

Quick Report

TTF

03/12/2013

DVCSpeculator

Target 6/2014: >11.300 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 TFF đã tự chủ được một phần nguyên liệu. Dòng nguyên liệu này đón đầu việc gia nhập TPP.**
- ❖ Trong 5 năm trở lại đây, hoạt động kinh doanh của TFF 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 và hoạt động đầu tư mở rộng trong giai đoạn lãi suất cao.
- ❖ Công ty đang phải làm việc với các ngân hàng để tái cơ cấu lại các khoản nợ vay. Đồng thời, Công ty cũng tiếp xúc với các đối tác nước ngoài để kêu gọi đầu tư vào Công ty, giúp Công ty có thêm nguồn lực mới để vượt qua giai đoạn khó khăn.
- ❖ Hiện tại đã có nhà đầu tư nước ngoài muốn đầu tư vào TTF để tham gia tái cấu trúc Công ty. Tuy nhiên, đối tác nước ngoài này mong muốn các NHTM đang là chủ nợ của TTF cũng tham gia vào quá trình tái cấu trúc Công ty bằng cách chuyển một phần nợ thành vốn góp qua đó giảm rủi ro thanh khoản cho Công ty. Theo thông tin của Giám đốc TTF, Công ty đã gửi yêu cầu đến các NHTM. Có khoảng 60% ngân hàng thương mại đồng ý phương thức đó còn khoảng 40% không. 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. 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.

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

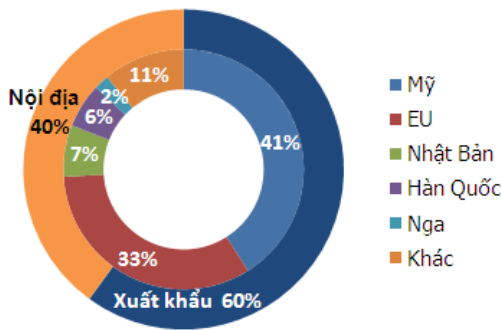
1. Thông tin cơ bản:

- 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 hưởng sự phát triển của mình vươn ra trên toàn khu vực ASEAN và mong muốn trở thành TOP 5 từ năm 2017 (tức sau 4 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**

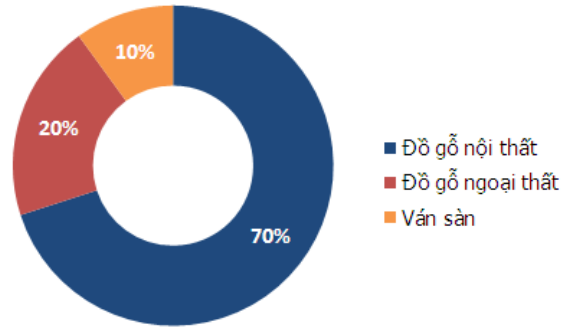
sản phẩm khác như gỗ xẻ S4S, các chi tiết nhỏ bằng gỗ. Trong đó các sản phẩm đồ gỗ nội thất chiếm 70% doanh thu, đồ gỗ ngoại thất chiếm 20% doanh thu và ván sàn chiếm 10% doanh thu. Cụ thể:

- **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 rơm... 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, Gõ đỏ, Cẩm xe, Teak, Cherry, Oak,

Cơ cấu và tỷ trọng xuất khẩu TTF



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm - TTF



- 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).

