

Quick Report

(Updated)

TTF

25/12/2014

DVCSpeculator

Target 6/2015: >18.000 VNĐ/CP

(Trong ĐK VNI Uptrend)

Công ty Cổ phần Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (TTF - HOSE)

I. Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ Công ty cổ phần tập đoàn gỗ Trường Thành là doanh nghiệp nằm trong Top 3 doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu gỗ lớn nhất của Việt Nam hiện nay xét cả về quy mô và doanh số sản xuất trung bình khoảng 2.800 tỷ doanh thu mỗi năm và 8 nhà máy chế biến gỗ (khoảng 6.000 container/năm). TTF xuất khẩu khoảng 85% sản lượng sản phẩm gỗ đến hơn 30 quốc gia trên toàn thế giới, trong đó Mỹ chiếm 41%, EU 33%, Nhật Bản 7%, Hàn Quốc 6%,
- ❖ TTF tự thiết kế và bán trên 80% sản lượng từ thiết kế của mình trong hơn 6 năm qua. Đã nghiên cứu và phát triển thành công một số dòng sản phẩm mới, mang tính chiến lược cao và tạo bước đột phá như: Ván sàn và ván ép kỹ thuật cao, ván PB cao cấp không độc tố... Đây có thể xem là một cuộc cách mạng trong ngành VLXD và trang trí nội thất.
- ❖ **Nguồn nguyên liệu chủ yếu Trường Thành sử dụng là cây Tràm thì từ năm sau TTF đã tự chủ được một phần nguyên liệu. Dòng nguyên liệu đón đầu việc gia nhập TPP.** Khi Việt Nam gia nhập TPP, Công ty sẽ được miễn thuế xuất khẩu bằng 0% trong phạm vi 12 Quốc gia chiếm 42% GDP toàn cầu. Và, những quốc gia này cũng là thị trường của Trường Thành như Mỹ, Nhật Bản... Cây Tràm là nguyên liệu trồng chủ lực do đó trong năm 2014 Công ty sẽ không phải nhập nguyên liệu gỗ tràm. Với các loại gỗ khác TTF không trồng thì vẫn phải nhập khẩu. Như vậy, Trường Thành sẽ nhập khoảng 60% các nguyên liệu khác còn dùng 100% nguyên liệu Tràm từ rừng trồng của công ty
- ❖ Trong 5 năm trở lại đây, hoạt động kinh doanh của TTF gặp khó khăn và Công ty đã có những thời điểm rơi vào tình trạng thiếu thanh khoản. Nguyên nhân chủ yếu chính là do Công ty đã không kịp chuyển đổi mô hình kinh doanh để phù hợp với yêu cầu mới của thị trường đồ gỗ xuất khẩu, đánh giá sai thị trường và nguyên liệu và hoạt động đầu tư mở rộng trong giai đoạn lãi suất cao.
- ❖ Công ty đã cùng công ty Mua bán nợ và Tài sản tồn đọng thuộc Bộ Tài Chính (DATC) tái cơ cấu lại 543 tỷ đồng nợ của TTF tại Vietcombank, trong đó khoảng 165 tỷ đồng chuyển thành vốn góp và 378 tỷ cho TTF vay với lãi suất ưu đãi khoảng 7-8%/năm. Việc mua lại 378 tỷ nợ giúp TTF giảm được gánh nặng chi phí lãi vay và áp lực trả nợ gốc.
- ❖ Hiện tại đã có nhà đầu tư nước ngoài – tập đoàn OJI Nhật Bản đã kí kết MOU về khoản huy động vốn 300 tỷ đồng. Tuy nhiên, OJI muốn các DATC mua lại ít nhất 800 tỷ nợ của các NHTM. Hiện tại, Công ty đang thương thảo tiếp với các đối tác, nếu thương vụ tái cấu trúc nợ của TTF thành công, dự kiến vốn điều lệ và vốn chủ sở hữu sẽ khoảng 1.500 tỷ đồng còn nợ khoảng 800 tỷ. Với

cơ cấu vốn mới, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ cải thiện cơ bản sức khỏe tài chính và qua đó đủ khả năng để phát huy các tiềm năng sẵn có và phục hồi trong tương lai.

