

# CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN GỖ TRƯỜNG THÀNH

KHÓ KHĂN VỀ THANH KHOẢN TRONG NGẮN HẠN

Báo cáo lần đầu

17/10/2012

## NHỮNG NÉT CHÍNH

**Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TTF ở mức giá hiện tại. Mặc dù TTF là một doanh nghiệp sản xuất gỗ lớn của Việt Nam, có công nghệ sản xuất hiện đại, chủ động được nguồn nguyên liệu và đạt được doanh thu liên tục tăng cao trong những năm gần đây. Tuy nhiên, rủi ro của lớn nhất của TTF hiện nay là rủi ro về mặt thanh khoản. Công ty hiện đang có các khoản vay ngắn hạn ở mức cao cao trong khi lượng tiền mặt còn rất ít nên nếu các ngân hàng thu hồi các khoản nợ đến hạn thì TTF sẽ gặp khó khăn về thanh khoản.

**Nằm trong top 3 các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ của Việt Nam.** TTF hiện là doanh nghiệp xuất khẩu gỗ hàng đầu của Việt Nam và hiện đứng trong top 3 các doanh nghiệp xuất khẩu gỗ. Các sản phẩm chính của Công ty là đồ gỗ nội thất, đồ gỗ ngoại thất và ván sàn được tiêu thụ khoảng 40% ở trong nước và 60% xuất khẩu ra nước ngoài (chủ yếu là Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc, Nam Phi). TTF hiện chiếm khoảng 6% thị phần đồ gỗ trong nước và chiếm khoảng 2,3% giá trị xuất khẩu gỗ của Việt Nam.

**Lợi thế về chủ động được nguồn nguyên liệu.** So với các doanh nghiệp gỗ trong nước thì mức độ chủ động về nguyên liệu của TTF là tương đối cao. TTF có nguồn nguyên liệu ổn định với số lượng lớn, giá rẻ và có chứng chỉ chứng nhận nguồn gốc rõ ràng (FSC). Hiện nay, 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.

**Rủi ro thanh khoản.** TTF có các khoản vay ngắn hạn cao trong khi lượng tiền mặt ít và lợi nhuận thấp. Trong trường hợp nếu các ngân hàng thu hồi các khoản nợ đến hạn trong khi không cho vay thêm (hoặc không cho đảo nợ) thì TTF sẽ gặp khó khăn về thanh khoản và khó khăn về nguồn vốn kinh doanh. Hoặc trong trường hợp nếu TTF không thu được tiền bán hàng nhanh hoặc Công ty gặp khó khăn trong việc tiêu thụ thì cũng sẽ dẫn đến khả năng không thể trả nợ được số tiền nợ gốc vay ngắn hạn.

### Một số chỉ tiêu dự báo

Chỉ số tài chính	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu (tỷ VND)	1.902	2.168	2.999	3.000	3.300
EBITDA (tỷ VND)	129	283	344	348	375
EBIT (tỷ VND)	117	252	309	311	338
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	23	39	9	27	33
EPS (VND)	1.220	1.249	297	459	556
P/E (x)	3,93	3,84	16,16	10,46	8,64
P/B (x)	0,15	0,22	0,22	0,32	0,31
ROA (%)	0,6%	1,1%	0,2%	0,6%	0,5%
ROE (%)	2,6%	4,3%	1,0%	2,6%	2,8%

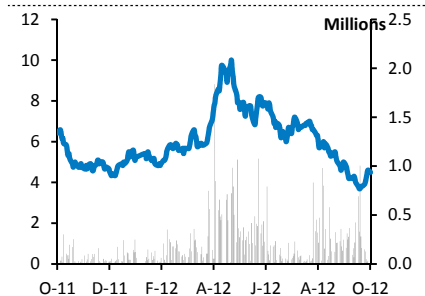
## KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giá kỳ vọng *	<b>9.700</b>
Giá thị trường (17/10/2012)	4.800
Khoảng giá 52 tuần	3.700-10.000
Khuyến nghị	<b>NẮM GIỮ</b>
Triển vọng 1 quý	Đi ngang
Triển vọng 1 năm	Tăng nhẹ
Triển vọng dài hạn	Tăng nhẹ



\* Xác định dựa trên quan điểm đầu tư dài hạn

## BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TTF	-2%	0%	-28%	-35%
VN Index	13%	-1%	-5%	-16%

## THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Mã cổ phiếu	<b>TTF</b>
Reuters	TTF.HM
Bloomberg	TTF VN
Sàn giao dịch	HSX
Ngành	Hàng tiêu dùng
Lĩnh vực	Chế biến gỗ
Vốn hóa	283
SL cổ phiếu lưu hành	59.060.177
KLGD bình quân 10 ngày	411.438

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Phi Hùng**

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyennphihung@baoviet.com.vn

## THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	0%
Sở hữu nước ngoài	3%
Sở hữu khác	97%

## THÔNG TIN CỔ TỨC

Cổ tức năm gần nhất	0%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0%

## CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

### Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu	1.902	2.168	2.999	3.000	3.300
Giá vốn	1.735	1.811	2.637	2.569	2.826
Lợi nhuận gộp	167	357	362	431	474
Doanh thu tài chính	16	17	83	8	5
Chi phí tài chính	88	208	292	275	294
Lợi nhuận sau thuế	23	39	9	27	33

### Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2009	2010	2011	2012F	2013F
Tiền & khoản tương đương tiền	13	17	24	23	25
Đầu tư tài chính ngắn hạn	15	14	20	21	23
Các khoản phải thu ngắn hạn	631	505	823	832	916
Hàng tồn kho	1.207	1.351	1.666	1.673	1.841
Tài sản cố định	504	540	584	714	574
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	173	173	173	173	173
Tài sản dài hạn khác	9	10	23	59	216
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.565</b>	<b>3.846</b>	<b>4.460</b>	<b>5.392</b>	<b>6.559</b>
Nợ ngắn hạn	2.476	2.724	3.269	4.086	5.108
Nợ dài hạn	87	87	87	87	88
Vốn chủ sở hữu	892	925	994	1.109	1.254
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.565</b>	<b>3.846</b>	<b>4.460</b>	<b>5.392</b>	<b>6.559</b>

### Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	175%	14%	38%	0%	10%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	16%	69%	-76%	192%	21%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	9%	16%	12%	14%	14%
Lợi nhuận thuần biên (%)	1,2%	1,8%	0,3%	0,9%	1,0%
ROA (%)	0,6%	1,1%	0,2%	0,6%	0,5%
ROE (%)	2,6%	4,3%	1,0%	2,6%	2,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	72%	73%	75%	77%	79%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	287%	304%	338%	376%	414%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	1.220	1.249	297	459	556
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	32.340	21.679	21.938	15.109	15.665

## TỔNG QUAN NGÀNH ĐỒ GỖ VIỆT NAM

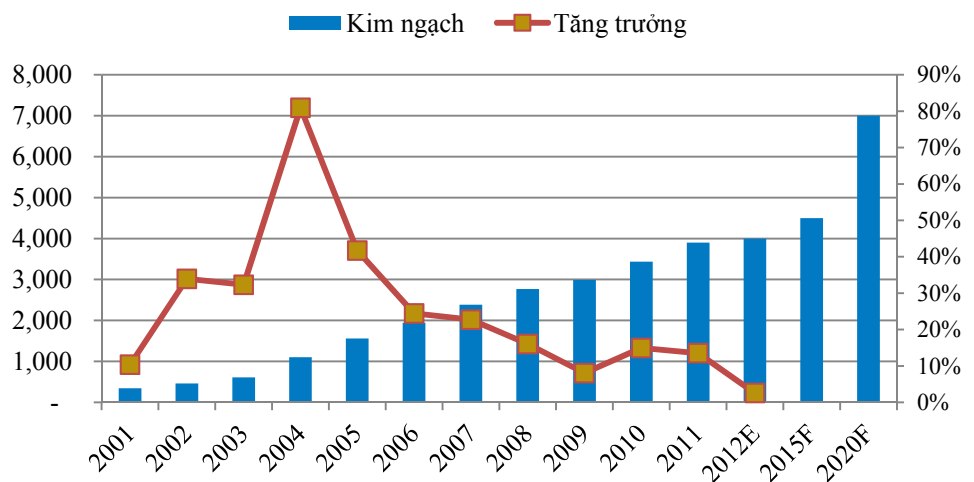
### Tiềm năng của ngành đồ gỗ

Việt Nam hiện là quốc gia đứng thứ 12 trên thế giới về sản xuất gỗ và thứ 6 về xuất khẩu gỗ trên thế giới. Tại khu vực Đông Nam Á, Việt Nam là nhà xuất khẩu gỗ lớn nhất. Tốc độ tăng trưởng của ngành xuất khẩu đồ gỗ của Việt Nam đạt mức trung bình 16% /năm trong giai đoạn 2005-2011. Các sản phẩm đồ gỗ xuất khẩu của Việt Nam đã được xuất khẩu ra trên 150 quốc gia và được thế giới ưa chuộng chủ yếu là các đồ nội ngoại thất gỗ bằng chất liệu gỗ rừng tự nhiên và các loại đồ gỗ mỹ nghệ, trạm trổ tinh xảo.

Hiện nay, tổng tiêu thụ đồ nội thất trên thế giới là khoảng 350 tỷ USD/năm, trong đó đồ gỗ chiếm khoảng 40%, tương ứng 140 tỷ USD/năm. Vậy, kim ngạch XK đồ gỗ của VN trong năm qua cũng mới chỉ chiếm khoảng 2,85% tổng nhu cầu tiêu thụ đồ gỗ của cả thế giới. Do đó, tiềm năng thị trường xuất khẩu sản phẩm gỗ cho Việt Nam vẫn còn rất lớn. Theo tính toán của Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ dự kiến trong các năm 2012, 2015 sẽ lần lượt đạt ở con số 4 tỷ USD; 4,5 tỷ USD và 7 tỷ USD vào 2020.

Tại thị trường nội địa, mức độ tiêu dùng đồ gỗ tại Việt Nam bình quân là 11 USD/người/năm (khoảng 1 tỷ USD/năm) và tăng trưởng khoảng 15%/năm. Đây là mức quá thấp so với hơn 100 đô la Mỹ/người/năm ở Châu Âu và Mỹ. Tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ gỗ tại thị trường nội địa do vậy còn rất nhiều do mức tiêu dùng gỗ vẫn ở mức thấp, dân số đông và thu nhập đầu người đang tăng lên nhanh chóng trong giai đoạn hiện nay.

**Kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam (triệu USD)**



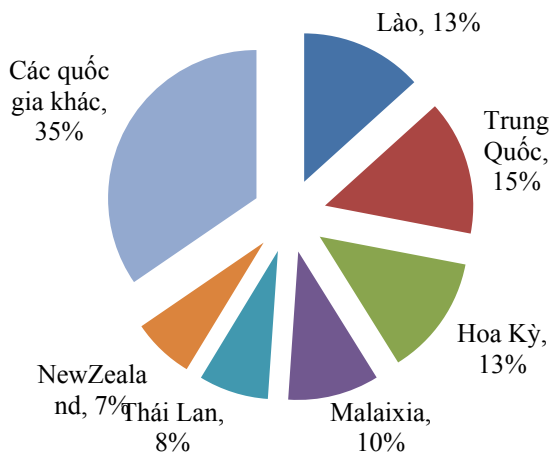
Nguồn: GSO

### Phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu

Hằng năm, Việt Nam phải nhập 80% gỗ nguyên liệu phục vụ ngành chế biến gỗ xuất khẩu, tương đương với khoảng hơn 4 - 5 triệu m<sup>3</sup> gỗ nguyên liệu, trong đó Lào, Trung Quốc, Mỹ và Malaysia hiện cung cấp tới hơn 50% lượng gỗ nhập khẩu vào Việt Nam.