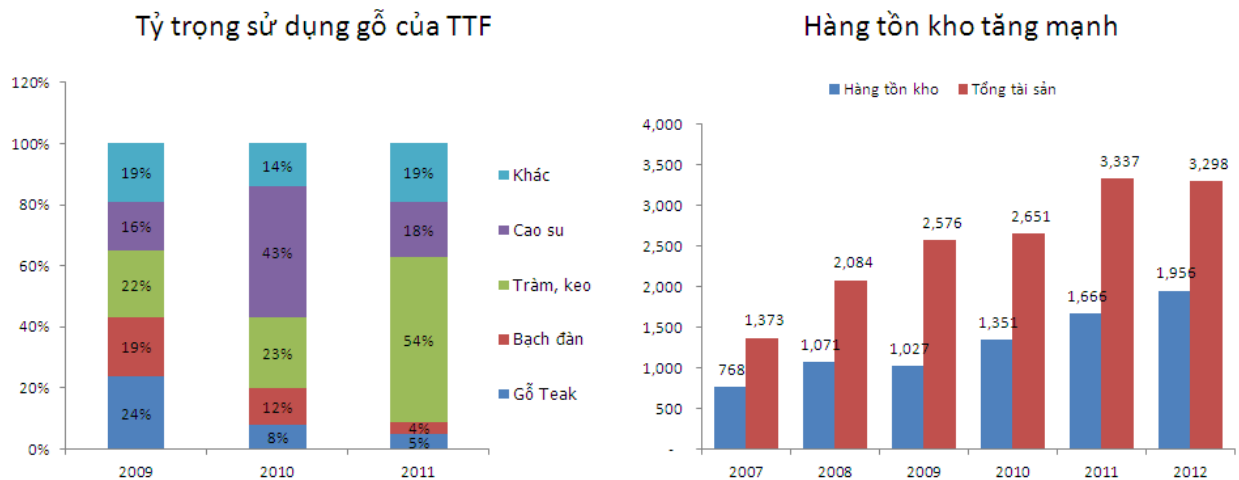
i. Những khó khăn và nguyên nhân:

▪ Hàng tồn kho tăng cao:

- Vào các năm trước (2006-2008), tỷ lệ gỗ dùng trong sản xuất của TTF là có một tỷ trọng khá lớn là gỗ Teak chiếm 33% - mức cao nhất trong tỷ lệ sử dụng gỗ tự nhiên của Công ty. Đây là loại gỗ cho chất lượng cao thích hợp để sản xuất đồ gỗ ngoại thất ngoài trời xuất khẩu sang châu Âu và chủ yếu phải nhập khẩu.

- Do dự báo, thị trường xuất khẩu Châu Âu vẫn rất tốt nên Công ty đã vay nợ lớn để tích trữ một lượng nguyên liệu gỗ Teak rất lớn. Khi thị trường bước vào khủng hoảng trong giai đoạn 2009 - 2011, tỷ lệ gỗ Teak sử dụng trên thực tế (căn cứ trên doanh thu xuất khẩu) liên tục giảm từ 24% xuống còn 5% do kinh tế khó khăn nên người tiêu dùng Châu Âu và Mỹ chuyển sang ưa chuộng đồ ngoại thất làm bằng gỗ nguyên liệu có giá trị thấp như: cao su, trầm...Như vậy, nguồn nguyên liệu gỗ Teak không thể tiêu thụ và tạo gánh nặng hàng tồn kho cho Công ty.

- Mặc dù TTF quyết bán lượng gỗ Teak tồn đọng ở mức 250 - 300 tỷ đồng và chấp nhận lỗ lên đến 20% để giải quyết nguồn vốn ngắn hạn cho sản xuất và giải tỏa bớt áp lực về chi phí lãi vay song cho đến nay, Công ty vẫn chưa thể thực hiện được do nhu cầu thị trường không có.



- Tổng giá trị hàng tồn kho tính tới BCTC Q3/2013 là 2.100 tỷ đồng(chiếm 63% Tổng tài sản) trong đó nguyên vật liệu chiếm 58%, chi phí SXKD dở dang chiếm 37%, thành phẩm 3%...Toàn bộ giá trị hàng tồn kho cuối kỳ đã được TTF thế chấp cho các khoản vay ngắn hạn tại ngân hàng. Trong 1.224 tỷ nguyên vật liệu thì gỗ Teck chiếm khoảng 500 tỷ đồng và đang gặp khó khăn về đầu ra.

