 59% kế hoạch năm, trong đó đó SPG đạt 7.05 tỷ USD (chiếm 73%).

Kim ngạch xuất khẩu Gỗ và Sản phẩm gỗ của Việt Nam



Nguồn: Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

Chuỗi Giá Trị Ngành Chế Biến Gỗ



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam tổng hợp

Tổng quan Doanh Nghiệp

Giới thiệu

CTCP Chế biến Gỗ Đức Thành (HoSE: GDT) là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng đồ dùng gia đình ở Việt Nam, được biết đến với các mặt hàng đồ dùng nhà bếp bằng gỗ, đồ gia dụng bằng gỗ và đồ chơi trẻ em bằng gỗ. Từ một xưởng gỗ nhỏ được thành lập vào năm 1991, quy mô vài chục lao động, cùng số vốn khiêm tốn 105 triệu đồng và doanh thu vài trăm triệu đồng, nay GDT đã trở thành một doanh nghiệp có tên tuổi trên thị trường trong nước và xuất khẩu quốc tế, với số vốn điều lệ gần 200 tỷ đồng và doanh thu mỗi năm trên 400 tỷ đồng.

Với hơn 30 năm kinh nghiệm cùng chiến lược tập trung vào thị trường ngách, mức độ cạnh tranh trong ngành của GDT nhẹ hơn so với các doanh nghiệp gỗ khác. GDT chỉ sử dụng gỗ rừng trồng, cam kết không sử dụng gỗ rừng tự nhiên, góp phần vào việc bảo vệ môi trường. GDT được nhiều tổ chức chiến lược lớn đầu tư: Mekong Capital, PENM Partners, Tập đoàn Cao su Việt Nam, PYN Elite, KIM Investment,… Vừa qua, GDT vinh dự nhận giải thưởng "Top 10 Thương hiệu mạnh ASEAN 2022" và "Top 100 sản phẩm tốt nhất cho gia đình và trẻ em".

Năm 2009, Gỗ Đức Thành chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với mã chứng khoán "GDT".

Sản xuất: Sản phẩm 95% làm từ gỗ cao su (chủ yếu thanh lý từ nông trường cao su), thêm một phần nhỏ gỗ tràm bông vàng, gỗ keo, và một ít các loại gỗ công nghiệp khác như ván gỗ ép, MDF. Hoàn toàn là gỗ cây trồng trong nước nên không bị ảnh hưởng nhiều do biến động về chi phí như các doanh nghiệp gỗ dùng nguồn nguyên liệu nhập khẩu. GDT cũng sử dụng nhiều sơn và chất phủ bề mặt gỗ, keo sữa trong quá trình hoàn thiện sản phẩm.

Ngoài ra, công ty chú trọng việc tận dụng gỗ thừa từ sản xuất các đồ dùng nhà bếp và đồ gia dụng để làm các sản phẩm đồ chơi gỗ kích thước nhỏ, tối ưu lượng nguyên liệu và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Cơ Cấu Doanh Thu

1. Theo Nhóm hàng:

Chia làm 4 nhóm hàng chính: Hàng nhà bếp (thớt, rế, lót ly, dĩa,…); Đồ gia dụng (móc, kệ, tủ nhỏ,…); Đồ chơi trẻ em; Bàn ghế trẻ em và các mặt hàng khác. Nhóm hàng chủ lực của GDT là đồ nhà bếp gỗ (chiếm khoảng 60% doanh thu), tiêu biểu là thớt. Mặt hàng đồ gỗ gia dụng đang tăng trưởng tốt và dần chiếm nhiều hơn trong tỷ trọng tổng doanh thu. Mỗi năm, GDT đều không ngừng nỗ lực cải tiến sản phẩm, thiết kế và cho ra thị trường nhiều mẫu mã mới.

Khác biệt: Các sản phẩm của GDT chủ yếu là từ gỗ cao su, có nguồn gốc rõ ràng, chống được ẩm mốc, vi khuẩn phát triển và có độ bền cao hơn so với các sản phẩm bán trôi nổi khác trên thị trường. Ngoài ra, GDT chú trọng việc đảm bảo an toàn cho sức khỏe người dùng, đặc biệt là các sản phẩm dành cho trẻ em.



Đồ dùng nhà bếp



Đồ gia dụng



Đồ chơi trẻ em



Bàn ghế trẻ em và các mặt hàng khác

Đóng góp doanh thu theo nhóm hàng					
	2017	2018	2019	2020	2021
Tổng doanh thu thuần (tỷ đồng)	**362.2**	**389.8**	**341.8**	**400.4**	**338.6**
Hàng nhà bếp	65%	61%	67%	61%	57%
Hàng gia dụng	25%	29%	26%	32%	34%
Hàng đồ chơi	6%	6%	4%	4%	3%
Bàn ghế trẻ em và các mặt hàng khác	4%	4%	3%	3%	6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

2. Theo Thị trường:

Xuất khẩu: Doanh thu xuất khẩu chiếm 80-85% tổng doanh thu của GDT, là các đơn hàng đặt sản xuất, gia công và xuất khẩu sang hơn 50 quốc gia. GDT đáp ứng được tiêu chuẩn khắt khe về chất lượng sản phẩm, độ an toàn và tuân thủ ESG. Châu Á là thị trường chính của GDT, chủ yếu là các khách hàng Nhật Bản (Daiso Japan, Nitori, Fuji Furniture,…) và Hàn Quốc (Lotte Mart, Fair Friends, MH & Co, A-Sung,…). Riêng Mỹ là thị trường lớn và khó tính nhất. Mặc dù là thị trường mới nhưng số lượng đơn hàng duy trì lặp lại nhiều lần (Costco, Amazon, Walmart, Kidkraft, The Container Store…).

Các đối tác ở nước ngoài của GDT là các nhà nhập khẩu uy tín đã duy trì hợp tác lâu năm nên khi có các sự kiện tiêu cực ảnh hưởng nền kinh tế hoặc ngành gỗ, doanh thu xuất khẩu của GDT tại các thị trường bị ảnh hưởng nhưng không đáng kể. Theo GDT, công ty có tệp khách hàng đa dạng, được chọn lọc kỹ lưỡng nên không quá lệ thuộc vào khách hàng nào. 10 KH lớn nhất chỉ đóng góp ~40% doanh thu.

Nội địa: các sản phẩm của GDT hiện đang được bày bán trên các hệ thống bán lẻ khắp cả nước (Co.op Mart, Lotte Mart, E-mart, Aeon, các chuỗi Con Cưng, Mẹ và Bé), cùng một số kênh online, thương mại điện tử lớn (Lazada, Tiki, Shopee). Ngoài ra, GDT còn có 1 showroom riêng tên Winwinshop tại TP.HCM để trưng bày và bán các mặt hàng đồ chơi cho trẻ em.

Logo và thương hiệu nội địa của GDT

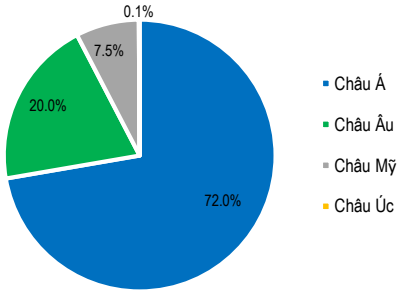
Gỗ Đức Thành

Sản phẩm nhà bếp, gia dụng

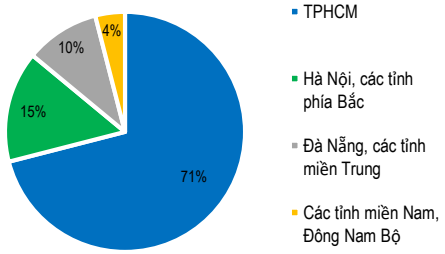
Đồ chơi bằng gỗ

Sản phẩm đồ chơi gỗ

Tỷ trọng đóng góp doanh thu tại các thị trường xuất khẩu



Tỷ trọng đóng góp doanh thu tại thị trường nội đại



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhà máy

Hiện GDT có tổng cộng 4 nhà máy, tổng diện tích 71,800m^2; tổng công suất khoảng 8,500m^3 gỗ thành phẩm/năm cho 2 nhà máy HCM và nhà máy Tân Hiệp. Hiện 2 nhà máy này đã đạt gần như tối đa công suất sản xuất.

Do đặc thù các mặt hàng và chi tiết sản phẩm quá nhiều và thay đổi thường xuyên nên công ty chủ yếu sử dụng công nghệ bán tự động. Các máy móc thiết bị tiên tiến và các máy chuyên dụng khác được nhập từ Đài Loan, Ý, Thụy Sĩ, và một số nước phát triển khác. Với đội ngũ lành nghề, chuyên môn cao, có bề dày kinh nghiệm nhiều năm trong ngành chế biến gỗ, cùng dây chuyền công nghệ hiện đại, GDT sẵn sàng đáp ứng các đơn hàng lớn, đòi hỏi kỹ thuật cao, thời gian giao hàng gấp.

	Vị trí	Diện tích (m^2)	Công suất (m^3 gỗ thành phẩm mỗi năm)	Năm hoạt động/bắt đầu mua sáp nhập
Nhà máy HCM	Quận Gò Vấp, TPHCM	7,800	2,500	Khánh thành năm 2003 (kiêm trụ sở chính)
Nhà máy Tân Hiệp	Phường Tân Hiệp, xã Tân Uyên, tỉnh Bình Dương	38,000	6,000	Khánh thành năm 2005 Nâng cấp năm 2014 (tổng đầu tư ~2 triệu USD)
Nhà máy Khánh Bình	Phường Khánh Bình, xã Tân Uyên, tỉnh Bình Dương	14,000	N/A	Hoàn tất mua vào tháng 12/2020 (100% bằng vốn tự có ~58 tỷ đồng)
Nhà máy Đức Tâm	Huyện Vĩnh Cửu, tỉnh Đồng Nai	12,000	N/A	Mua trong năm 2022, bằng 100% vốn tự có (~3 triệu USD). Dự kiến hoàn tất thủ tục vào quý 3/2022.

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Nhà máy Khánh Bình: GDT hoàn tất mua nhà máy vào tháng 12/2020 để mở rộng sản xuất và tăng trưởng doanh thu. Sau hơn 1 năm đầu tư, nhà máy Khánh Bình: chủ yếu giúp mở rộng kho dự trữ nguyên liệu và đem lại doanh thu cho thuê xưởng hàng năm. Sau khi hoàn tất thâu tóm Công ty TNHH Chế biến gỗ Xuất khẩu Đức Tâm (Gỗ Đức Tâm) và ổn định vận hành nội bộ, GDT sẽ linh hoạt đẩy mạnh sản xuất ở nhà máy Khánh Bình.

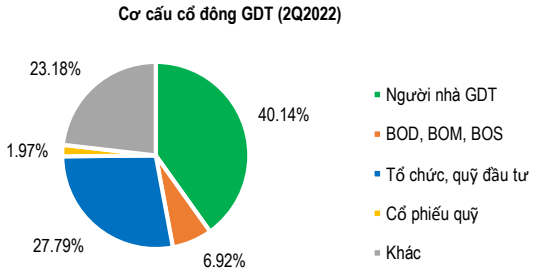
Nhà máy Đức Tâm: Thương vụ mua lại Gỗ Đức Tâm – chuyên sản xuất bàn ghế, giường tủ xuất khẩu sẽ giúp GDT tiếp tục phát triển sang cả mảng đồ gỗ nội thất. Theo GDT, chủ sở hữu của Gỗ Đức Tâm này là những đối tác cũ sắp nghỉ hưu. Dự tính GDT sẽ dùng 100% vốn tự có để thực hiện thương vụ này, ước khoảng 3 triệu USD (~70 tỷ đồng).