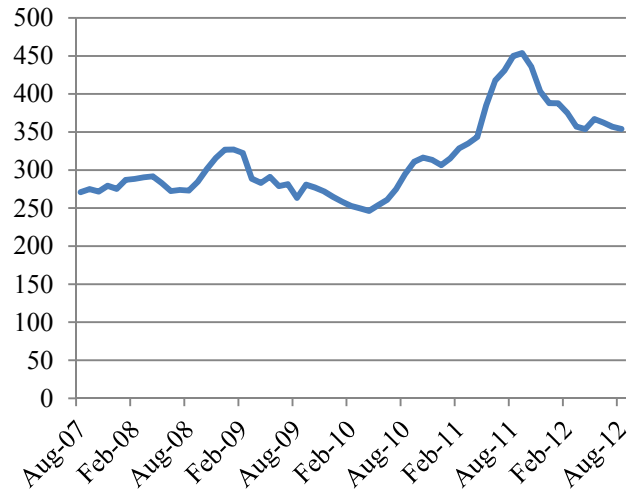
Giá gỗ nguyên liệu sau một thời gian tăng mạnh vào năm 2011 và đạt đỉnh 450 USD/m<sup>3</sup> (đối với gỗ tròn) thì hiện đã giảm trở lại khoảng xuống còn 350 USD/m<sup>2</sup> (giảm khoảng 22%), tuy nhiên vẫn ở mức cao hơn so với mặt bằng giá của những năm 2008-2009. Tuy nhiên, do nguồn cung gỗ rừng trồng ngày càng cạn kiệt, cộng thêm với việc các quốc gia ngày càng hạn chế việc khai thác gỗ rừng nhằm bảo vệ môi trường nên giá gỗ nhìn chung sẽ có xu hướng tăng lên. Các quốc gia phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu sẽ kém lợi thế hơn về giá thành so với các quốc gia có khả năng chủ động được nguồn cung gỗ do gỗ hiện chiếm khoảng 60% giá thành sản phẩm đồ dùng bằng gỗ.

**Cơ cấu nguồn nhập khẩu gỗ của Việt Nam (2011)**



Nguồn: Tổng cục hải quan

**Giá gỗ tròn thế giới (USD/m<sup>3</sup>)**

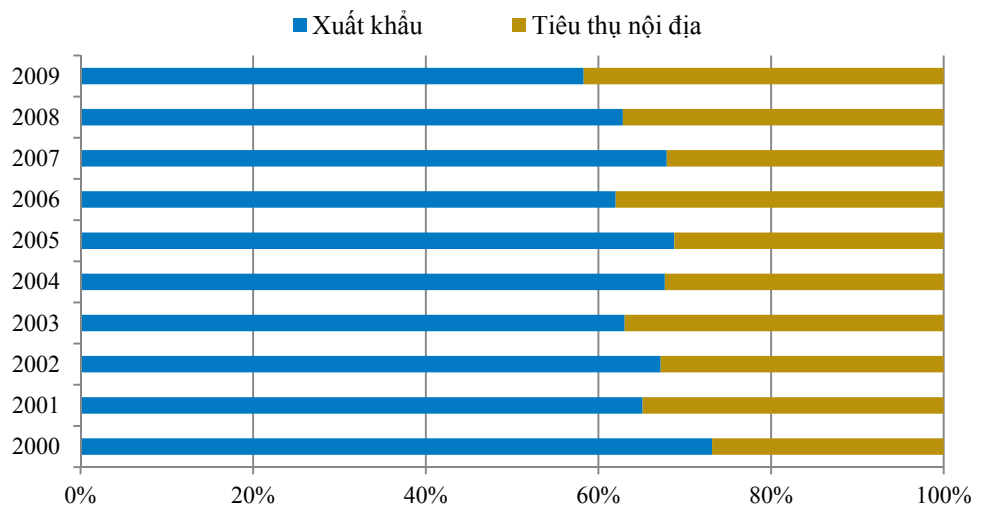


Nguồn: World bank

### Thị trường tiêu thụ

Thị trường tiêu thụ của ngành gỗ Việt Nam bao gồm thị trường xuất khẩu và thị trường nội địa, trong đó thị trường xuất khẩu chiếm khoảng 60%. Trong những năm gần đây, tỷ trọng tiêu thụ nội địa đã tăng lên do các doanh nghiệp gỗ Việt Nam đã chú ý nhiều đến thị trường nội địa và tạo dựng thương hiệu cũng như hệ thống phân phối trên thị trường nội địa.

**Cơ cấu thị trường đồ gỗ Việt Nam**



Nguồn: <http://www.worldfurnitureonline.com>

### Thị trường nội địa

Tại thị trường nội địa, ngành gỗ Việt Nam vẫn chưa khai thác được tương xứng với tiềm năng vốn có của thị trường trong nước. Nhóm sản phẩm gỗ nội thất đang bị lấn át bởi hàng ngoại nhập, các nhóm sản phẩm còn lại như sản phẩm gỗ xây dựng, sản phẩm gỗ mỹ nghệ, sản phẩm gỗ cho giáo dục,... các doanh nghiệp Việt Nam đang cố gắng từng bước chiếm lĩnh thị trường.