Hàng tồn kho	Số cuối kỳ	Số đầu năm
Hàng mua đang đi đường	2,366,411,844	28,879,434,469
Nguyên liệu, vật liệu	1,224,361,577,034	1,178,882,069,035
Công cụ, dụng cụ	1,230,961,712	1,400,116,003
Chi phí sản xuất, kinh doanh dở dang	774,956,505,455	656,351,126,768
Thành phẩm	71,024,113,266	54,974,728,441
Hàng hoá	24,208,605,225	32,433,372,071
Hàng gửi bán	11,467,823,174	11,322,075,588
Cộng	2,109,615,997,710	1,964,242,922,375
Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	(9,338,325,848)	(8,648,553,336)
Giá trị thuần có thể thực hiện được	2,100,277,671,862	1,955,594,369,039

▪ **Hoạt động đầu tư kém hiệu quả (dùng vốn ngắn hạn tài trợ cho dự án dài hạn):**

- TTF mở rộng đầu tư không đúng thời điểm, trong đó không chỉ đầu tư vào tài sản cố định (năm 2006, đầu tư vào 3 nhà máy chế biến gỗ tại Đắk Lắk và Bình Dương; đầu tư trồng rừng). Tiếp đó, năm 2007, TTF bắt đầu đầu tư tài chính vào những công ty ngoài ngành. Để tài trợ cho hoạt động đầu tư mở rộng, Công ty đã dùng vốn vay. Áp lực lãi suất tăng cao trong các năm 2011 và 2012 đã bào mòn lợi nhuận và sức khỏe tài chính của Công ty.

- Khoản đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh: Công ty đã đầu tư 75,46 tỷ đồng vào Công ty TNHH Trồng Rừng Trường Thành OJI chiếm 51% vốn điều lệ trên cơ sở liên doanh với Công ty TNHH Giấy OJI của Nhật Bản.

Các khoản đầu tư tài chính dài hạn		Cuối năm	Đầu năm
Đầu tư vào công ty liên kết, liên doanh	(9.1)	75,469,507,183	76,688,544,860
Đầu tư dài hạn khác	(9.2)	100,936,504,766	109,121,036,000
Cộng		176,406,011,948	185,809,580,860
Dự phòng các khoản đầu tư tài chính dài hạn	(9.3)	(12,330,959,264)	(13,216,759,809)
Giá trị thuần các khoản đầu tư tài chính dài hạn		164,075,052,684	172,592,821,051

Nguồn: BCTN 2012 – TTF

▪ **Vay nợ lớn dẫn đến mất cân đối tài chính**

- Việc sử dụng nợ vay ngắn hạn với lượng dư nợ quá lớn để đầu tư vào tài sản cố định từ năm 2007 đã khiến TTF không thể xoay sở khi kinh tế trong 3 năm qua gặp nhiều khó khăn, lãi suất ngân hàng đột ngột tăng cao. Nợ phải trả ngắn hạn tăng nhanh qua các năm đã tạo áp lực lên dòng tiền của TTF.

- Việc dự báo sai nhu cầu thị trường dẫn đến việc vay nợ ngân hàng tồn kho lượng gỗ Teak lớn đã khiến TTF mắc kẹt với nợ ngắn hạn và hàng tồn kho luôn luôn trên ngưỡng nghìn tỷ. Công ty luôn ở trong tình trạng chạy đua với lãi vay, nợ gốc đến hạn trả trong khi không có vốn lưu động để SXKD khiến TTF không còn đường rút lui.

- Mức độ sử dụng vốn vay của Công ty khá cao với hệ số đòn bẩy là 4.26 trong đó nợ ngân hàng cả ngắn hạn và dài hạn là 1800 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 trong hai năm qua. Mức độ vay nợ tập trung chủ yếu ở vay nợ ngắn hạn càng khiến cho hoạt động kinh doanh thêm rủi ro.