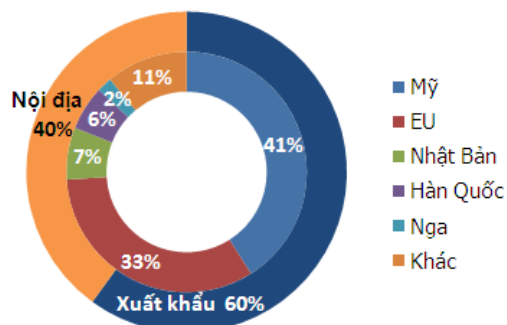
- ❖ Do khó khăn về tài chính từ những năm trước, Công ty không dám nhận nhiều đơn hàng (đơn đặt hàng thường trước khoảng 6 tháng) nên doanh thu và lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm giảm so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận sau thuế tăng rất mạnh nhờ giảm được lãi vay. Đến quý 3/2014, doanh thu của công ty đã tăng mạnh trở lại khi do công ty đã tiếp tục nhận đơn hàng mà thời gian trước không thể sản xuất do thiếu vốn. Đặc biệt, lợi nhuận của công ty tăng mạnh **27 lần** cùng kỳ do thực hiện chương trình chọn lọc khách hàng có biên lợi nhuận tốt.

II. Phân tích HD.SXKD của CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (TTF – HOSE)

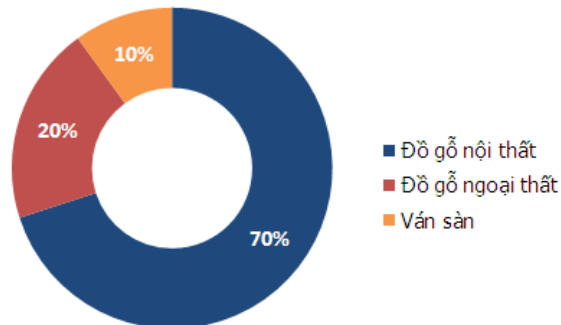
1. Thông tin cơ bản:

- Công ty cổ phần tập đoàn gỗ Trường Thành là doanh nghiệp nằm trong Top 3 doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu gỗ lớn nhất của Việt Nam hiện nay (2 doanh nghiệp còn lại là doanh nghiệp FDI đến từ Đài Loan và Trung Quốc) xét cả về quy mô và doanh số sản xuất trung bình khoảng 2.800 tỷ doanh thu mỗi năm và 8 nhà máy chế biến gỗ (khoảng 6.000 container/năm). Trong khi đó, Việt Nam cũng đã qua mặt Malaysia để trở thành quốc gia xuất khẩu đồ gỗ nhiều nhất khu vực. Đó chính là động lực để TTF thực sự hướng sự phát triển của mình vươn ra trên toàn khu vực ASEAN và mong muốn trở thành TOP 5 từ năm 2017 (tức sau 3 năm nữa).
- Hoạt động kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm từ gỗ. Sản phẩm chính của công ty được chia thành 4 nhóm sản phẩm: **đồ gỗ nội thất, đồ gỗ ngoại thất, ván sàn gỗ và các sản phẩm khác như gỗ xẻ S4S, các chi tiết nhỏ bằng gỗ.** Trong đó các sản phẩm đồ gỗ nội thất chiếm 70% doanh thu, đồ gỗ ngoại thất chiếm 20% doanh thu và ván sàn chiếm 10% doanh thu. Cụ thể:
 - **Đồ gỗ nội thất:** Đồ gỗ nội thất như bàn, ghế, tủ, giường, kệ... chủ yếu làm bằng gỗ Cao su, Keo, Tràm, Teak, Oak, Ash, Beech, ván sợi (MDF), ván dăm (PB), ván ép (plywood)
 - **Đồ gỗ ngoại thất:** Đồ gỗ ngoại thất như bàn, ghế, băng, ghế nằm, xe đẩy rượu... chủ yếu là bằng gỗ Tràm, Keo, Bạch đàn, Xoan đào, Dầu, Chò chỉ, Teak...
 - **Ván sàn và các SP khác gồm:** Cửa, hàng rào, ván sàn, decking, chỉ phào, cầu thang, hoành phi, phù điêu... Nguyên liệu làm bằng gỗ Hương, Gỗ đỏ, Cẩm xe, Teak, Cherry, Oak,