Thị trường trong nước trong thời gian vừa qua đang gặp một số khó khăn do ngành bất động sản đang trong giai đoạn đóng băng. Ảnh hưởng của suy thoái cũng khiến cho mức tiêu dùng đồ gỗ giảm, người tiêu dùng đi theo xu hướng dùng đồ nội thất giá rẻ hơn so với đồ gỗ như là hàng kim loại, nhựa, song mây,...

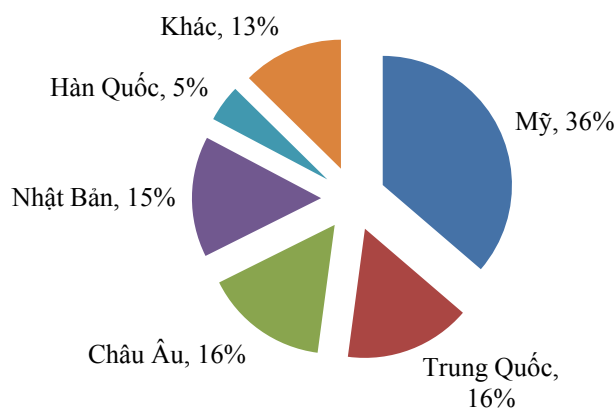
### **Thị trường xuất khẩu**

Đối với thị trường xuất khẩu, ngành gỗ Việt Nam hiện chiếm khoảng 2,85% thị phần đồ dùng bằng gỗ trên thế giới. Mỹ, Trung Quốc và Nhật Bản và châu Âu hiện là các thị trường xuất khẩu gỗ chính của Việt Nam và hiện chiếm tới 82% trong tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam. Các sản phẩm gỗ xuất khẩu của Việt Nam được ưa chuộng chủ yếu là các đồ gỗ nội ngoại thất được sản xuất bằng gỗ rừng tự nhiên và các đồ gỗ mỹ nghệ có trạm trổ tinh xảo.

Các doanh nghiệp chế biến và xuất khẩu gỗ Việt Nam sẽ vướng các rào cản thương mại từ Mỹ và khối EU. Cụ thể là đạo luật Lacey và FLEGT (sẽ có hiệu lực từ tháng 3/2013) về cấm buôn bán gỗ bất hợp pháp. Luật Lacey (có hiệu lực từ ngày 1/4/2010) áp dụng cho tất cả nhà cung cấp và nhà sản xuất gỗ phải tuân thủ về khai báo nguồn gốc gỗ cung cấp hợp pháp, nếu không sẽ bị kiện tại Mỹ. Luật FLEGT do EU soạn thảo dựa trên đạo luật Lacey và sẽ chính thức áp dụng vào tháng 3/2013.

Khi luật Lacey áp dụng với doanh nghiệp Việt Nam đồng nghĩa với việc nhập khẩu và xuất khẩu gỗ của doanh nghiệp phải đạt 100% gỗ có nguồn gốc hợp pháp. Để làm được điều đó, doanh nghiệp phải đạt chứng chỉ FSC - chứng nhận gỗ có nguồn gốc hợp pháp và chứng chỉ COC - chứng nhận chuỗi hành trình sản phẩm. Để được cấp 2 chứng chỉ này, các doanh nghiệp phải có vốn mạnh và phải chứng minh được nguồn gốc gỗ thu mua từ nước ngoài.

**Cơ cấu thị trường xuất khẩu đồ gỗ năm 2011  
(tính theo giá trị xuất khẩu)**



*Nguồn: BVSC, Tổng cục hải quan*

Trong số các thị trường tiêu thụ chính thì thị trường EU đang bị sụt giảm do ảnh hưởng của khủng hoảng nợ công châu Âu. Tuy nhiên, thị trường Mỹ và thị trường các nước châu Á lại có sự tăng trưởng đáng kể. Trong 8 tháng đầu năm 2012, thị trường Mỹ tăng trưởng 31%, thị trường Trung Quốc tăng 14%, thị trường Nhật tăng 17%. So với cùng kỳ năm trước, trong 8 tháng đầu năm 2012, kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam đã tăng 21%.

### **Xu hướng thay đổi các sản phẩm gỗ đang có sự thay đổi và định hướng thị trường tiêu thụ trong tương lai**

Ngay từ năm 2010, xu hướng tiêu dùng sản phẩm gỗ của thế giới đã có sự thay đổi. Dưới tác động của Luật Lacey (có hiệu lực từ ngày 1-4-2010), các sản phẩm gỗ rừng tự nhiên sẽ bị hạn chế và các sản phẩm gỗ kết hợp các vật liệu khác được sử dụng tăng dần, gỗ rừng trồng sẽ được người tiêu dùng ưu tiên lựa chọn. Điều này cũng có nghĩa là chất lượng các sản phẩm đồ gỗ sẽ có chất lượng thấp hơn với giá rẻ hơn do sử dụng gỗ rừng trồng và các vật liệu khác thay vì sử dụng gỗ rừng tự nhiên. Do vậy, những thị trường mà Việt Nam sẽ chú trọng trong những năm tới sẽ bao gồm các thị trường có mức thu nhập trung bình và dân số đông như: Trung Quốc, Ấn Độ, Nam Mỹ, Nga, Trung Á,... và thị trường nội địa.