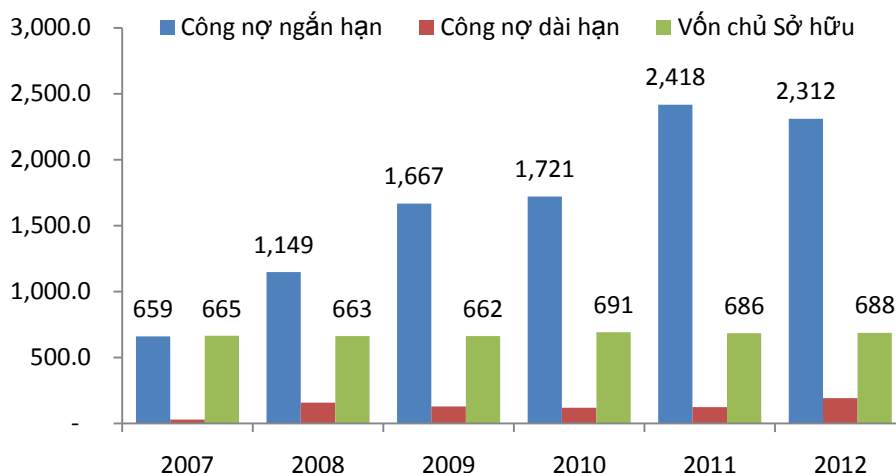
- Lượng tiền thu được từ hoạt động kinh doanh chính của Công ty không nhiều và không đủ để trả bớt vay nợ và điều này khiến cho Công ty rất dễ thua lỗ khi doanh thu giảm và lãi suất có diễn biến bất lợi. Mức độ vay nợ của Công ty so với trung bình ngành là ở mức cao và tình trạng này sẽ tiếp diễn cho đến hết năm sau khi TTF tái cơ cấu được các khoản công nợ.

- Nhìn vào các chỉ số thanh khoản của TTF theo từng năm có thể thấy sức khỏe tài chính đang suy giảm và ở mức đáng báo động khi nợ ngắn hạn đang tiệm cận tài sản ngắn hạn. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng hàng tồn kho của TTF chủ yếu là các nguyên liệu gỗ Teak khó bán do đó thanh khoản cho TTF là đáng lo ngại.

- Cơ cấu vốn của Công là yếu khi tỷ lệ đòn bẩy quá cao và đang cho thấy diễn biến đáng ngại khi vay nợ gia tăng theo từng quý.

- Nhìn chung sức khỏe tài chính của TTF là đang quan ngại. Chúng tôi cho rằng, Công ty không thể thoát khỏi tình trạng này nếu như không có sự trợ giúp của các ngân hàng và sự tham gia rót vốn từ các đối tác nước ngoài.

Nợ vay ngắn hạn tăng cao qua các năm



Vay và nợ ngắn hạn	Số cuối kỳ	Số đầu năm
Vay ngắn hạn từ các Ngân hàng	1,592,363,502,483	1,593,205,433,833
Vay từ các cá nhân	2,403,836,000	9,569,995,500
Vay từ các tổ chức	40,545,205,020	4,300,000,000
Nợ dài hạn đến hạn trả	54,826,088,172	75,023,088,172
Cộng	1,690,138,631,675	1,682,098,517,505

Nguồn: BCTC.HN Q3/2013

- Tính tới thời điểm Q4/2013, TTF đã vay nợ 13 ngân hàng với tổng nợ vay lên đến 1,862 tỷ đồng chiếm 76% Nợ phải trả. Trong đó, khoản vay ngắn hạn tại các ngân hàng là 1.592 tỷ đồng vẫn ở mức lãi suất cao, trong đó vay bằng VND là 967.2 tỷ đồng với lãi suất dao động từ 9%-16,8%/năm, vay bằng USD tương đương 601,2 tỷ đồng với lãi suất dao động từ 4,75%-9,5%/năm.

- Vừa qua, Ngân hàng Nhà nước - Chi nhánh Bình Dương tổ chức cuộc họp để làm cầu nối giữa các ngân hàng với TTF để tháo gỡ khó khăn cho TTF. Trong buổi làm việc này, đại diện 9 ngân hàng trong 13 ngân hàng mà TTF vay vốn đã có mặt, trong đó Ngân hàng Ngoại thương - Chi nhánh Bình Dương có dư nợ cho vay đối với TTF là trên 232 tỉ đồng, Ngân hàng Quân đội trên 177 tỉ đồng, Ngân hàng Phát triển Nhà TPHCM là trên 174 tỉ đồng, Ngân hàng Đông Á-Chi nhánh Bình Dương là trên 162 tỉ đồng, Ngân hàng Kiên Long-Chi nhánh Bình Dương trên 99 tỉ đồng, Ngân hàng Sài Gòn Hà Nội-Chi nhánh Phú Nhuận trên 79 tỉ đồng...