Cơ cấu và tỷ trọng xuất khẩu TTF



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm - TTF



(Nguồn: TTF và DVC tổng hợp)

- TTF xuất khẩu khoảng 85% sản lượng sản phẩm gỗ đến hơn 30 quốc gia trên toàn thế giới, trong đó Mỹ chiếm 41%, EU 33%, Nhật Bản 7%, Hàn Quốc 6%, thị trường Nga khá mới mẻ nhưng cũng đã chiếm 2% tỷ trọng xuất khẩu của Công ty. Trong đó, công ty phân phối chủ yếu cho các nhà phân phối nội thất nổi tiếng như: **IKEA, ASLEY furniture, Costco, Walmart, Home Retail**

Group... Nhờ đã đạt được chứng chỉ FSC (chứng nhận gỗ có nguồn gốc hợp pháp) và chứng chỉ COC (chứng nhận chuỗi hành trình sản phẩm) nên TTF có thể vượt qua được những quy định theo đạo luật Lacey về xuất khẩu gỗ vào thị trường Mỹ. Đồng thời việc này cũng sẽ khiến cho TTF có thể vượt qua được rào cản của đạo luật FLEGT của EU (sẽ có hiệu lực từ tháng 3/2013) vì về cơ bản cả hai đạo luật Lacey của Mỹ và FLEGT của EU đều có cùng mục đích là sử dụng các sản phẩm gỗ có nguồn gốc hợp pháp.

- Đối với thị trường trong nước, Công ty đã thiết lập được 33 điểm bán hàng với mạng lưới gồm 5 siêu thị cửa hàng trực thuộc và 28 đại lý và nhà phân phối liên kết với TTF trên khắp cả nước.

Về nguồn nguyên liệu:

- TTF là doanh nghiệp có sự chủ động về nguyên liệu khá cao khi nguồn nguyên liệu chủ yếu được sử dụng là thị trường nội địa ổn định với số lượng lớn, giá rẻ và có chứng chỉ chứng nhận nguồn gốc rõ ràng (FSC). Hiện nay, TTF đang sử dụng 85% gỗ tự nhiên có nguồn gốc từ trong nước và 56% nguồn gỗ công nghiệp từ trong nước (trong khi tỷ lệ nhập khẩu nguyên liệu trung bình của các doanh nghiệp gỗ Việt Nam là 80%). Đây là một lợi thế rất lớn của TTF trong bối cảnh các doanh nghiệp trong nước đang phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu và phải cạnh tranh nhau về nguyên liệu.
- Với định hướng chủ động về nguồn nguyên liệu và khép kín chu trình sản xuất cũng như chứng nhận nguồn gốc gỗ, từ năm 2007, TTF đã bắt đầu dự án mua và trồng 100.000 ha rừng sản xuất tại Việt Nam. Hiện tại, Công ty đang sở hữu khoảng 8.500 ha rừng đã trồng, và được chấp thuận chủ trương đối với khoảng trên 90.000 ha đất để trồng (tại Phú Yên, Đắk Lắk và Đắk Nông). Tuy nhiên, hiện tại TTF đang khó khăn về tài chính nên việc triển khai diện tích rừng trồng mới vẫn chưa thực hiện được.

2. Hoạt động SXKD trong những năm gần đây:

- Trong 3 năm gần đây hoạt động SXKD của TTF gặp rất nhiều khó khăn do hàng tồn kho lớn, nợ vay tăng mạnh, thiếu vốn lưu động để SXKD do đó công ty chỉ hoàn tất 40% đơn hàng trong năm 2012 khiến doanh số sụt giảm đáng kể. Việc nợ vay lớn cùng với lãi suất vay ở mức cao (từ 11%-17%) đã khiến TTF lỗ -2,9 tỷ đồng trong năm 2013. Trong năm 2011-2012, vay nợ ngắn hạn trung bình của TTF là 1.759 tỷ đồng và vay nợ dài hạn trung bình của Công ty là 122.4 tỷ đồng, dẫn đến chi phí tài chính tăng mạnh với mức trung bình lên đến 266.5 tỷ đồng (tương đương trên 72% lợi nhuận gộp).
- Sau khi Công ty được tái cơ cấu, lãi vay được giảm mạnh làm chi phí tài chính chỉ còn khoảng 26% lợi nhuận gộp (BCTC Q3/2014). Đến quý 3/2014, công ty đã có lãi 32 tỷ đồng, lũy kế 2014 là 48,77 tỷ đồng.