## Cạnh tranh trong ngành gỗ

**Cạnh tranh trên thị trường nội địa.** Số lượng doanh nghiệp chế biến gỗ đã tăng lên nhanh chóng trong những năm gần đây. Hiện cả nước có gần 4.000 doanh nghiệp, tập trung chủ yếu ở miền Nam (chiếm hơn 80% tổng số doanh nghiệp cả nước), đặc biệt tập trung nhiều ở 2 tỉnh Đồng Nai và Bình Dương. Tuy nhiên, phần lớn các doanh nghiệp gỗ của Việt Nam có quy mô nhỏ và năng lực tài chính yếu. Nếu tính trên mức độ sử dụng lao động thì có đến 46% tổng số doanh nghiệp chế biến gỗ có quy mô siêu nhỏ; 49% là quy mô nhỏ; 1,7% là quy mô vừa; 2,5% là quy mô lớn. Còn nếu xét về vốn đầu tư, có đến 93% số doanh nghiệp chế biến gỗ ở quy mô nhỏ và siêu nhỏ (theo Bộ NN và PTNT).

Có khoảng 16% các doanh nghiệp sản xuất gỗ tại Việt Nam là các doanh nghiệp FDI. So với các doanh nghiệp trong nước thì các doanh nghiệp FDI có nguồn lực tài chính mạnh, công nghệ sản xuất tự động tiên tiến, có khả năng đưa ra những sản phẩm cao cấp, có giá trị cao. Vì vậy, mặc dù chỉ chiếm có 16% về số lượng nhưng các doanh nghiệp FDI lại đóng góp tới 50% trong tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ của Việt Nam.

Việc Mỹ tăng cường đánh thuế chống phá giá đối với Trung Quốc đối với hàng phòng ngủ đã dẫn đến việc các công ty tại Trung Quốc sẽ đổ sang Việt Nam để thành lập nhà máy chế biến, vô tình làm cho các doanh nghiệp trong nước bị mất lao động nhiều hơn. Các nước chế biến gỗ trên thế giới cũng đang gặp khó khăn tại nước của họ nên có kế hoạch chuyển nhà máy sang các nước châu Á có giá nhân công rẻ hơn (Việt Nam đang có lợi thế lớn do giá nhân công thấp, với mức lương khoảng 6 USD/ngày, so với Malaysia 13 USD/ngày và Trung Quốc là 10 USD/ngày).

**Cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu.** Từ năm 2009, chỉ có 1 quốc gia mà Việt Nam xem là đối thủ cạnh tranh trong khu vực. Đó là Trung Quốc (trước đây có thêm Malaysia, Thái Lan và Indonesia, nhưng từ năm 2008 thì Việt Nam đã vượt qua 3 nước này). Hiện nay Trung Quốc được xem là nước xuất khẩu đồ gỗ lớn nhất thế giới, cung cấp khoảng 1/3 tổng sản lượng đồ gỗ của nhóm các nước đang phát triển vào thị trường thế giới, với mức tăng trưởng bình quân khoảng 34%/năm. Sự phát triển mạnh mẽ trong xuất khẩu đồ gỗ của Trung Quốc là do quốc gia này có nguồn nguyên liệu trong nước dồi dào, giá rẻ, chi phí lãi vay thấp hơn Việt Nam, hiệu suất lao động cao, quản lý sản xuất tốt.

Tuy nhiên, hiện nay Trung Quốc bị Mỹ đánh thuế chống phá giá cho đồ gỗ phòng ngủ và chính phủ Trung Quốc đã tăng thuế xuất khẩu một số mặt hàng nội thất (trong đó có đồ gỗ) kể từ tháng 11/2008. Vì vậy, ngành công nghiệp chế biến gỗ xuất khẩu của Trung Quốc giảm đi nhiều lợi thế về giá. Thêm vào đó, chi phí nhân công lao động của Trung Quốc hiện nay cũng tăng đáng kể, và cao hơn Việt Nam.

## Thực trạng ngành xuất khẩu gỗ năm 2012

Trong năm 2012, mặc dù thị trường thế giới bị ảnh hưởng bởi tình trạng nợ công ở các nước châu Âu khiến cho xuất khẩu gỗ sang thị trường châu Âu suy giảm, nhưng ngành gỗ Việt Nam vẫn đạt được tốc độ tăng trưởng 21% trong 8 tháng đầu năm 2012 nhờ tăng trưởng từ thị trường Mỹ và các nước châu Á. Tuy nhiên, tăng trưởng của ngành gỗ chủ yếu đến từ các doanh nghiệp FDI, vốn có nguồn tài chính mạnh và công nghệ sản xuất tiên tiến, mẫu mã đẹp.

Các doanh nghiệp gỗ của Việt Nam hiện đang gặp khó khăn lớn về vốn và chi phí tài chính. Phần lớn các doanh nghiệp trong nước hiện đang thiếu vốn lưu động và gặp phải chi phí tài chính cao do vay nợ nhiều. Nhiều doanh nghiệp tuy đạt được doanh thu xuất khẩu cao nhưng do chi phí lãi vay lớn nên biên lợi nhuận ròng giảm xuống còn rất thấp. Theo Hiệp hội chế biến gỗ, trong năm 2011 có đến 55% doanh nghiệp gỗ trong nước bị lỗ trong sản xuất kinh doanh và đang sản xuất cầm chừng, 30% doanh nghiệp đang hoạt động ở mức hoà vốn, chỉ còn khoảng 15% doanh nghiệp có lãi nhưng hầu hết là lãi rất thấp. Mặc dù doanh thu của



ngành gỗ vẫn tăng lên trong năm 2011 nhưng các doanh nghiệp ngành gỗ vẫn đang gặp khó khăn chủ yếu do chi phí tài chính cao. Theo hiệp hội gỗ Việt Nam, chỉ có khoảng 15% doanh nghiệp chế biến gỗ có lợi nhuận trong năm 2011, nhưng đa số là lợi nhuận rất thấp.