- Để giúp TTF vượt qua khó khăn trước nguy cơ phá sản, TTF đã kiến nghị 5 điều kiện trợ giúp. Sau quá trình thương lượng, đại diện 9 ngân hàng mà TTF có vay vốn đã chấp thuận cho TTF tái tục hạn mức tín dụng với mức vay hiện hữu trong vòng 12 tháng kể từ ngày 1.9.2013. Đến ngày 1.9.2014, các ngân hàng sẽ xem xét lại nếu TTF hoạt động có triển vọng sẽ tiếp tục tái tục hạn mức tín dụng. Các ngân hàng cũng chấp thuận cho TTF đóng lãi vay 3 tháng/lần thay vì đóng hàng tháng như trước đây.

ii. Khả năng hoạt động của công ty trong thời điểm hiện tại:

- Doanh thu và lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2013 của TTF tương đối kém khả quan mặc dù thị trường xuất khẩu đồ gỗ đã phục hồi trong tháng 8 do áp lực nợ vay tiếp tục đè nặng lên Công ty mặc dù mặt bằng lãi suất cho vay đã hạ khá nhiều. Doanh thu 9 tháng 2013 đạt mức 1223 tỷ đồng, giảm rất mạnh so với cùng kỳ (29.9%) và ở mức đáng thất vọng so với vị thế hàng đầu của Công ty trong ngành. LNST đạt mức 2,9 tỷ VNĐ.

- Công ty lâm vào tình trạng thiếu thanh khoản khi một số ngân hàng cắt giảm hạn mức tín dụng cho TFF dẫn tới Công ty không giám nhận nhiều đơn hàng (khi thiếu vốn lưu động) mặc dù khả năng sản xuất có thừa với lợi thế bán hàng tiềm năng xuất khẩu lớn sẵn có. Về tổng thể, biên lợi nhuận gộp của Công ty vẫn khá tốt (18%) cho thấy tiềm năng của hoạt động kinh doanh. Nếu có thể tái cơ cấu nợ, chuyển một phần nợ thành vốn góp thì chi phí lãi vay sẽ giảm nhanh và Công ty sẽ nhanh chóng hoạt động hiệu quả trở lại.

- 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 sẽ cải thiện đáng kể nếu Công ty cải thiện được thanh khoản, giảm chi phí lãi vay và nhận thêm nhiều đơn hàng để cải thiện doanh thu của mình.

- Hiện Công ty đang tiến hành đàm phán với các NHTM và các đối tác Nước ngoài 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. Chúng tôi cho rằng các NHTM sẽ chấp nhận phương án chuyển một phần nợ vay thành vốn góp do khả năng phục hồi của Công ty là cao, thay vì để Công ty phá sản và sẽ mất toàn bộ số tiền rất lớn đã cho Công ty vay là hơn 1.800 tỷ.

- Về dòng tiền, Hiện tại TFF đang sở hữu 8.500 ha rừng đã trồng và bắt đầu khai thác khoảng 1.000 ha từ tháng 12/2013 với dự kiến mỗi năm từ 2014-2019 khả năng sẽ thu về 100 tỷ đồng. Triển vọng lợi nhuận của Công ty trong năm 2013 nhiều khả năng không thể khởi sắc và có thể Công ty sẽ lỗ nhẹ hoặc gần như không có lãi do quá trình tái cơ cấu vẫn đang trong giai đoạn tiến hành. Chúng tôi đánh giá tình trạng của Công ty chỉ thực sự chuyển biến từ năm 2014 trở đi.