Gỗ Đức Tâm hiện đã có nhà máy, xưởng, công nhân và quy trình vận hành ổn định từ trước, với nguồn doanh thu ước khoảng 5 triệu USD mỗi năm (~120 tỷ đồng), biên lợi nhuận sau thuế từ 8-10%. Việc mua lại Gỗ Đức Tâm giúp 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. Ngoài ra, kinh nghiệm của GDT sẽ giúp tối ưu hóa quy trình vận hành, giảm chi phí, và tạo giá trị cộng hưởng, cải thiện biên lợi nhuận cho cả công ty con lẫn công ty mẹ.

Cơ cấu cổ đông: Hiện ban lãnh đạo của GDT là gia đình họ Lê, nắm giữ trên 40% cổ phần công ty (BCTC soát xét 2Q2022)

Các cổ đông lớn	Tỷ lệ sở hữu	Mối quan hệ với GDT
Hà Thị Huệ	27.53%	Mẹ của Chủ tịch HĐQT và TGĐ
Nguyễn Hà Ngọc Diệp	6.01%	Thành viên HĐQT
Korea Investment Management	10.04%	Quỹ đầu tư nước ngoài

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam



Quan điểm đầu tư

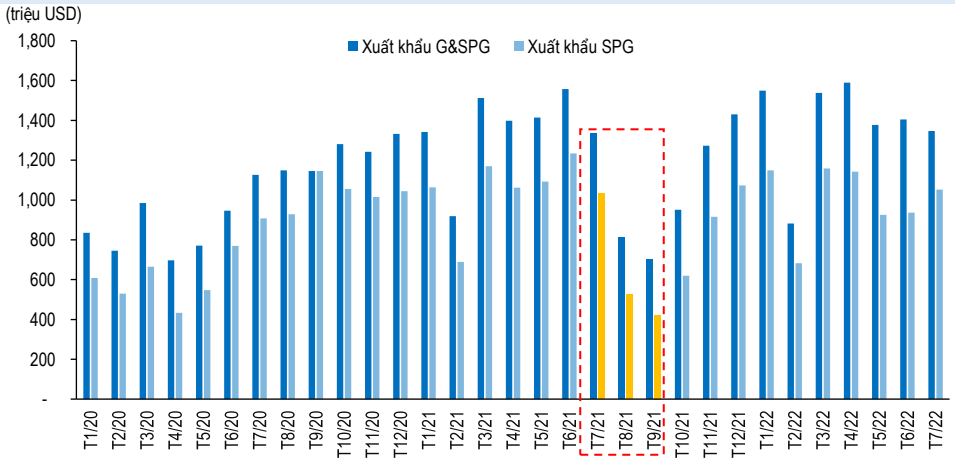
Dư địa mở rộng thị trường xuất khẩu và nội địa lớn

Năm 2021, Việt Nam chịu tác động của dịch COVID-19, ảnh hưởng đến các hoạt động sản xuất, tiêu thụ và xuất khẩu các sản phẩm gỗ và lâm sản. Giá trị XK G&SPG tháng 7 đạt 1.33 tỷ USD (-14.4% MoM). Bước sang tháng 8 và 9, giá trị xuất khẩu ghi nhận đạt 0.8 và 0.7 tỷ USD, lần lượt giảm 39.2%, 13.6% so với tháng trước đó (giảm 29.4% và 38.8% so với cùng kỳ năm 2020) do các DN phải tạm đóng cửa, tuân thủ theo chỉ thị giãn cách xã hội của Chính phủ. Với doanh thu chiếm trên 80% từ xuất khẩu, GDT bị ảnh hưởng nghiêm trọng khi phải tạm dừng sản xuất từ 15/7 - 4/11.

Sự hồi phục xuất khẩu nhóm G&SPG

Sự hồi phục mạnh mẽ trong hoạt động xuất khẩu sau dịch Covid-19 cũng như nhu cầu bền vững đã giúp kim ngạch xuất khẩu G&SPG của Việt Nam cả năm 2021 đạt 14.64 tỷ USD (~+20% YoY) và hoàn thành 101% so với kế hoạch ban đầu đề ra (14.5 tỷ USD).

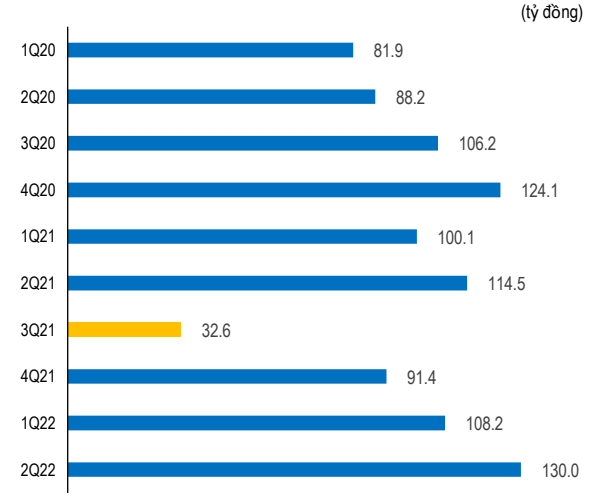
Giá trị Xuất khẩu G&SPG của Việt Nam từ Tháng 1/2020 tới Tháng 7/2022



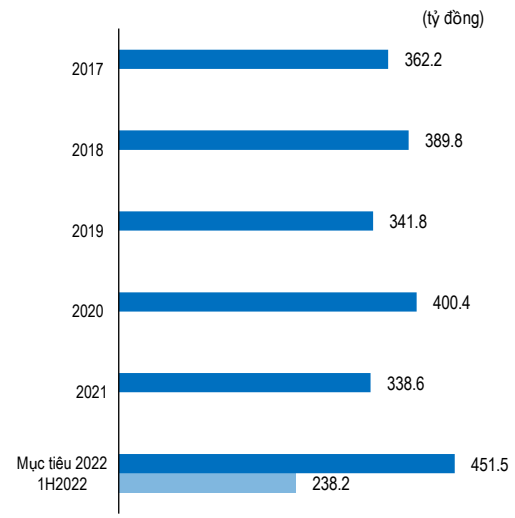
Nguồn: Tổng Cục Hải quan Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

GDT cũng nhanh chóng hồi phục và tăng cường sản xuất trong 2 tháng cuối năm. Doanh thu thuần 2021 đạt 338.6 tỷ đồng, hoàn thành 104% kế hoạch đề ra (327.2 tỷ đồng). Kết quả kinh doanh 6T/2022, doanh thu thuần đạt 238.2 tỷ đồng (+11% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 44.6 tỷ đồng (+20% YoY), lần lượt hoàn thành 48% và 47% kế hoạch đề ra cho năm 2022. Kết quả này cho thấy dấu hiệu hồi phục rõ ràng cũng như nhu cầu bền vững của thị trường đối với các sản phẩm gỗ của GDT.

Doanh thu GDT theo quý (tỷ đồng)



Doanh thu GDT theo năm (tỷ đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dư địa mở rộng thị trường còn lớn

1. Thị trường xuất khẩu

Ngoài thị trường châu Á, GDT có cơ hội thâm nhập sâu vào các thị trường trong khối CPTPP và Liên minh châu Âu (EU) sau khi các hiệp định thương mại tự do như CPTPP, EVFTA và VPA/FLEGT (Hiệp định Đối tác tự nguyện giữa Việt Nam và EU về thực thi lâm luật, quản trị rừng, và thương mại lâm sản) có hiệu lực.

GDT còn có cơ hội mở rộng thị trường do hưởng lợi từ chiến tranh thương mại Mỹ-Trung. Hiện Mỹ đang áp thuế 25% đối với các sản phẩm gỗ từ Trung Quốc. Ngoài ra, Trung Quốc đang thực thi chính sách Zero-COVID, dẫn tới nhiều đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam và các nước lân cận. Đồng thời, Gỗ Đức Thành cũng vừa nhận thứ hạng cao nhất của chứng nhận Bộ tiêu chuẩn đánh giá tuân thủ trách nhiệm xã hội trong kinh doanh (BSCI) của FTA, giúp mở rộng tệp khách hàng ở các quốc gia có tiêu chuẩn khắc khe hơn, đặc biệt từ thị trường Mỹ và EU, đem về các đơn hàng đòi hỏi tính phức tạp và có giá trị cao hơn, phù hợp với kế hoạch tăng trưởng của công ty.

Theo GDT, việc hoàn thành các điều kiện và được cấp các chứng chỉ quốc tế như C-TPA, BSCI gần đây giúp GDT ký thành công hợp đồng với nhiều đối tác lớn như Walmart, Costco và Disney tại thị trường Mỹ; mở rộng thêm thị phần ở châu Âu.

2. Thị trường nội địa:

Ngoài thị trường xuất khẩu, GDT vẫn không bỏ sót thị trường trong nước, giúp GDT có thể linh hoạt điều chỉnh phương án kinh doanh khi thị trường xuất khẩu gặp khó khăn trong ngắn hạn. Theo "Đề án phát triển ngành công nghiệp chế biến gỗ bền vững, hiệu quả giai đoạn 2021-2030", Chính phủ sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho ngành gỗ tiêu thụ trong nước, phấn đấu đạt 5 tỷ USD vào năm 2025 và 6 tỷ USD vào năm 2030 về giá trị tiêu thụ G&SPG nội địa (trung bình các năm gần đây đạt ~4 tỷ USD).

Hiện doanh thu nội địa của GDT mỗi năm ổn định nhưng khá thấp, dao động trung bình khoảng 55 tỷ đồng (~2 triệu USD). Điều này cho thấy sức tiêu thụ của thị trường trong nước đối với các sản phẩm gỗ vẫn còn dư địa. Ngoài ra, nền kinh tế Việt Nam đang ngày càng phát triển, thu nhập hộ gia đình tăng. Vì vậy, các gia đình sẽ dần thay đổi sự lựa chọn mua đồ dùng, kể cả đồ chơi cho trẻ em có nguồn gốc nhập khẩu thường bằng nhựa nhập từ Trung Quốc, chuyển sang các chất liệu an toàn hơn như các sản phẩm làm từ gỗ cao su của GDT. Những lợi ích của đồ chơi gỗ trên thị trường Việt Nam:

+ So với đồ chơi nhựa, đồ chơi gỗ bền hơn;
+ Đồ chơi gỗ đa phần được sản xuất trong nước và được kiểm định bởi cơ quan chức năng, an toàn với trẻ em hơn những đồ chơi không rõ nguồn gốc.

Từ năm 2017, ngoài xuất khẩu, GDT đã chú trọng hơn đối với thị trường nội địa. GDT liên tục mở rộng thị trường trong nước, cải tiến sản phẩm, tìm kiếm, hợp tác với đối tác trong nước đã có sẵn mạng lưới phân phối, cửa hàng khắp cả nước (ví dụ: Co.op Mart, Bách Hóa Xanh, Điện Máy Xanh,...). Hiện sản phẩm của GDT đã có mặt tại gần 3,000 cửa hàng ở 62 tỉnh thành khắp cả nước.