❖ Triển vọng kinh doanh 2014:

- Mặc dù doanh thu 9 tháng 2014 đạt mức 767,61 tỷ đồng, giảm so với cùng kỳ (37.2%) nhưng sự sụt giảm này do 6 tháng đầu năm Công ty bị ảnh hưởng bởi khó khăn tài chính và kinh doanh năm trước, không dám nhận đơn hàng lớn. Sau khi được cơ cấu lại, doanh thu quý 3 của công ty đã có sự tăng trưởng mạnh, đạt 310,653 tỷ đồng tăng trưởng 180% so với cùng kỳ.
- Đặc biệt lợi nhuận Công ty được cải thiện khá quan, đạt 48,77 tỷ đồng, tăng 163% so với cùng kỳ. Riêng quý 3 lãi sau thuế 32 tỷ đồng gấp 27 lần cùng kỳ. Nguyên nhân chủ yếu là do Công ty giải quyết được vấn đề thanh khoản và giảm lãi vay sau khi được tái cơ cấu. Công ty đã nhận các đơn hàng lớn đảm bảo sản xuất cho các nhà máy. Khoản lãi vay trích trước được miễn cũng giúp kết quả kinh doanh khả quan.

- Biên lợi nhuận gộp của Công ty tiếp tục cải thiện (24.5%) cho thấy tiềm năng của hoạt động kinh doanh. Công ty sẽ tiếp tục hoạt động hiệu quả khi tình hình tài chính ổn định và hỗ trợ từ các chính sách vĩ mô.
- Các chi phí quản lý và chi phí bán hàng được quản lý khá tốt và giảm mạnh so với cùng kỳ. Rõ ràng Công ty đang tiến hành tái cơ cấu hoạt động và hiệu quả kinh doanh của Công ty cải thiện đáng kể sau khi thoát khỏi khủng hoảng.
- Hiện Công ty đang tiếp tục tiến hành đàm phán với các khoản nợ khác và đối tác muốn góp vốn vào công ty. Chúng tôi đánh giá khả năng đàm phán thành công là có do vị thế ngành của TFF rất tốt, triển vọng ngành gỗ xuất khẩu sáng sủa và năng lực sản xuất của TFF vẫn còn nguyên vẹn cũng như Công ty đã cho thấy hiệu quả từ quá trình tái cơ cấu các khoản nợ của DATC.
- Triển vọng lợi nhuận của Công ty trong quý 4 năm 2014 tiếp nối đà tăng trưởng quý 3 và có thể giúp lợi nhuận cả năm đạt 100 tỷ đồng.
- Nếu các khoản nợ được đàm phán và tái cơ cấu hết, TTF có thể giảm được đáng kể lãi vay và tăng lợi nhuận sau thuế.

3. Đánh giá tài chính

❖ **Doanh thu:**

- Doanh thu của TFF bắt đầu tăng trở lại sau khi công ty tiếp tục nhận các đơn hàng lớn.
- Về tổng thể TFF vẫn là một công ty lớn có năng lực sản xuất và thương hiệu hàng đầu trong ngành cộng thêm triển vọng tăng trưởng của ngành đồ gỗ xuất khẩu do đó nguồn công việc sẽ rất dồi dào. Sau khi tái cơ cấu thành công, Công ty sẽ tận dụng được xu hướng tăng trưởng của ngành và do đó sẽ gia tăng doanh thu.
- Doanh thu 3 quý đầu năm 2014 của TFF vẫn thấp hơn so với cùng kỳ và vị thế của Công ty trong ngành do Công ty không dám nhận các đơn hàng lớn vào năm 2013 dẫn đến doanh thu 6 tháng đầu năm 2014 giảm mạnh. Tuy nhiên doanh thu của Công ty đã tăng mạnh từ quý 3 sau thành công của quá trình tái cơ cấu.