3. Sẽ "thoát" gánh nặng nợ sau tái cấu trúc

- Có thể khẳng định tái cấu trúc là con đường tất yếu mà TFF phải trải qua nếu muốn phục hồi và tăng trưởng trong tương lai. Qua các phân tích ở trên, chúng tôi thấy rằng các giải pháp mà TFF đã thực hiện như cắt giảm chi phí, hợp lý hóa sản xuất, xin giãn hoãn các khoản vay chỉ có tác dụng nhất thời. Tình hình thanh khoản của Công ty vẫn đáng lo ngại khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khá yếu và không đủ trả lãi vay và trả bớt nợ gốc dẫn tới áp lực vay nợ tiếp tục tăng.

- Theo quan điểm của chúng tôi, TFF cần phải làm hai việc chính trong hoạt động tái cấu trúc Công ty. Thứ nhất, tái cấu trúc hoạt động sản xuất của Công ty, định hướng lại danh mục sản phẩm chủ lực, thị trường và khách hàng mục tiêu. Thứ hai, Công ty cần tái cấu trúc tài chính để giải quyết dứt điểm vấn đề thanh khoản, tăng thêm nguồn vốn lưu động qua đó phát huy tối đa tiềm lực sản xuất của Công ty để phục hồi và phát triển trong tương lai.

Về định hướng lại hoạt động sản xuất kinh doanh: Chúng tôi cho rằng kế hoạch của Công ty là khả thi. Công ty chuyển sang các sản phẩm đồ gỗ chủ lực chế tạo từ gỗ trầm (loại gỗ mà Công ty trồng chủ lực và sẽ khai thác từ năm 2014 trở đi). Như vậy, Công ty dự định tự chủ 100% gỗ nguyên liệu trầm và điều này sẽ làm giảm giá vốn của Công ty qua đó tăng biên lợi nhuận, tăng hiệu quả kinh doanh lên rất đáng kể trong các năm sau.

- Các sản phẩm gỗ Teak sẽ bị giảm và do đó TFF sẽ bán thanh lý lượng gỗ Teak trị giá khoảng 300 tỷ VNĐ trong kho. Chúng tôi lưu ý các nhà đầu tư rằng giá gỗ Teak đã giảm nhiều so với thời gian trước và ước tính TFF sẽ thiệt hại 20%. Tuy nhiên, nếu lượng gỗ này được bán thanh lý, Công ty sẽ thu hồi được một lượng tiền mặt lớn, qua đó giảm nợ vay và cải thiện tình hình thanh khoản của mình. Đó là giải pháp duy nhất hợp lý cho vấn đề này và chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ sớm được thực hiện.

Về tái cấu trúc tài chính: Vấn đề của TFF là hiện tại là tỷ lệ vay nợ quá cao với đòn bẩy 4,2 lần và vay ngân hàng hơn 1800 tỷ. Công ty tiếp tục bị xói mòn nguồn lực với áp lực nợ tăng cao và không thể phục hồi khi chi phí lãi vay (145 tỷ 9 tháng 2013) chiếm một phần lớn cơ cấu chi phí trung gian.

- Công ty không có một tài sản ngầm nào có giá trị lớn và có thể bán ngay để thu tiền mặt như các cổ phiếu có thanh khoản cao, các lô đất có vị trí đẹp để có thể bán đi và trả bớt nợ vay. Do đó, Công ty chỉ có thể có giải pháp duy nhất là kêu gọi các nhà đầu tư mới góp vốn vào Công ty và làm việc với các NHTM chủ nợ để giãn một phần nợ, và chuyển một phần nợ thành vốn góp. Giải pháp huy động vốn trên TTCK không khả thi khi thị giá TFF đang rất thấp.

- Chúng tôi đưa ra giả định về khả năng tái cơ cấu Công ty trong năm 2014 dựa trên một số thông tin về kế hoạch tái cơ cấu của Công ty và ước đoán của chúng tôi.

- Nếu các công bố của Công ty đều thực hiện được, các NHTM chấp nhận chuyển 40% vay nợ thành vốn góp và đối tác nước ngoài góp thêm 400 tỷ VNĐ mua cổ phiếu phát hành thêm của Công ty. Số tiền 400 tỷ huy động được được giả định là trả nợ 300 tỷ còn lại 100 tỷ góp quỹ tiền mặt để bổ sung vốn lưu động.