	2017		2018		2019		2020		2021	
	Số cửa hàng	Số tỉnh	Số cửa hàng	Số tỉnh	Số cửa hàng	Số tỉnh	Số cửa hàng	Số tỉnh	Số cửa hàng	Số tỉnh
Bắc Bộ	149	18	269	15	563	25	568	25	561	24
Trung Bộ	178	20	170	19	430	19	508	19	508	19
Đông Nam Bộ	141	5	184	5	260	5	384	5	382	5
Tây Nam Bộ	103	13	119	13	377	14	572	13	569	13
TP.HCM	471	1	475	1	797	1	861	1	875	1
Tổng số cửa hàng:	**1042**		**1217**		**2427**		**2893**		**2895**	
+ Đại lý Bán lẻ	741		914		739		845		841	
+ Trung tâm TM, Siêu thị	300		302		1687		2047		2053	
+ Showroom (HCM)	1		1		1		1		1	

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đóng góp doanh thu theo thị trường

	2017	2018	2019	2020	2021
Tổng doanh thu thuần (tỷ đồng)	**362.2**	**389.8**	**341.8**	**400.4**	**338.6**
- Xuất khẩu (tỷ trọng)	**308.9 (85%)**	**328.9 (84%)**	**276.6 (81%)**	**340.9 (85%)**	**286.5 (84%)**
+ Châu Á	67.7%	68.0%	67.0%	70.1%	61.3%
+ Châu Âu	16.1%	12.7%	11.9%	13.3%	16.9%
+ Châu Mỹ	1.4%	3.7%	2.0%	1.8%	6.3%
+ Châu Úc	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
- Trong nước (tỷ trọng)	**50.0 (14%)**	**55.1 (14%)**	**60.2 (18%)**	**53.6 (13%)**	**42.5 (13%)**
+ TP.HCM	9.2%	9.8%	12.5%	9.3%	9.0%
+ Hà Nội và các tỉnh phía Bắc	2.1%	2.5%	2.5%	2.0%	1.9%
+ Các tỉnh miền Nam và Đông Nam Bộ	1.5%	1.2%	1.1%	1.0%	0.5%
+ Đà Nẵng và các tỉnh miền Trung, Tây Nguyên	0.9%	0.6%	1.6%	1.1%	1.2%
- Khác (cho thuê xưởng, bán dăm bào, phế liệu)	**3.3 (1%)**	**5.8 (1%)**	**4.9 (1%)**	**5.8 (1%)**	**9.6 (3%)**

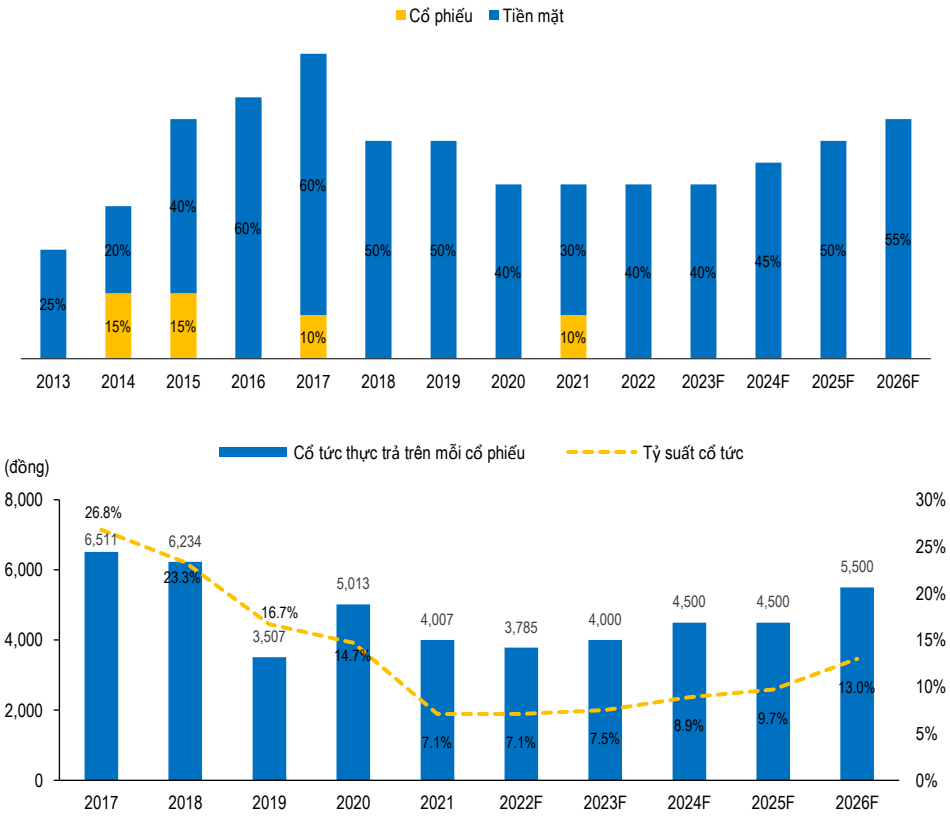
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Cổ tức hấp dẫn

GDT trả cổ tức bằng tiền ở mức cao và đều đặn, từ 40-50%, duy trì từ năm 2015 tới nay. Tỷ suất cổ tức sinh lời mỗi năm hấp dẫn, ước tính trung bình các năm gần đây khoảng 20%/năm, cao hơn rất nhiều so với lãi suất tiền gửi 12 tháng ở các ngân hàng thương mại tại Việt Nam (khoảng 5-7%/năm).

Ngoài ra, nếu trong năm hoàn thành và vượt xa kế hoạch kinh doanh đề ra, hoặc có thu nhập khác ngoài kế hoạch, công ty sẵn sàng chia sẻ, trả thêm tỷ lệ cổ tức tiền mặt trả thêm cho cổ đông. Cụ thể trước đây, GDT có mua 2 lô đất ở khu công nghiệp Mỹ Phước 2 và Mỹ Phước 3 để phục vụ cho việc di dời các nhà máy về KCN Mỹ Phước (Bình Dương). Tuy nhiên theo GDT, do nhiều nguyên nhân khách quan nên dự án đã không được thực hiện. GDT đã hoàn tất chuyển nhượng lô đất Mỹ Phước 2 (100,000 m^2), thu về thêm lần lượt 18.6 và 18.4 tỷ đồng lợi nhuận khác vào năm 2016 và 2017. GDT quyết định trả thêm 25% cổ tức tiền mặt so với kế hoạch năm 2016 (35%), tổng lên 60%. Năm 2017, công ty vẫn duy trì mức cổ tức tiền mặt 60%. Theo GDT, công ty đã có kế hoạch chuyển nhượng Lô đất Mỹ Phước 3 (4,877m^2), ước đem về lợi nhuận sau thuế khoảng 4.5-6 tỷ đồng.

Lịch sử và dự phóng chi trả cổ tức của GDT



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền giai đoạn 2017-2021 của GDT					
Đơn vị: Đồng	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
EPS (đồng/cổ phiếu)	6,464	5,492	4,276	4,584	3,340
Cổ tức tiền mặt	6,000	5,000	5,000	4,000	3,000
Tỷ lệ chi trả (%)	92.8%	91.0%	116.9%	87.3%	89.8%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

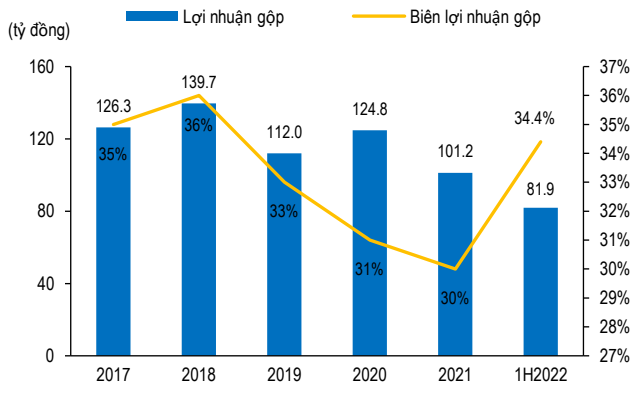
Khả năng sinh lời tốt

Biên lợi nhuận ổn định

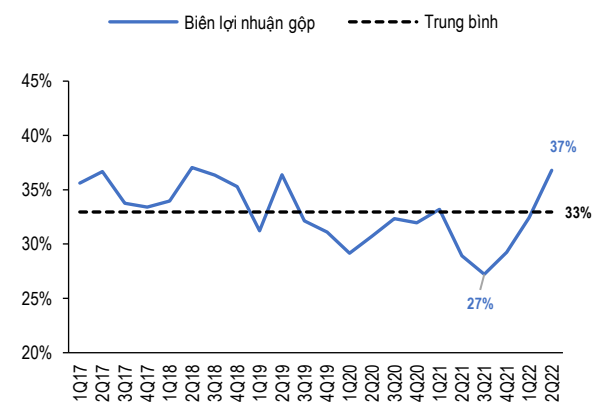
GDT duy trì ổn định giá vốn hàng bán ở mức 65-69%, biên lợi nhuận gộp cao quanh mức 30-35%. Hơn 80% doanh thu từ xuất khẩu sang các thị trường có nhu cầu lớn và ổn định. GDT sử dụng trực tiếp nguyên liệu như tre, gỗ sơ chế có nguồn cung chủ động 100% từ trong nước, giảm thiểu ảnh hưởng về giá nguyên liệu nhập khẩu biến động đột biến như các công ty gỗ khác trong ngành.

Việc sản xuất được sản phẩm tiêu dùng cuối cùng giúp GDT hưởng toàn bộ phần lợi nhuận qua quá trình chế biến. Ngoài ra, công ty còn chú trọng việc tận dụng gỗ thừa từ sản xuất các đồ dùng nhà bếp và đồ gia dụng để làm các sản phẩm đồ chơi gỗ kích thước nhỏ, tối ưu lượng nguyên liệu và cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Lợi nhuận gộp theo năm của GDT

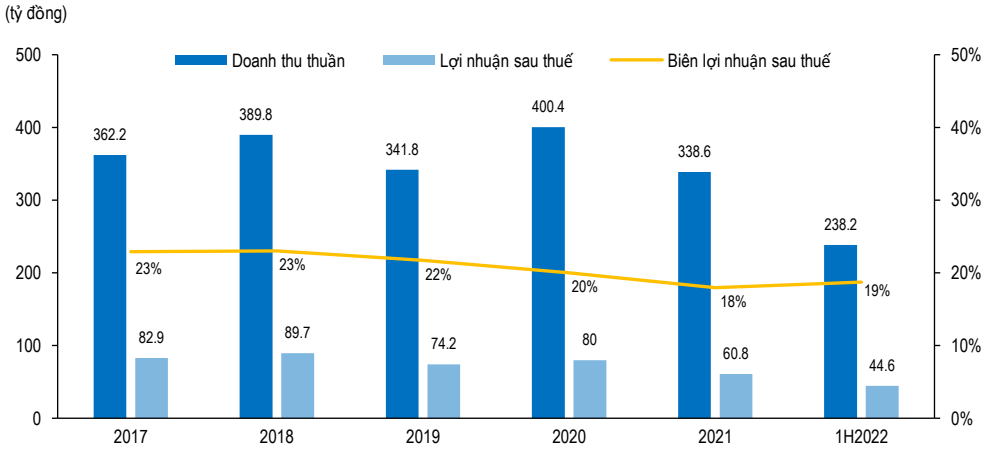


Biên lãi gộp theo quý giai đoạn 2017 - 2Q2022



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Năm 2017, GDT ghi nhận lợi nhuận khác từ việc bàn giao khu đất Mỹ Phước 2 (18.4 tỷ đồng). Nếu điều chỉnh khoản lợi nhuận này, biên lợi nhuận sau thuế được duy trì ở mức 20-23% mỗi năm.