❖ **Lợi nhuận:**

- Lợi nhuận của TFF bị các khoản lãi vay cao bào mòn trong 3 năm gần đây. Sau khi tiến hành tái cơ cấu, Công ty thoát được gánh nặng chi phí tài chính và bắt đầu có tăng trưởng lợi nhuận. Khả năng quản lý chi phí của Công ty đã cải thiện khá tốt, chi phí giá vốn cũng được tiết giảm, triển vọng lợi nhuận của Công ty là khá tốt.
- Giá vốn của Công ty vẫn ở mức tốt so với trung bình ngành do khả năng quản lý chi phí và quy mô sản xuất lớn do đó lợi nhuận gộp của TFF vẫn khá quan. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế của TFF sẽ tiếp tục tăng sau khi Công ty đã tái cơ cấu thành công qua đó giảm lãi vay, tăng vốn lưu động để nhận thêm đơn hàng.
- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của Công ty là có khi Ngành gỗ hiện nay đang có nhiều triển vọng phát triển khi các doanh nghiệp Việt Nam có khả năng tham gia vào chuỗi cung ứng và chuỗi giá trị toàn cầu, sản phẩm đồ gỗ Việt Nam đã tạo được bản sắc riêng, hoàn toàn có thể cạnh tranh với sản phẩm của Trung Quốc. Bên cạnh đó, nhu cầu sử dụng đồ gỗ trên thế giới vẫn còn khả năng tăng cao, nền kinh tế thế giới đang phục hồi, đặc biệt là Mỹ.

❖ **Hiệu quả quản lý:**

- ROA và ROE của TFF đã được cải thiện đáng kể sau khi Công ty có đủ vốn kinh doanh và phục hồi sản xuất.
- Mật bằng lãi suất tăng năm 2013 và 2014 cũng như các năm sau giảm mạnh và sẽ ổn định làm giảm áp lực lên Công ty.

- Công ty vẫn còn phải xử lý tiếp các khoản nợ hiện đang còn ở mức cao mặc dù đã giải quyết được nhu cầu tài chính cho sản xuất.
- Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng lợi nhuận gộp của TFF khá tốt (mặc dù trong giai đoạn khó khăn) do đó lợi nhuận ròng của TFF sẽ cải thiện rất nhanh sau tái cơ cấu.

❖ **Cơ cấu vốn:**

- Mức độ sử dụng vốn vay của Công ty khá cao trong đó nợ ngân hàng cả ngắn hạn và dài hạn là 2700 tỷ VNĐ. Điều này khiến hoạt động của Công ty rất căng thẳng đặc biệt là vấn đề thanh khoản ngắn hạn khi có sự biến động của lãi suất cho vay. Mức độ vay nợ tập trung chủ yếu ở vay nợ ngắn hạn càng khiến cho hoạt động kinh doanh thêm rủi ro.
- Vấn đề Công ty gặp phải là tín dụng bị siết chặt nên không có nguồn vốn kinh doanh đã được giải quyết. Công ty sẽ có thể điều chỉnh được tỷ lệ vốn vay nhờ tăng vốn từ các đối tác và lợi nhuận giữ lại.
- Nhìn chung sức khỏe tài chính của TFF là qua giai đoạn nguy hiểm nhưng vẫn chưa thực sự khỏe mạnh. Chúng tôi cho rằng, Công ty vẫn cần sự trợ giúp tích cực của các ngân hàng và sự tham gia rót vốn từ các đối tác nước ngoài.
- Sau khi tái cơ cấu, sức khỏe tài chính của Công ty sẽ trở nên lành mạnh với tỷ lệ đòn bẩy chỉ ở mức 1.81. Các chỉ tiêu khả năng thanh khoản và thanh toán sẽ trở nên lành mạnh hơn rất nhiều. Chi phí lãi vay ước tính sẽ giảm xuống mức 93.6 tỷ VNĐ và do đó biên lợi nhuận ròng của Công ty sẽ tăng mạnh. Chúng tôi tạm đưa ra giả định về bảng cân đối kế toán và kết quả sản xuất kinh doanh của TFF trong trường hợp tái cơ cấu thành công như sau:

Đơn vị: tỷ VNĐ	Trước tái cơ cấu	Sau tái cơ cấu
Tài sản ngắn hạn	2617.7	2717.7
Tiền	8.9	108.9
Đầu tư ngắn hạn	4.6	4.6
Các khoản phải thu	470.8	470.8
Hàng tồn kho	2100.2	2100.2
Tài sản ngắn hạn khác	33.2	33.2
Tài sản dài hạn	732.8	732.8
Tài sản cố định	540.5	540.5
Đầu tư tài chính dài hạn	162.7	162.7
Tài sản dài hạn khác	29.6	29.6
Tổng tài sản	3350.5	3450.5
Nợ phải trả	2459.3	1439.3
Nợ ngắn hạn	2256.4	1236.4
Nợ dài hạn	202.9	202.9
Vốn chủ sở hữu	786.7	1906.7
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	590.6	1710.6
Vốn và quỹ khác	196.1	196.1
Lợi ích cổ đông thiểu số	104.5	104.5
Tổng nguồn vốn	3350.5	3450.5
Tỷ lệ đòn bẩy	4.26	1.81
Nợ trên tổng tài sản	0.73	0.42
Nợ trên vốn chủ sở hữu	3.13	0.75
Khả năng thanh toán hiện hành	1.16	2.20
Khả năng thanh toán nhanh	0.23	0.50

(Nguồn: DVC tổng hợp và dự phóng)

Định giá:

Mặc dù TTF vẫn phải tiếp tục đàm phán với các đối tác chiến lược và tái cơ cấu cho các khoản nợ còn lại, tuy nhiên lợi nhuận cả năm 2014 khả quan khi TTF đã tái cơ cấu và giảm đáng kể chi phí lãi vay. Sau khi được tái cơ cấu các khoản nợ, vốn lưu động dồi dào hơn giúp Công ty nhận thêm nhiều đơn hàng, doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng mạnh.

Trong trường hợp đàm phán với DATC thành công ngay trong năm nay, kết quả doanh thu và lợi nhuận cả năm 2015 sẽ có tăng trưởng đột biến. Doanh thu trở về mức bình thường những năm trước là 2.600 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ở mức 25% như hiện nay cùng với chi phí tài chính giảm mạnh giúp lợi nhuận sau thuế có thể đạt 350 tỷ đồng. EPS dự phóng đạt mức 2.050 đ/CP (VĐL mới 1.710 tỷ đồng). Cùng với những thuận lợi của ngành sau khi hiệp định TPP và FTA với EU, Nhật Bản được ký kết, TTF sẽ quay trở lại đường ray tăng trưởng trước khủng hoảng.

So với mặt bằng chung, PE của TTF dự kiến ở mức 10 và mức giá của TTF sẽ đạt 20.500 đ/CP.

Kết luận:

TTF là một công ty có năng lực sản xuất cao, vị thế ngành tốt và uy tín thương hiệu. Khả năng quản lý chi phí của Công ty ngày càng cải thiện, đặc biệt sau giai đoạn công ty rơi vào khủng hoảng. Hiện nay, TTF vẫn còn phải tiếp tục giải quyết khó khăn do những sai lầm trong chiến lược và đầu tư từ những năm trước, nhưng quá trình tái cơ cấu các khoản nợ đã bước đầu thành công và đem đến hiệu quả rõ ràng cho Công ty cũng như các đối tác. Nhờ nguồn vốn mới, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã quay trở lại bình thường. Sau quá trình tái cơ cấu thành công, kết quả kinh doanh của TTF sẽ hứa hẹn có bước đột phá, mức giá hiện tại của Công ty là mức giá có thể phù hợp cho các nhà đầu tư xem xét để **MUA**.

Phòng phân tích DVCSpeculator

Đại diện: Nguyễn Tuấn Anh - Số ĐT 097 436 1111