## CÔNG TY CỔ PHẦN TẬP ĐOÀN GỖ TRƯỜNG THÀNH

### 1. Sơ lược về công ty.

Công ty cổ phần tập đoàn gỗ Trường Thành là 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 với khoảng 3000 tỷ doanh thu mỗi năm (năm 2011) và 8 nhà máy chế biến gỗ (khoảng 6.000 container/năm). Căn cứ vào doanh thu năm 2011 (hơn 3.000 tỷ đồng), thì TTF đang nằm trong top 3 những công ty sản xuất và xuất khẩu đồ gỗ lớn nhất Việt Nam (2 doanh nghiệp còn lại là doanh nghiệp FDI đến từ Đài Loan và Trung Quốc).

### 2. Hoạt động kinh doanh

#### Cơ cấu sản phẩm

Sản phẩm chủ yếu của gỗ Trường Thành là đồ gỗ nội thất, đồ gỗ ngoại thất, các loại ván sàn, 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.

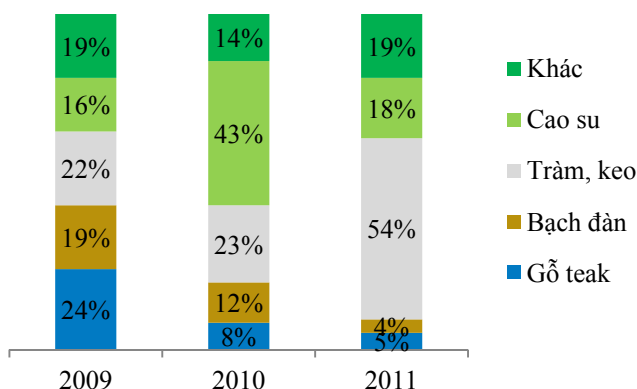
**- Đồ gỗ nội thất:** Đồ gỗ nội thất như bàn, ghế, tủ, giường, kệ... chủ yếu làm bằng gỗ Cao su, Keo, Tràm, Teak, Oak, Ash, Beech, ván sợi (MDF), ván dăm (PB), ván ép (plywood), gỗ dán veneer...

**- 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...

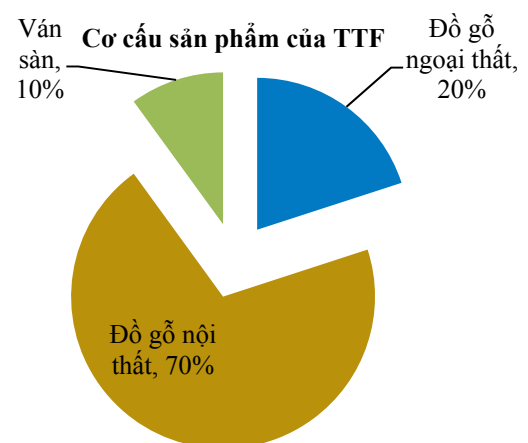
**- Cửa, hàng rào, ván sàn, decking, chỉ phào, cầu thang, hoành phi, phù điêu...** Nguyên liệu làm bằng gỗ Hương, Gõ đỏ, Cẩm xe, Teak, Cherry, Oak, Ash, Eucalyptus, Acacia, gỗ ghép kỹ thuật cao dán veneer, ván ép kỹ thuật cao... chủ yếu cho các công trình lớn tại Việt Nam, xuất khẩu đi Ý, Hà Lan và Nhật Bản.

Các sản phẩm của TTF chủ yếu làm từ các loại gỗ tự nhiên (teak, xoan đào, chò chỉ, bạch đàn, tràm, keo, cao su,...) và các loại gỗ công nghiệp (ván sợi MDF, ván dăm PB, ván ép plywood). Hiện nay, tỷ lệ các loại gỗ rẻ tiền đang tăng lên (gỗ tràm, keo) trong khi tỷ lệ các loại gỗ đắt tiền (gỗ teak) đang có xu hướng giảm đi do khủng hoảng kinh tế khiến các khách hàng chuyển dịch sang sử dụng các đồ dùng có giá rẻ hơn.

Tỷ lệ sử dụng các loại gỗ tự nhiên của TTF



Nguồn: TTF, BVSC



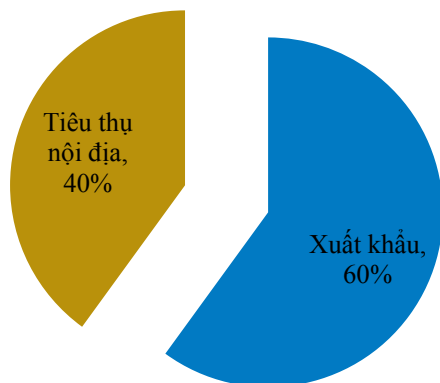
Nguồn: TTF, BVSC

### Thị trường tiêu thụ

Thị trường tiêu thụ chủ yếu của TTF bao gồm thị trường nội địa và thị trường xuất khẩu. TTF hiện xuất khẩu ra nhiều thị trường như Mỹ, châu Âu, Nam Phi, Nhật Bản, Hàn Quốc, Úc,... trong đó Mỹ và Châu Âu chiếm tới 85% trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu của Công ty. Trước đây, thị trường chủ lực của TTF là thị trường châu Âu với các sản phẩm đồ gỗ ngoại thất cao cấp làm bằng gỗ teak (đồ gỗ ngoại thất chiếm khoảng 65% tổng doanh thu). Tuy nhiên, sự tăng trưởng mạnh mẽ doanh thu xuất khẩu vào thị trường Mỹ trong những năm gần đây đã làm cơ cấu thị trường của TTF đã có sự thay đổi đáng kể, theo đó tỷ trọng thị trường Châu Âu giảm đi và thay vào đó tỷ trọng của thị trường Mỹ tăng lên rất mạnh. Hiện nay, Mỹ là thị trường lớn nhất của TTF với 50% doanh thu xuất khẩu của Công ty. Tỷ trọng đồ gỗ nội thất do đó cũng tăng lên 70% (thị trường Mỹ chủ yếu nhập đồ gỗ nội thất).