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

ROE ở mức cao

Nhìn chung, ROE của GDT giai đoạn 2017-2021 duy trì ở mức cao (trên 20%) nhưng có xu hướng giảm các năm gần đây. Mô hình phân tích DuPont 5 thành tố bên dưới cho thấy, biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) của GDT giảm dần trong các năm gần đây do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng, kèm theo ảnh hưởng của COVID-19 trong năm 2021.

Ban lãnh đạo giàu kinh nghiệm của GDT là gia đình họ Lê và nắm giữ trên 40% cổ phần GDT. Hiện đội ngũ gia đình GDT cùng những thành viên chủ chốt quan trọng khác vẫn gắn bó cùng công ty, không ngừng nỗ lực cống hiến, phát triển công ty. GDT đang cho thấy các dấu hiệu hồi phục sau COVID, kèm theo kế hoạch đầu tư mở rộng nhà máy và tối ưu hóa chi phí quản lý. ROE hứa hẹn sẽ được cải thiện trong thời gian tới.

Phân tích DuPont 5 thành tố

	2017	2018	2019	2020	2021	1H2022
ROE	**39.4%**	**34.6%**	**26.5%**	**29.4%**	**22.6%**	**30.8%**
Biên LNST	**27.9%**	**23.0%**	**21.6%**	**19.8%**	**17.7%**	**18.7%**
Tax burden (%)	80.8%	79.8%	80.0%	80.0%	79.7%	79.7%
Interest burden (%)	99.7%	99.8%	99.3%	99.2%	98.8%	98.6%
Biên EBIT (%)	34.6%	28.8%	27.1%	25.0%	22.5%	23.8%
Tỷ lệ vòng xoay tổng tài sản	**1.03**	**1.13**	**0.88**	**1.00**	**0.89**	**1.18**
Tỷ lệ đòn bẩy tài chính	**1.37**	**1.33**	**1.39**	**1.47**	**1.44**	**1.40**

Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Sức khỏe tài chính vững mạnh

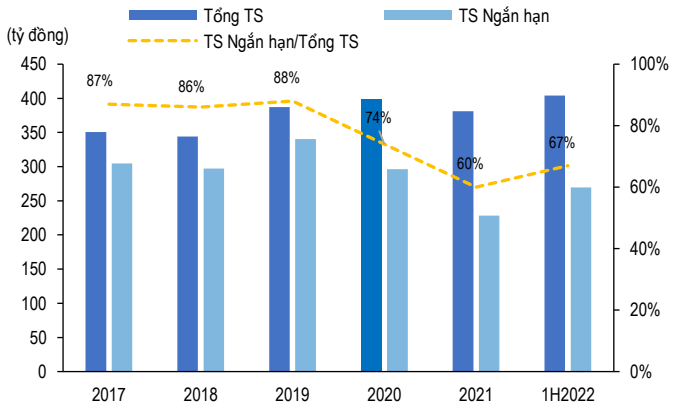
Thanh khoản ở mức cao

GDT duy trì tỷ trọng tài sản ngắn hạn cao trong nhiều năm liền giúp doanh nghiệp có thể chủ động quản lý dòng tiền và vốn lưu động. Tuy nhiên, điều này khiến GDT lúc nào cũng ở vị thế an toàn, phòng thủ của mình. Các khoản đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn của GDT đều là các khoản tiền gửi ngân hàng ngắn hạn ngắn hạn (<12 tháng) có lãi suất trung bình khoảng 7%/năm.

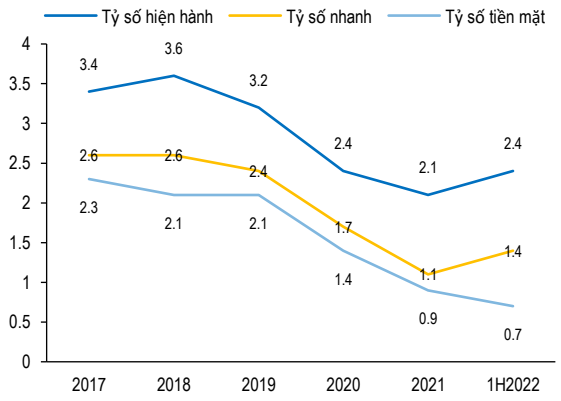
Trong giai đoạn 2017-2020, GDT luôn duy trì tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản trên mức 70%. Trong đó, tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn ở ngân hàng chiếm trên 40%.

Tuy nhiên, từ cuối năm 2020, GDT bắt đầu giảm dần tỷ trọng các khoản tiền gửi ngân hàng. Công ty bắt tập trung đầu tư tài sản dài hạn (nhà xưởng, máy móc, mở rộng nhà máy) và chi tiền vào công nghệ, triển khai hệ thống ERP, tối ưu hóa chi phí cũng như quy trình về quản trị.

Biến động Tài sản ngắn hạn so với Tổng tài sản



Chỉ số thanh khoản của GDT



Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018	2019	2020	2021	1H2022
Tiền và tương đương tiền	0.7	17	8.7	0.9	8.5	13.1
Tiền gửi ngắn hạn ở ngân hàng	206.1	157.7	217	171.5	90.9	67.6
% Tổng tài sản	59%	51%	58%	43%	26%	20%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp

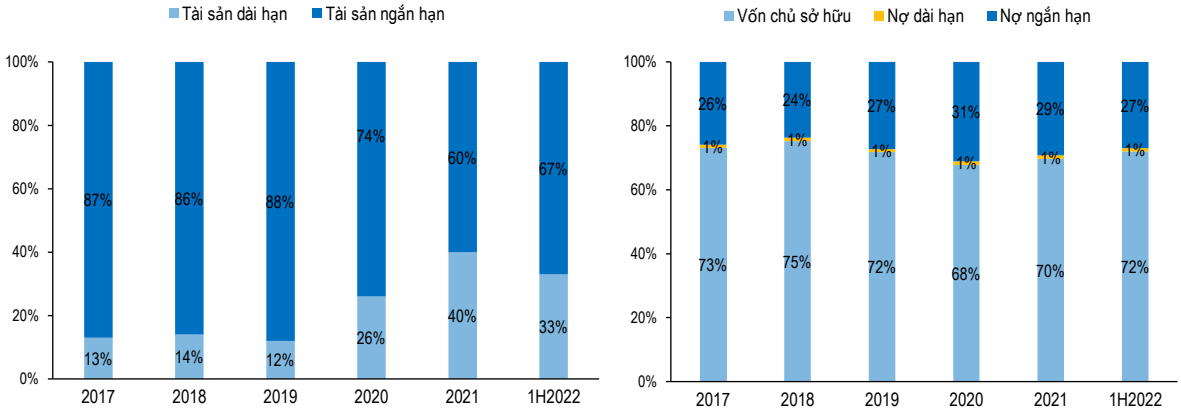
Tỷ lệ vay nợ của GDT ở mức thấp và đều là nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động. Ngoài ra, chi phí vay ở mức rất thấp, dao động từ 1.5% - 1.8%. GDT còn thể hiện tiềm lực tài chính mạnh mẽ khi luôn duy trì một lượng tiền và tiền gửi ngắn hạn ở mức cao, thường dùng 100% vốn tự có khi mua các tài sản cố định,

máy móc, thậm chí là các kế hoạch M&A, nhưng vẫn đảm bảo quyền lợi cổ đông cũng như đời sống nhân viên, tình hình tài chính và các kế hoạch kinh doanh sắp tới của doanh nghiệp.

Với tỷ lệ vay nợ thấp, các kế hoạch dài hạn trong tương lai của GDT có thể dễ dàng tiếp cận các nguồn vốn vay của ngân hàng, nhằm đẩy nhanh tiến độ thực hiện và giảm áp lực tài chính.

	2017	2018	2019	2020	2021	1H2022
Nợ vay ngắn hạn (tỷ đồng)	35.6	27.5	60.4	62.8	60.8	67.4
EBIT/Chi phí lãi vay (x)	327.9x	543.9x	147.6x	132.0x	81.3x	70.3x
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	13.9%	10.6%	21.7%	23.2%	22.9%	23.3%
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	10.2%	8.0%	15.6%	15.7%	16.0%	16.7%

Biến động cơ cấu tài sản của GDT giai đoạn 2017-1H2022



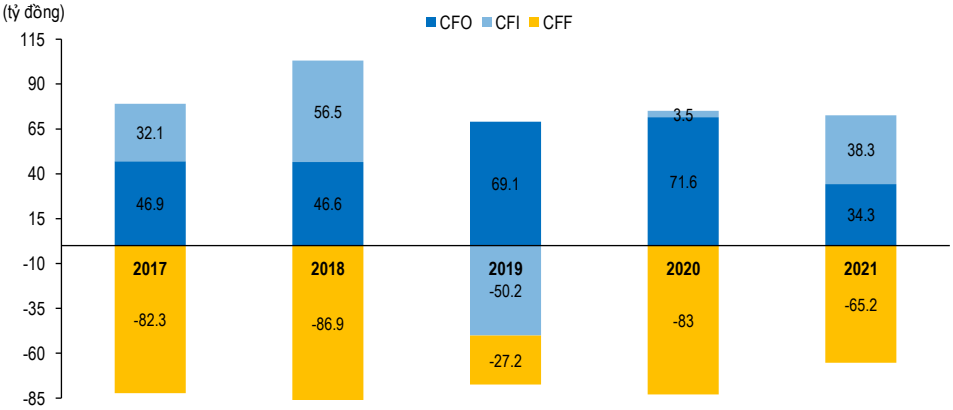
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dòng tiền hoạt động kinh doanh luôn dương

GDT liên tục chứng minh sự hiệu quả trong hoạt động kinh doanh cốt lõi cũng như chất lượng lợi nhuận của công ty. Cụ thể, dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh luôn dương, trung bình khoảng 70% lợi nhuận sau thuế. Ngoài ra, tuy xuất khẩu nhóm G&SPG đang gặp khó khăn chung trong thời gian gần đây, GDT vẫn quản trị tốt vốn lưu động, cố gắng quản lý số vòng xoay tiền (CCC) trong khi duy trì tốt các chính sách mua bán hợp lý, giữ mối quan hệ lâu dài với các đối tác, khách hàng.

Do giá nguyên liệu đầu vào từ năm 2018 tới 2021 tăng cao, kèm theo diễn biến phức tạp của COVID-19 năm 2021, số ngày tồn kho trong năm (DIO) của GDT tăng tương đối cao. GDT thường trữ hàng tồn kho đủ để sản xuất cho các đơn hàng đã ký hợp đồng sản xuất trong 6 tháng tới, nhằm giảm thiểu rủi ro giá nguyên liệu đầu vào tăng đột biến, ảnh hưởng giá bán cho khách hàng cũng như biên lợi nhuận của công ty.