- Như vậy, vay nợ ngân hàng cả ngắn hạn và dài hạn sẽ giảm xuống mức 780 tỷ VNĐ (giảm 720 tỷ từ việc chuyển nợ vay thành vốn góp và giảm 300 tỷ từ lượng tiền mặt huy động mới). Tổng nghĩa vụ nợ mới là 1439 tỷ VNĐ và vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên là 1.906 (tăng 1120 tỷ từ hai nguồn huy động mới và chuyển nợ thành vốn góp).

- 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 lên rất an toàn. 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 TTF 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

- Với sức khỏe tài chính mới hiệu quả kinh doanh của Công ty sẽ có bước tăng trưởng đáng kể trong năm 2014 nhờ giải tỏa được các vấn đề về sức ép nợ vay và thiếu hụt vốn lưu động. Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của TTF trong năm 2014 như sau:

Đơn vị: tỷ VNĐ	2014 F
Doanh thu thuần	2500
Giá vốn bán hàng	2050
Lợi nhuận gộp	450
Doanh thu tài chính	3
Chi phí tài chính	100
Chi phí bán hàng	20

Chi phí quản lý doanh nghiệp	75
Lợi nhuận khác	2
Lợi nhuận trước thuế	260
Lợi nhuận sau thuế	203
Lợi ích cổ đông thiểu số	12
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	191
EPS (VNĐ)	1.114

Kết quả kinh doanh dự phóng dựa trên giả định doanh thu sẽ tăng mạnh trở lại khi Công ty có thể nhận thêm các đơn hàng mới khi giải quyết được nhu cầu vốn lưu động và chi phí lãi vay giảm mạnh khi vay nợ giảm.

4. Định giá

P/E	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	0
TTF	13.49	25.07	13.77	20.21	17.63	17	6.7%
Personal & Household Goods	5.84	8.73	8.23	4.44	6.10	6.88	
%Δ diff of indus	131%	187%	67%	355%	189%	153%	
P/B	2008	2009	2010	2011	2012	ave 5y	9
TTF	0.40	0.82	0.79	0.28	0.30	0.53	6.7%
Personal & Household Goods	0.76	1.47	1.18	0.59	0.63	0.90	
%D diff of indus	-47%	-44%	-33%	-53%	-52%	-42%	
Dividend in 2012				No of company	Paid	Plan	0
TTF					0	0	6.7%
Personal & Household Goods				19	1,710	1,626	
%Δ diff of indus							
Valuation						2013	4
TTF						11,114	10%
Price						6,400	
%Δ diff of indus						-0%	

- Với các giả định và dự báo trên, EPS dự phóng của Công ty sẽ đạt mức 1114 VNĐ và tỷ lệ tăng trưởng ước đạt 7%. Tỷ lệ tăng trưởng ước tính dựa trên tăng trưởng chung của ngành.

- Với vị thế đầu ngành và tỷ lệ tăng trưởng tốt cộng thêm sức khỏe tài chính đảm bảo sau tái cơ cấu. PE dự kiến cho TTF phải ở mức 10. Chúng tôi cho rằng giá của TTF nếu trong trường hợp tái cơ cấu thành công sẽ ở mức hợp lý là 11,114 VNĐ/cp.

Kết luận:

TTF là một công ty có năng lực sản xuất cao, vị thế ngành tốt và uy tín thương hiệu. Tạm thời TTF đang gặp khó khăn do đã đầu tư, tích trữ hàng tồn kho đúng thời điểm lãi suất tăng cao. Chúng tôi đánh giá cao khả năng đàm phán và tái cơ cấu của TTF với đối tác và các NHTM có khả năng thành công. Tuy nhiên cũng không phải là chắc chắn do có nhiều ngân hàng cùng tham gia. Do đó, TTF thích hợp cho các nhà đầu tư ưu thích mạo hiểm cân nhắc để đầu tư.

Phòng phân tích DVCSpeculator

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