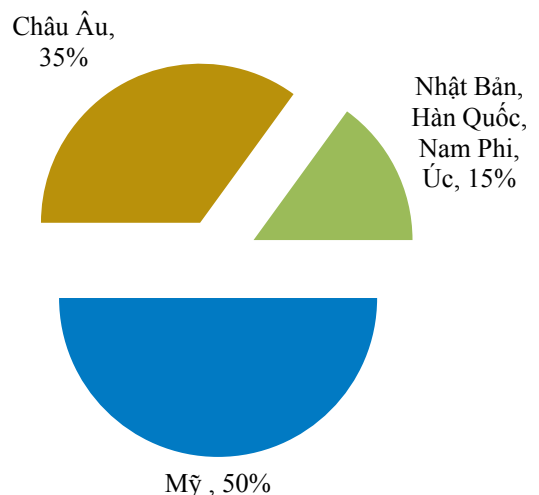
Nhờ đã đạt được chứng chỉ FSC (chứng nhận gỗ có nguồn gốc hợp pháp) và chứng chỉ COC (chứng nhận chuỗi hành trình sản phẩm) nên TTF có thể vượt qua được những quy định theo đạo luật Lacey về xuất khẩu gỗ vào thị trường Mỹ. Đồng thời việc này cũng sẽ khiến cho TTF có thể vượt qua được rào cản của đạo 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.

**Thị trường tiêu thụ của TTF**



*Nguồn: TTF, BVSC*

**Thị trường xuất khẩu của TTF**



*Nguồn: TTF, BVSC*

### Nguồn nguyên liệu

So với các doanh nghiệp gỗ trong nước thì mức độ chủ động về nguyên liệu của TTF là tương đối cao. TTF có nguồn nguyên liệu ổn định với số lượng lớn, giá rẻ và có chứng chỉ chứng nhận nguồn gốc rõ ràng (FSC). Hiện nay, 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.

TTF cũng có nhà máy sản xuất gỗ ván ép và ván dăm đặt tại Bình Dương và hiện tại nhà máy của TTF đã cung cấp được 100% nhu cầu ván dăm và ván ép của Công ty.

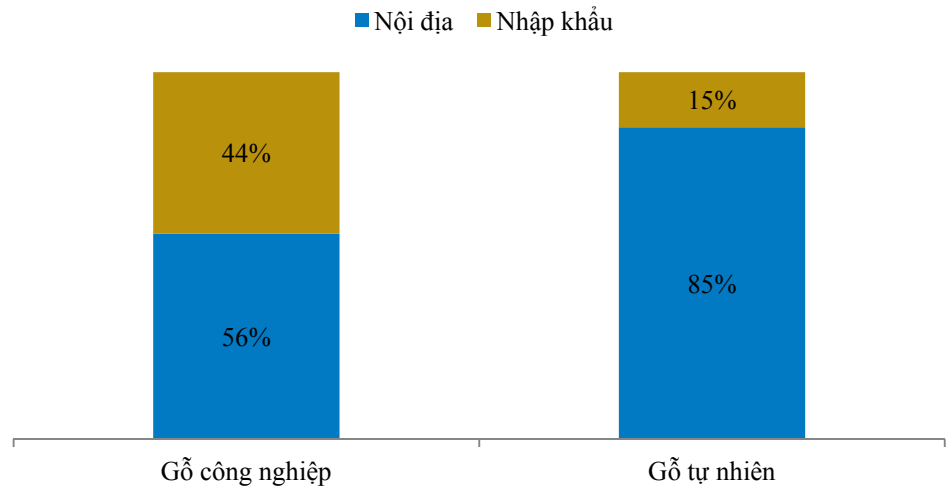
Đối với nguồn gỗ tự nhiên, TTF được đối tác là công ty QPFL (thuộc Tập đoàn giấy Oji của Nhật bản) cung cấp độc quyền số lượng lớn gỗ trầm và keo có chứng nhận FSC với đường kính lớn, phù hợp với đồ gỗ ngoại thất. Do đó, hiện tại, TTF là nhà sản xuất có khả năng xuất khẩu hàng thành phẩm bằng gỗ trầm, keo có chứng nhận FSC nhiều nhất Việt Nam. Và đó



cũng là lý do mà IKEA đã chọn TTF là đơn vị tiên phong cung cấp mặt hàng bằng gỗ này cho họ tại Việt Nam từ năm 2011, với trị giá đơn hàng trên 130 tỷ mỗi năm.

Nhằm chủ động hơn về nguồn nguyên liệu cũng như để quản lý hơn trong việc 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 10.000 ha rừng đã trồng, và được chấp thuận chủ trương đối với khoảng 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.

**Cơ cấu nguồn nguyên liệu của TTF**



Nguồn: TTF, BVSC

### Các đối thủ cạnh tranh chủ yếu của TTF

**Đối thủ cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu.** Doanh thu xuất khẩu của TTF hiện đạt khoảng 1.800 tỷ đồng, chiếm khoảng 2,3% tổng doanh thu xuất khẩu đồ gỗ của Việt Nam và chỉ chiếm khoảng 0.065% thị phần đồ gỗ của thế giới. Trên thị trường xuất khẩu, TTF có các đối thủ cạnh tranh chủ yếu ở các phân khúc hàng nội thất và hàng ngoại thất.

- **Đối với ván sàn.** TTF không có đối thủ cạnh tranh đáng kể. Hiện Trường Thành đang dẫn đầu tại Việt Nam về doanh số xuất khẩu ván sàn, chủ yếu sang Nhật Bản, Hoa Kỳ, Úc, Ý và Tây Ban Nha.