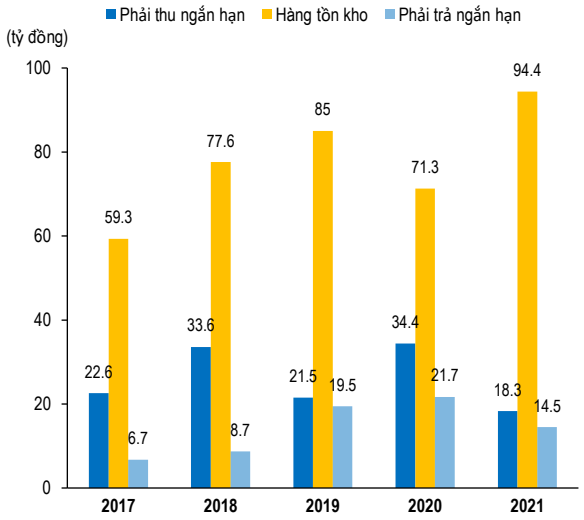
Dòng tiền của GDT giai đoạn 2017-2021



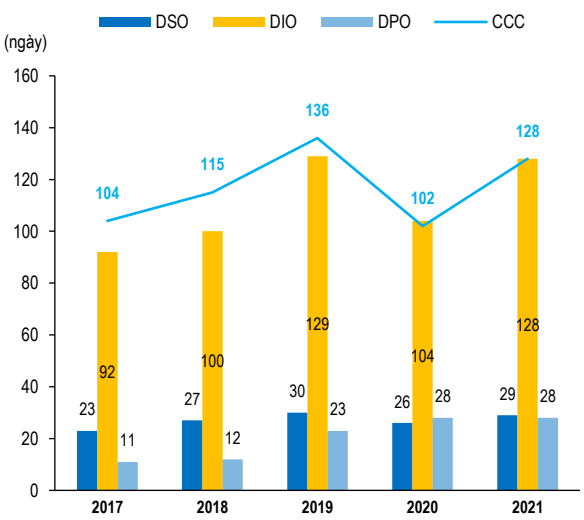
Chú thích: CFO: Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh
CFI: Dòng tiền từ hoạt động đầu tư
CFF: Dòng tiền từ hoạt động tài chính

DSO: Số ngày phải thu
DIO: Số ngày tồn kho
DPO: Số ngày phải trả
CCC: Số ngày vòng xoay tiền

Biến động khoản phải thu, phải trả, hàng tồn kho



DSO, DIO, DPO và CCC của GDT



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu

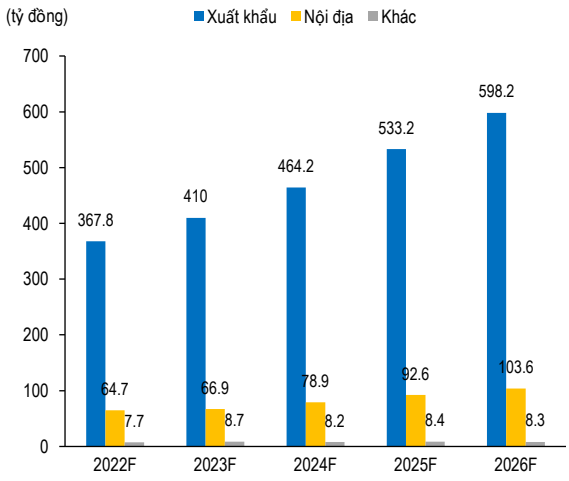
Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2022 của Gỗ Đức Thành sẽ hồi phục và tăng trưởng 64% so với năm 2021, với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) dự phóng mỗi năm đạt 11% giai đoạn 2022-2026 (kết quả sau khi hợp nhất với Công ty Gỗ Đức Tâm), nhờ vào 2 yếu tố chính:

1. Sự hồi phục mạnh mẽ sau dịch COVID

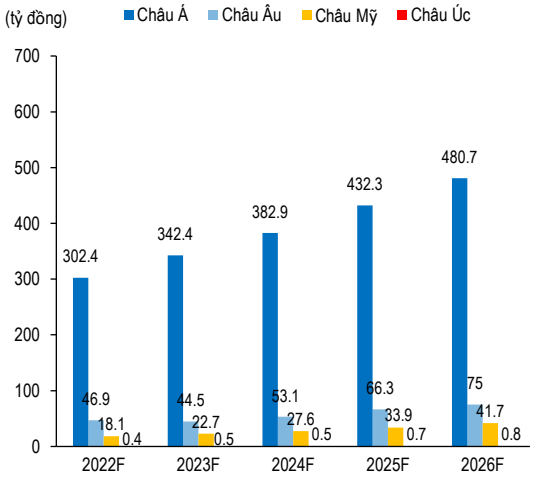
Do COVID-19, năm 2021, GDT phải tạm dừng hoạt động từ ngày 15/7 - 4/11 vì chỉ thị giãn cách xã hội. GDT cũng nhanh chóng hồi phục và tăng cường sản xuất trong 2 tháng cuối của năm và đạt 338.6 tỷ đồng doanh thu cả năm.

GDT có doanh thu trung bình khoảng 83-84% từ xuất khẩu đến các quốc gia ở khu vực châu Á, châu Âu, châu Mỹ và châu Úc. Dự phóng doanh thu xuất khẩu giai đoạn 2022-2026 dựa vào thị phần xuất khẩu của GDT tại các quốc gia mà GDT xuất khẩu và dự phóng tăng trưởng xuất khẩu nhóm G&SPG của Việt Nam đến các quốc gia này.

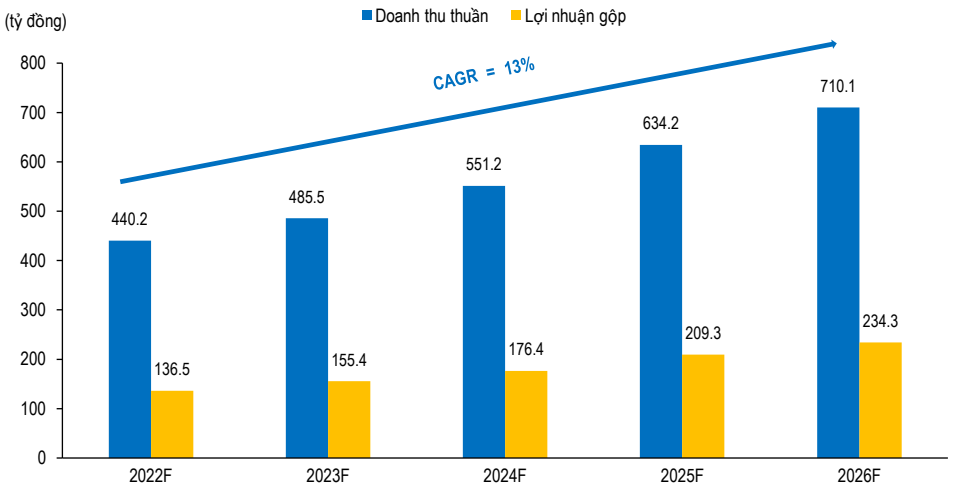
Doanh thu dự phóng từng phần của GDT



Doanh thu xuất khẩu dự phóng theo khu vực của GDT



Dự phóng Doanh thu và Lợi nhuận gộp của Gỗ Đức Thành giai đoạn 2022-2026



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

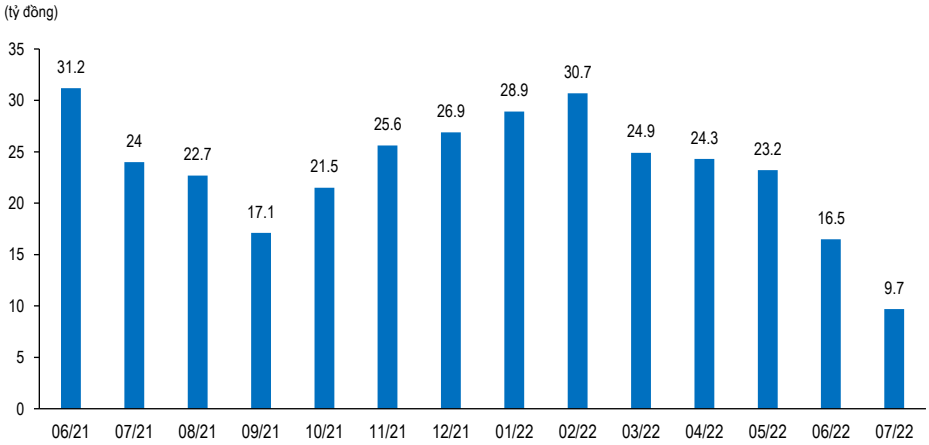
Cập nhật kết quả kinh doanh 6T/2022 (chưa hợp nhất kết quả của Gỗ Đức Tâm), doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 238.2 tỷ đồng và 81.9 tỷ đồng (+11% và +23.4% YoY). Kết quả doanh thu này hoàn thành 48% kế hoạch GDT đề ra cho năm 2022 (500 tỷ đồng) và 54% dự phóng doanh thu năm 2022 của chúng tôi (440.2 tỷ đồng).

2. Động lực mới từ nhà máy gỗ Đức Tâm

GDT mở rộng sang mảng kinh doanh đồ gỗ nội thất. Cụ thể, trong quý 2/2022, GDT đang tiến hành thực hiện các thủ tục mua lại 100% sở hữu tại Công ty TNHH Sản xuất và Xuất khẩu Gỗ Đức Tâm, tọa lạc tại huyện Vĩnh Cửu, tỉnh Đồng Nai. Giá trị thương vụ vào khoảng 3 triệu USD (~70 tỷ đồng), bao gồm toàn bộ nhà xưởng, máy móc, tài sản cũng như thiết kế sản phẩm, các mối quan hệ khách hàng, nhà cung cấp hiện có. Gỗ Đức Tâm đã đi vào hoạt động từ năm 2001, chuyên sản xuất, mua bán, xuất nhập khẩu từ gỗ đến đồ gỗ nội thất.

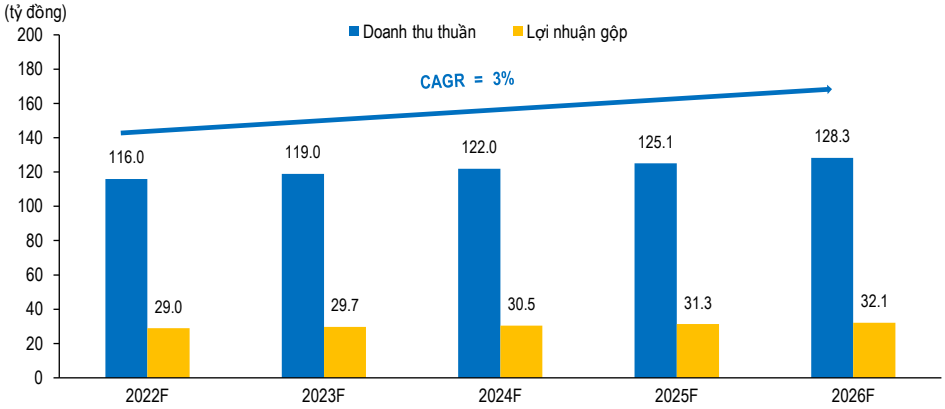
Xét các tháng gần nhất, công ty Gỗ Đức Tâm chỉ có nợ vay ngắn hạn (có tài sản đảm bảo). Sau khi bắt đầu quá trình sáp nhập và tiếp nhận quản lý trong quý 2/2022, cơ cấu nợ của Gỗ Đức Tâm đang có xu hướng giảm. Hiệu suất nhà máy hiện đạt 80%, doanh thu ghi nhận hàng năm khoảng 5 triệu USD (~116 tỷ đồng), biên lợi nhuận sau thuế từ 8-10%.

Biến động nợ vay theo tháng của Gỗ Đức Tâm từ Tháng 6/2021 tới Tháng 7/2022



Nguồn: Trung tâm Thông tin Tín dụng Việt Nam, Shinhan Securities Vietnam

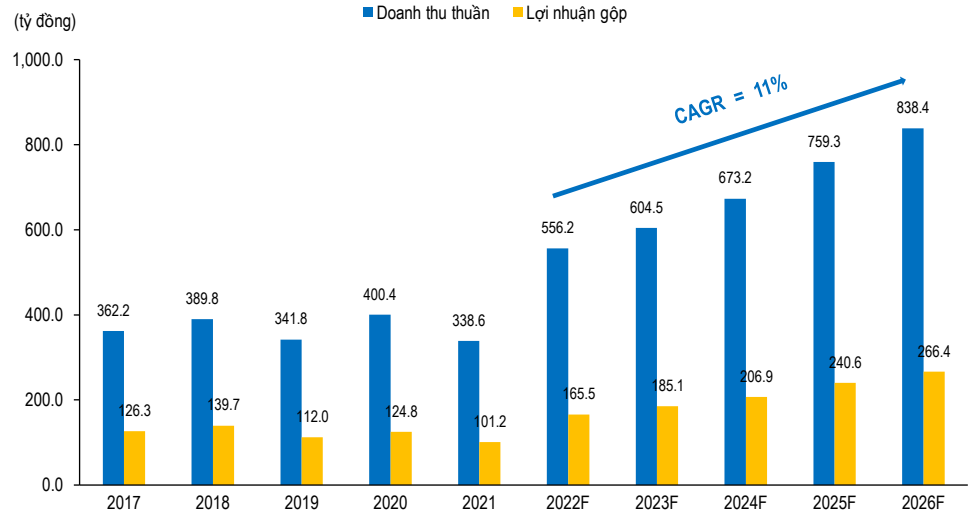
Dự phóng Doanh thu và Lợi nhuận ròng của Gỗ Đức Tâm giai đoạn 2022-2026



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Nếu đúng theo kế hoạch của ban lãnh đạo, Gỗ Đức Tâm sẽ được hợp nhất vào BCTC quý 3/2022 của GDT, đóng góp toàn bộ doanh thu và lợi nhuận vào kết quả kinh doanh của công ty mẹ.

Kết quả dự phóng kinh doanh hợp nhất của Gỗ Đức Thành giai đoạn 2022-2026



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận hợp nhất của Gỗ Đức Thành (2021-2026F)

(Đơn vị: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**338.6**	**556.2**	**604.5**	**673.2**	**759.3**	**838.4**
Hàng nhà bếp	193.4	271.4	291.2	328.4	383.1	426.0
Hàng gia dụng	114.5	135.1	155.7	177.4	200.7	227.0
Hàng đồ chơi	10.5	16.8	18.2	19.6	23.5	26.1
Bàn ghế trẻ em và các mặt hàng khác	20.3	132.9	139.3	147.8	152.0	159.3
Lợi nhuận gộp	101.2	165.5	185.1	206.9	240.6	266.4
LN từ HĐKD	76.5	96.0	106.0	124.3	150.1	168.9
LN ròng	60.8	76.7	84.6	99.2	119.8	134.8
Biên LN (%)						
Biên LN gộp	30%	30%	31%	31%	32%	32%
Biên LN từ HĐKD	23%	17%	18%	19%	20%	20%
Biên LN ròng	18%	14%	14%	15%	16%	16%
Tăng trưởng (YoY)						
Doanh thu	-15.4%	64.2%	8.7%	11.4%	12.8%	10.4%
LN gộp	-18.9%	63.4%	11.9%	11.8%	16.3%	10.7%
LN từ HĐKD	-23.1%	25.4%	10.4%	17.4%	20.7%	12.5%
LN ròng	-24.0%	26.3%	10.2%	17.3%	20.8%	12.5%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và Khuyến nghị

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 59,400 đồng

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Chế biến gỗ Đức Thành với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 59,400 đồng tương ứng với mức tăng 42% so với mức giá hiện tại (08/09/2022). Đối với tầm nhìn dài hạn, Gỗ Đức Thành là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc trong bối cảnh hiện tại với những ưu điểm như sau:

1) Dư địa mở rộng thị trường xuất khẩu và nội địa lớn
2) Cổ tức hấp dẫn
3) Khả năng sinh lời tốt, tài chính vững mạnh

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp các phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF), bao gồm phương pháp "Dòng tiền tự do của doanh nghiệp" (FCFF) và "Mô hình chiết khấu cổ tức" (DDM) với tỷ trọng lần lượt là 30%, 70%.

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi giả định tốc độ gia tăng doanh thu từ xuất khẩu của GDT sẽ tương đương với tốc độ tăng trưởng dự phóng giá trị xuất khẩu G&SPG của Việt Nam tại từng thị trường chính của GDT. Ngoài ra, dựa trên giả định mua 100% công ty Gỗ Đức Tâm sẽ hoàn thành trong quý 3/2022, GDT sẽ hợp nhất hoàn toàn doanh thu (và các chi phí hoạt động liên quan) của Gỗ Đức Tâm vào kết quả hoạt động kinh doanh năm 2022. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của GDT ở mức 1% với giả định công ty đã đi qua giai đoạn tăng trưởng đột biến và không có kế hoạch mở rộng sản xuất đáng kể hay bổ sung thêm mô hình kinh doanh khác giúp tạo thêm giá trị thặng dư đột biến.

Vì GDT là công ty có lịch sử trả cổ tức bằng tiền đều đặn và ở mức cao, nên chúng tôi quyết định sử dụng phương pháp DDM với tỷ trọng cao hơn FCFF. Chúng tôi chiết khấu toàn bộ các dòng tiền cổ tức dự phóng mà các cổ đông sẽ được nhận trong năm dự phóng, với giả định chi trả cổ tức mỗi năm hợp lý (dựa vào lịch sử chi trả của GDT) từ 4.000-5.500 đồng/cổ phiếu giai đoạn 2022-2026.

Đối với Chi phí vốn bình quân (WACC), chúng tôi sử dụng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam 10 năm ở mức 3% là lãi suất phi rủi ro. Beta được tính toán dựa trên dữ liệu lịch sử 5 năm gần nhất của GDT và VNINDEX. Chúng tôi sử dụng mô hình CAPM để tính Chi phí sử dụng vốn (ke). Nợ vay của công ty thấp, chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động, chi phí nợ vay là 2%.

Phương pháp FCFF

(Đơn vị: tỷ VND)	2H2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LN ròng	76.8	84.6	99.2	119.8	134.8
Cộng: lãi vay sau thuế	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
Cộng: Khấu hao	8.5	10.1	10.3	10.3	10.4
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	7.1	36.7	13.1	15.6	15.5
Trừ: Vốn đầu tư	70.5	0.7	0.7	4.9	3.1
Dòng tiền tự do của DN (FCFF)	**8.5**	**58.3**	**96.7**	**110.8**	**127.9**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	7.8	51.2	77.9	81.9	86.6
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,087.7				
Giá trị DN	**1,388.7**				
Trừ: Nợ	67.4				
Cộng: Tiền và tương đương tiền	13.1				
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	67.6				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	19,794,536				
Giá mục tiêu (VND)	**70,800**				

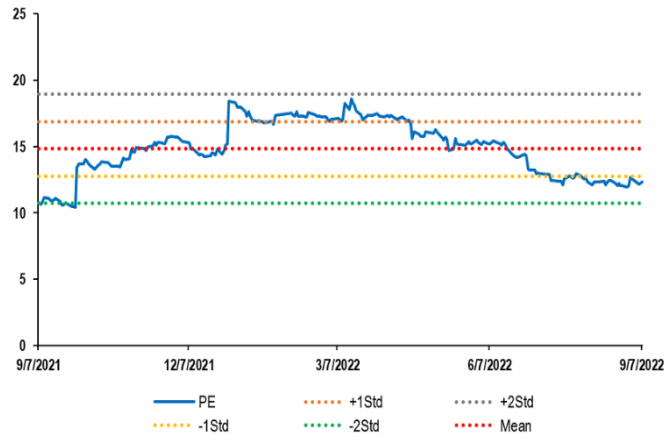
Phương pháp DDM					
(Đơn vị: tỷ VND)	**2022F**	**2023F**	**2024F**	**2025F**	**2026F**
Tiền chi trả cổ tức	74.2	78.4	88.2	88.2	107.8
Giá trị hiện tại của tiền chi trả cổ tức	67.6	68.3	70.0	63.9	71.2
Tốc độ tăng trưởng cổ tức dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	737.5				
Tổng giá trị hiện tại các dòng cổ tức	**1,078.5**				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	19,794,536				
Giá mục tiêu (VND)	**54,500**				

WACC (%)	**9%**
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	**3%**
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (ERP)	7.8%
Phần bù rủi ro quốc gia (CRP)	3.6%
Beta	0.6
Chi phí nợ (kd)	2%
Chi phí sử dụng vốn (ke)	9.7%
Tỷ lệ nợ trên vốn (%)	8%
Giá trị nợ vay (tỷ đồng)	72

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu tương ứng (đồng)
FCFF	30%	70,800
DDM	70%	54,500
Giá khuyến nghị mục tiêu		**59,400**
Giá hiện tại (08/09/2022)		41,750
Tỷ lệ lợi nhuận ước tính (%)		**+42%**

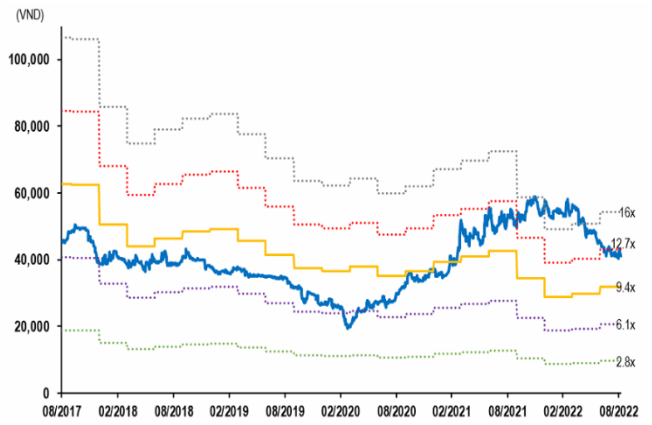
Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

PER 5 năm của GDT



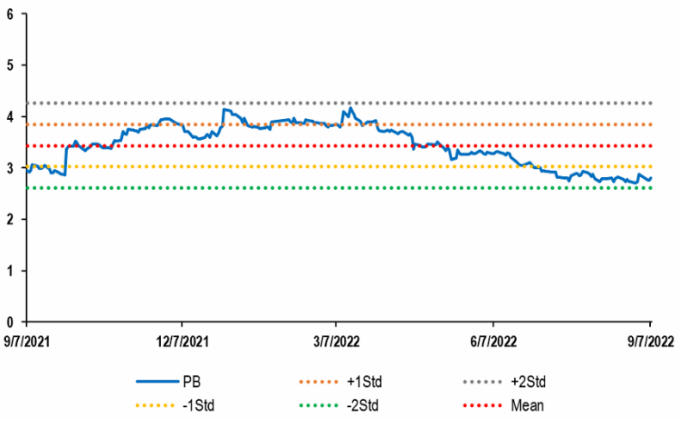
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của GDT



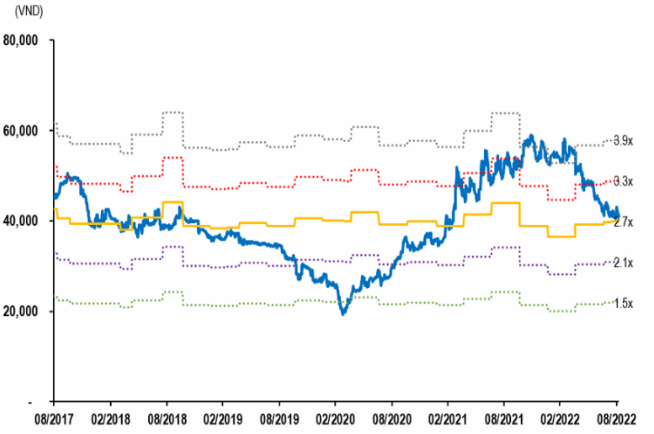
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR 5 năm của GDT



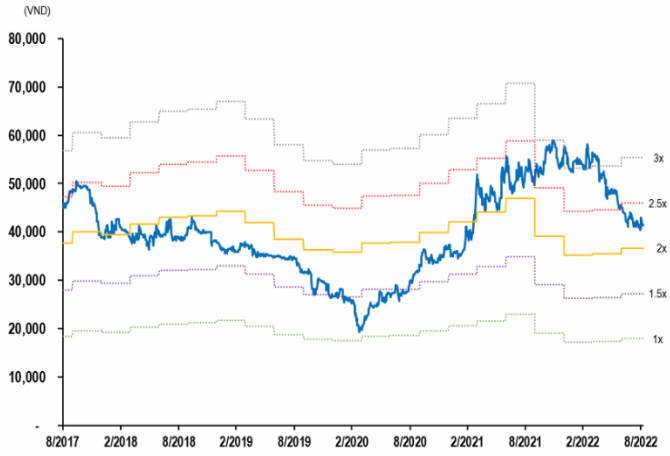
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của GDT



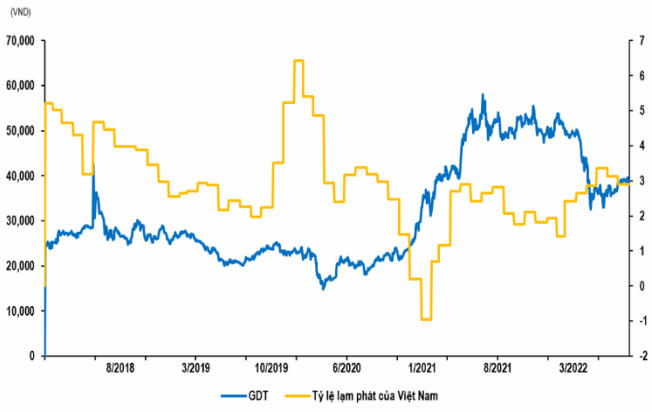
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PSR 5 năm của GDT



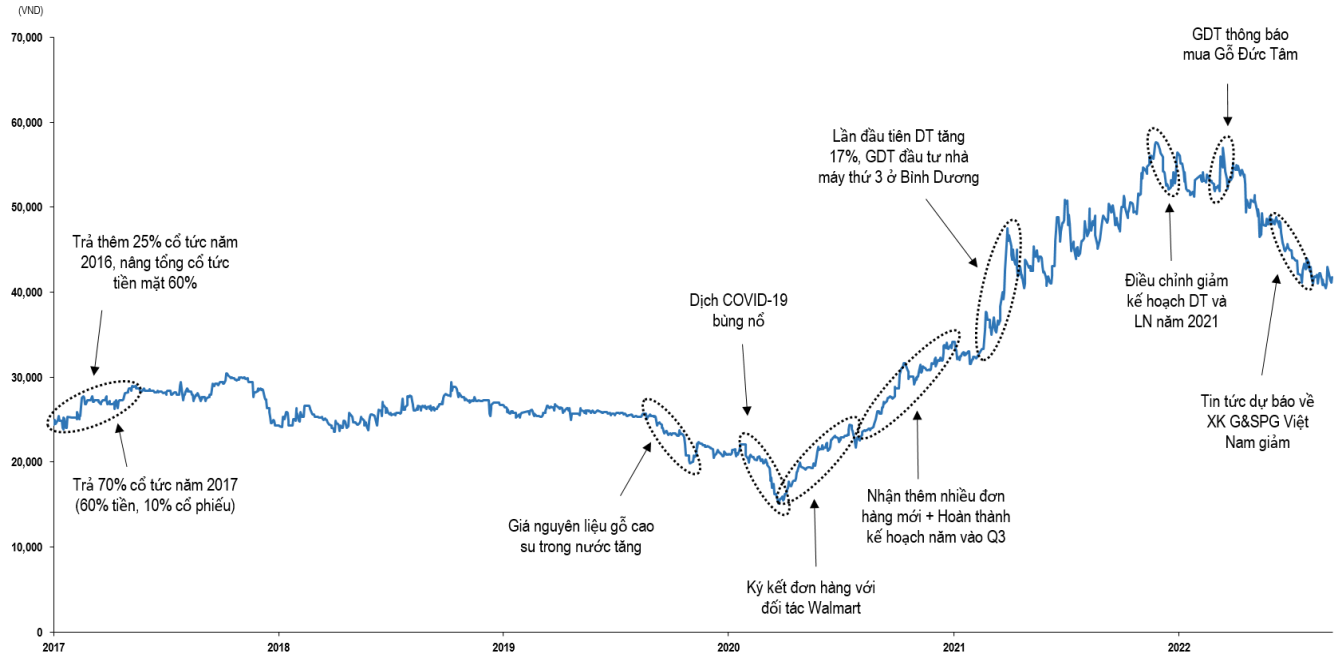
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá cổ phiếu GDT và Tỷ lệ lạm phát của Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Những sự kiện quan trọng của Gỗ Đức Thành



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

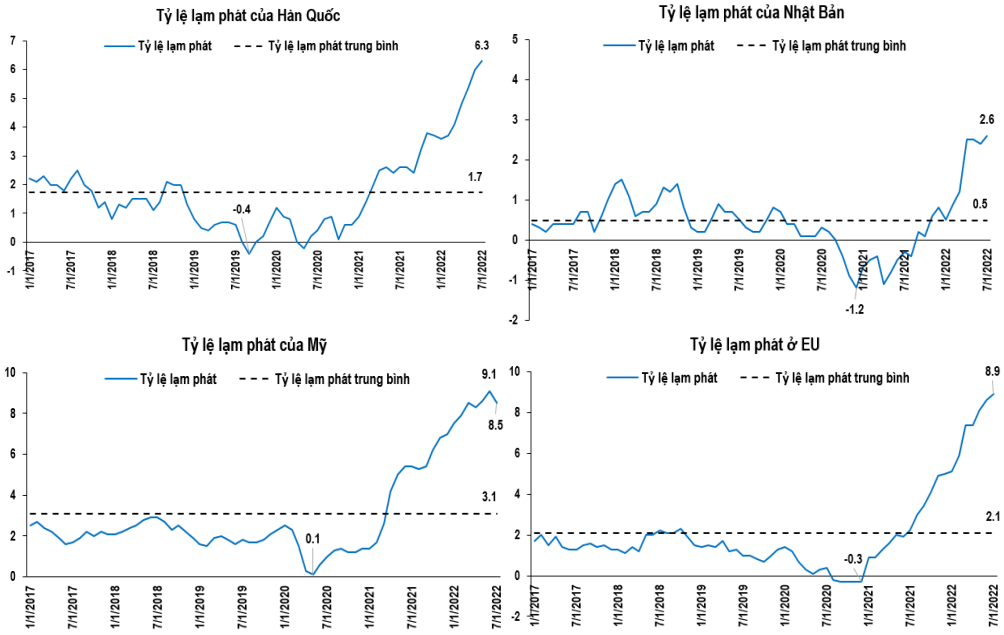
Rủi ro từ vĩ mô thế giới

Các yếu tố vĩ mô thế giới có ảnh hưởng lớn đối với các công ty có doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu như GDT. Cụ thể, chiến tranh thương mại Mỹ-Trung Quốc khiến các chi phí nhập khẩu từ Trung Quốc tăng cao, gián tiếp giúp GDT có doanh thu và lợi nhuận năm 2020 tăng đột biến vì nhiều khách hàng lớn có nhu cầu cao ở thị trường như Mỹ, Úc, Nhật Bản, các nước châu Âu tìm kiếm thị trường thay thế nhằm cắt giảm chi phí, trong đó nổi bật là khu vực Đông Nam Á nói chung và Việt Nam nói riêng.

Ngược lại, căng thẳng địa chính trị Nga-Ukraine đã ảnh hưởng nặng nề đến nguồn cung dầu, kéo theo hệ lụy các chi phí ở nhiều quốc gia tăng cao. Các Ngân hàng nhà nước vẫn chưa kịp khắc phục triệt để hậu quả của dịch bệnh COVID-19 trong năm 2021, giờ đây tiếp tục đối diện với nguy cơ kinh tế suy yếu. Các hành động bắt buộc nhằm can thiệp đà giảm của nền kinh tế quốc gia, như các chính sách tiền tệ thắt chặt, đã dẫn tới lạm phát tăng, đi kèm với chi phí nhân công, sản xuất, vận chuyển.

Nhiều quốc gia cảnh báo sẽ phải đối diện với viễn cảnh suy thoái kinh tế khi lãi suất tăng nhưng tăng trưởng GDP âm, đi kèm với tỷ lệ thất nghiệp tăng. Tất cả những điều này ảnh hưởng rất xấu đến khả năng xuất khẩu trong trung và ngắn hạn của nhiều doanh nghiệp kinh doanh hàng không thiết yếu, trong đó có sản phẩm gỗ của GDT.

Tỷ lệ lạm phát ở các thị trường xuất khẩu chính của Gỗ Đức Thành



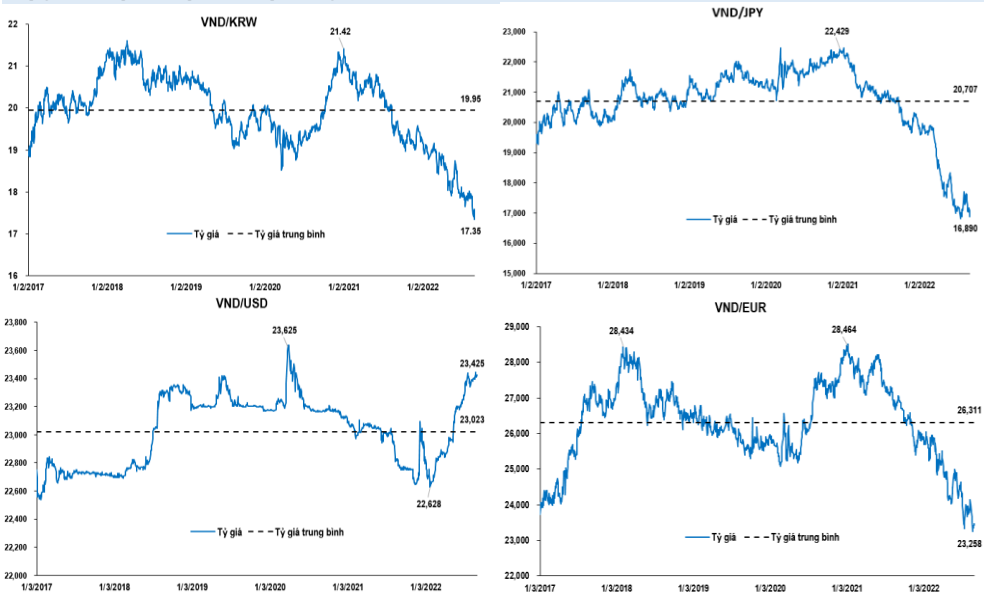
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro về tỷ giá

Tỷ giá giữa các đồng tiền tệ quốc tế so với VND bị suy yếu, ảnh hưởng đến chi phí nhập khẩu, dẫn đến các nhà nhập khẩu buộc phải tăng giá bán lẻ, làm giảm nhu cầu tiêu thụ hàng nhập khẩu, nhất là đối với nhóm hàng hóa không thiết yếu như các mặt hàng G&SPG.

Ngoài ra, sự suy yếu của các đơn vị tiền tệ ở những thị trường mà GDT xuất khẩu cũng ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận ghi nhận thông qua các khoản lãi/lỗ từ tỷ giá.

Tỷ giá tiền tệ thứ cấp ở các thị trường xuất khẩu chính của Gỗ Đức Thành so với VND



Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro đầu tư vào doanh nghiệp mới

Sau khi GDT mua lại Gỗ Đức Tâm, các giá trị cộng hưởng tạo ra sau thương vụ mua bán sáp nhập cũng như mảng kinh doanh mới không đạt được như kỳ vọng của GDT, ảnh hưởng biên lợi nhuận chung của công ty trong các năm đầu.

Ngoài ra, diễn biến phức tạp của kinh tế thế giới, ảnh hưởng tới khả năng chi tiêu cũng như các nhu cầu mua sắm của người tiêu dùng đối với mảng kinh doanh mới của GDT. Tại thị trường Mỹ, lãi suất thế chấp cao và tiến độ xây dựng chậm chạp là những nguyên nhân có thể đẩy giá nhà ở Mỹ tăng cao kỷ lục. Hiện một ngôi nhà ở Mỹ có giá trung bình hơn 430,000 USD, tăng 14.8% so với năm ngoái và 60% trong 5 năm qua. Giá nhà tăng đi kèm với các chi phí nhà ở tại thị trường Mỹ tăng theo, ảnh hưởng tới nhu cầu của khách hàng đối với mảng kinh doanh đồ nội thất mới của GDT.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**399**	**381**	**410**	**438**	**453**
Tài sản ngắn hạn	296	229	247	285	310
Tiền và tương đương tiền	1	8	3	5	2
Đầu tư TC ngắn hạn	172	91	64	69	75
Các khoản phải thu	34	18	34	46	52
Hàng tồn kho	71	94	100	138	153
Tài sản ngắn hạn khác	18	16	47	26	28
Tài sản dài hạn	103	152	163	153	144
Tài sản cố định	98	97	159	149	140
Chi phí xây dựng cơ bản	0	22	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	5	34	4	4	4
Tổng nợ	**128**	**116**	**143**	**172**	**186**
Nợ ngắn hạn	124	111	138	167	181
Khoản phải trả	22	15	22	31	34
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	63	61	72	76	80
Khác	39	36	44	60	66
Nợ dài hạn	4	4	5	5	5
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	4	4	5	5	5
Vốn chủ sở hữu	**253**	**248**	**268**	**267**	**267**
Vốn góp chủ sở hữu	171	180	199	199	199
Thặng dư vốn	6	6	11	11	11
Cổ phiếu quỹ	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Lợi nhuận giữ lại	77	64	60	59	60
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	63	61	72	76	80
*Nợ ròng (tiền)	(110)	(39)	5	1	3

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**400.4**	**338.6**	**556.2**	**604.5**	**673.2**
Tăng trưởng (%)	17.1	(15.4)	64.2	8.7	11.4
Giá vốn hàng bán	**(275.6)**	**(237.4)**	**(390.7)**	**(419.4)**	**(466.3)**
Lợi nhuận gộp	**124.8**	**101.2**	**165.5**	**185.1**	**206.9**
Biên lợi nhuận gộp (%)	31.2	29.9	29.7	30.6	30.7
Chi phí BH & QLDN	**(38)**	**(38)**	**(72)**	**(82)**	**(86)**
LN từ HĐKD	**86.6**	**63.5**	**93.3**	**103.1**	**121.4**
Tăng trưởng (%)	8.9	(26.7)	46.9	10.6	17.7
Biên LN từ HĐKD (%)	21.6	18.7	16.8	17.1	18.0
LN khác	**13**	**13**	**3**	**3**	**3**
Thu nhập tài chính	17	17	8	8	8
Chi phí tài chính	(4)	(4)	(5)	(5)	(5)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	1	(0)	0	0	0
LNTT	**100.1**	**76.3**	**96.2**	**106.1**	**124.4**
Thuế TNDN	(20)	(16)	(19)	(22)	(25)
LNST	**80.0**	**60.8**	**76.8**	**84.6**	**99.2**
Tăng trưởng (%)	7.8	(24.0)	26.3	10.2	17.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	20.0	18.0	13.8	14.0	14.7
LNST cổ đông công ty mẹ	80.0	60.8	76.8	84.6	99.2
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**100.8**	**77.3**	**97.3**	**107.4**	**125.8**
Tăng trưởng (%)	8.0	(23.4)	25.9	10.4	17.1
Biên LN (%)	25.2	22.8	17.5	17.8	18.7
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**105.7**	**83.7**	**105.8**	**117.5**	**136.0**
Tăng trưởng (%)	7.7	(20.8)	26.4	11.1	15.7
Biên LN (%)	26.4	24.7	19.0	19.4	20.2

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**71.6**	**34.3**	**76.6**	**52.7**	**89.2**
Lợi nhuận ròng	100	76	96	106	124
Khấu hao	5	6	8	10	10
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(15)	(13)	(6)	(5)	(6)
Thay đổi vốn lưu động	5	(14)	(7)	(37)	(13)
Thay đổi khác	(23)	(21)	(15)	(21)	(27)
Tiền từ HĐ đầu tư	**3.5**	**38.3**	**(15.0)**	**30.7**	**0.4**
Thay đổi tài sản cố định	(58)	(5)	(71)	(1)	(1)
Thay đổi tài sản đầu tư	46	29	49	25	(6)
Khác	16	15	7	7	7
Dòng tiền tự do	**75.1**	**72.6**	**61.6**	**83.4**	**89.6**
Tiền từ HĐ tài chính	**(83.0)**	**(65.2)**	**(67.7)**	**(81.1)**	**(93.2)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	8	-	-	-
Tiền mua cổ phiếu quỹ	(1)	(1)	2	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	2	(2)	11	4	4
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(85)	(71)	(81)	(85)	(97)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(8.0)**	**7.4**	**(6.1)**	**2.3**	**(3.6)**
Tổng tiền đầu năm	8.7	0.9	8.5	2.6	5.0
Thay đổi trong tỷ giá	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
Tổng tiền cuối năm	1	8	3	5	2

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

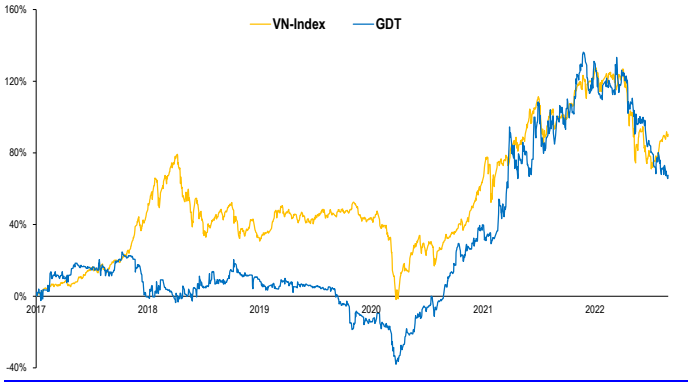
Chỉ số tài chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (đồng)	4,584	3,340	3,877	4,274	5,012
BPS (đồng)	15,787	14,760	13,507	13,455	13,502
DPS (đồng)	4,990	4,195	3,785	4,000	4,500
PER (x)	7.5	16.9	14.4	12.6	10.1
PBR (x)	2.2	3.8	4.1	4.0	3.7
EV/EBITDA (x)	4.4	10.9	10.0	9.0	7.4
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	105.7	116.9	96.6	92.7	88.9
Lợi suất cổ tức (%)	14.6	7.4	7.1	7.5	8.9
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	26.4	24.7	19.0	19.4	20.2
Biên LN từ HĐKD (%)	21.6	18.7	16.8	17.1	18.0
Biên LNST (%)	20.0	18.0	13.8	14.0	14.7
ROA (%)	20.1	16.0	18.7	19.3	21.9
ROE (%)	29.4	22.6	28.4	31.4	36.7
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	24.9	24.5	26.9	28.4	29.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	(103.7)	(46.1)	5.0	1.1	2.4
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	139.1	89.3	48.3	44.5	42.4
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	132.0	81.3	87.2	84.0	90.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	186	156	75	69	67
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	104	128	120	120	120
Số ngày khoản phải thu (ngày)	26	29	28	28	28

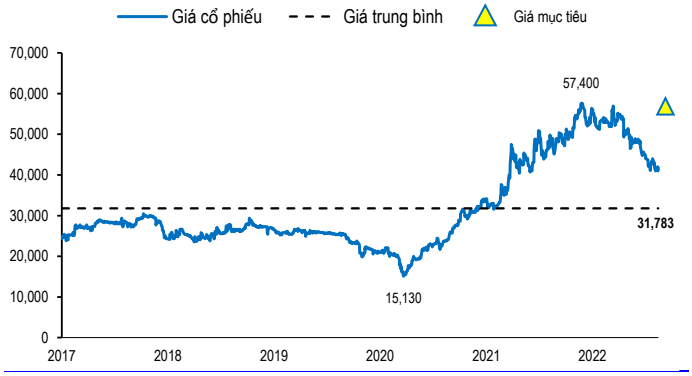
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Công ty cổ phần Chế biến Gỗ Đức Thành (GDT VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT	
			TB	Max/Min
09/09/2022 (BC lần đầu)	MUA	59,400	9,500	1,700/19,000

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Phuc Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: Duc Thanh Wood Processing Joint Stock Company.
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000