- **Đối với hàng nội thất.** Các đối thủ cạnh tranh chính của TTF là Shing Mark, Latitute Tree, RK Resource... Đây là các doanh nghiệp 100% nước ngoài, chủ yếu làm hàng giá rẻ xuất đi Mỹ. Chiến lược của họ là nhập khẩu nguyên liệu rẻ từ công ty mẹ ở nước ngoài và dùng nguồn khách hàng sẵn có trước đây.

- **Đối với hàng ngoại thất.** Đó là Scancom Việt Nam. Đây cũng là doanh nghiệp 100% nước ngoài, chủ yếu làm hàng chất lượng thấp bằng gỗ bạch đàn, xuất đi toàn cầu. Tuy nhiên, phần lớn doanh số của Scancom là đến từ nguồn mua lại các nhà máy nhỏ (thâu lại) chứ không phải do Scancom sản xuất. Do đó, nếu so sánh về sản lượng sản xuất thực thì Scancom cũng chưa thể so sánh với Công ty Trường Thành và các công ty con.

**Đối thủ cạnh tranh trên thị trường nội địa.** Với doanh số tiêu thụ trên thị trường nội địa của TTF khoảng 1.200 tỷ đồng thì TTF hiện đang chiếm lĩnh khoảng 6% thị trường đồ gỗ nội địa. Trên thị trường nội địa, TTF có các đối thủ cạnh tranh chính trong mảng bán lẻ đồ gỗ và mảng lắp đặt cho các công trình.

### Mảng bán lẻ

Các đối thủ cạnh tranh chính của TTF trong phân khúc bán lẻ tại thị trường trong nước là Phố Xinh, Nhà đẹp, Nhà xinh: trưng bày rất đẹp, nhiều mẫu mã, nhưng giá cao, đồ gỗ chỉ chiếm 30%; Chi Lai: chủ yếu là hàng salon nệm nhập khẩu. Do đó, nhìn chung, chiến lược của các đối thủ cạnh tranh trong thị trường nội địa thiên về dòng hàng cho thị trường trung cao, đắt tiền. Đây là lợi thế cho Trường Thành khi xâm nhập vào phân khúc thị trường trung thấp, là phân khúc lớn nhất của Việt Nam.

### Mảng công trình

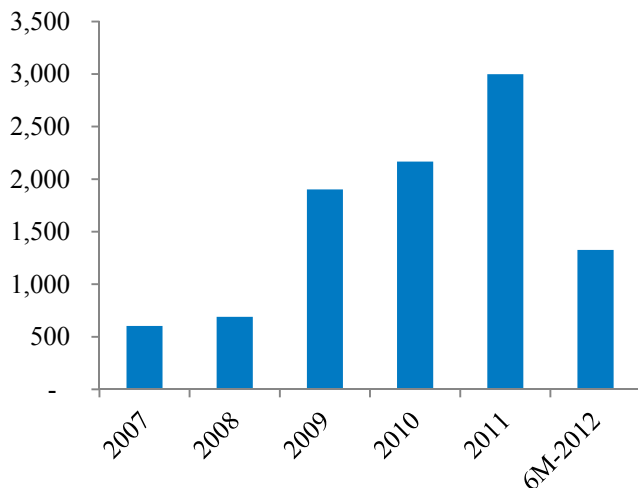
Đối thủ chính của TTF trong phân khúc này là thương hiệu AA và TTT, là hai công ty tham gia vào mảng công trình đã khá lâu. Hai đơn vị này mạnh về thiết kế hơn Trường Thành, nhưng lại chưa mạnh về nguyên liệu và kết cấu kỹ thuật (chất lượng). Trong khi đó, thế mạnh của TTF là khá đa dạng về chủng loại nguyên liệu và chất lượng sản phẩm. Ngoài ra, TTF cũng có đội ngũ thi công kỹ thuật lên tới 200 người có thể đáp ứng được yêu cầu về tiến độ của những công trình lớn nhưng có thời gian thi công ngắn.

## 3. Tình hình tài chính

### Doanh thu tăng nhưng lợi nhuận sụt giảm do chi phí lãi vay cao

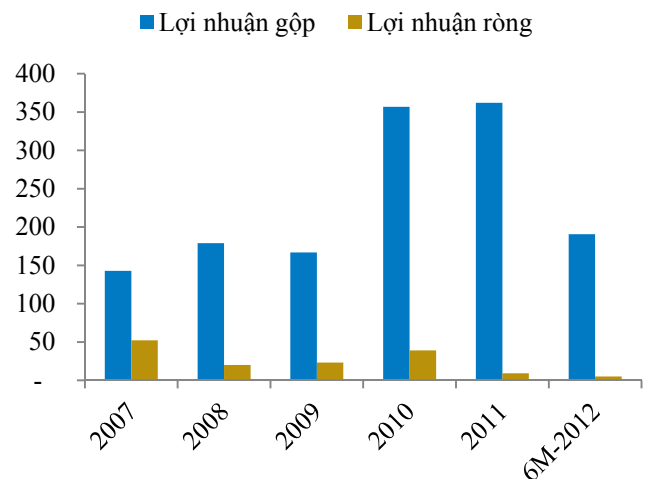
Mặc dù doanh thu của TTF liên tục tăng lên trong những năm qua, thể hiện khả năng mở rộng và thâm nhập thị trường của công ty ngày một tốt hơn, tuy nhiên lợi nhuận ròng của công ty lại sụt giảm đáng kể. Trong năm 2011, doanh thu của Công ty tăng 38%, lợi nhuận gộp tăng 15%, nhưng lợi nhuận ròng lại giảm 76%.

**Doanh thu của TTF (tỷ đồng)**



Nguồn: TTF, BVSC

**Lợi nhuận của TTF (tỷ đồng)**



Nguồn: TTF, BVSC

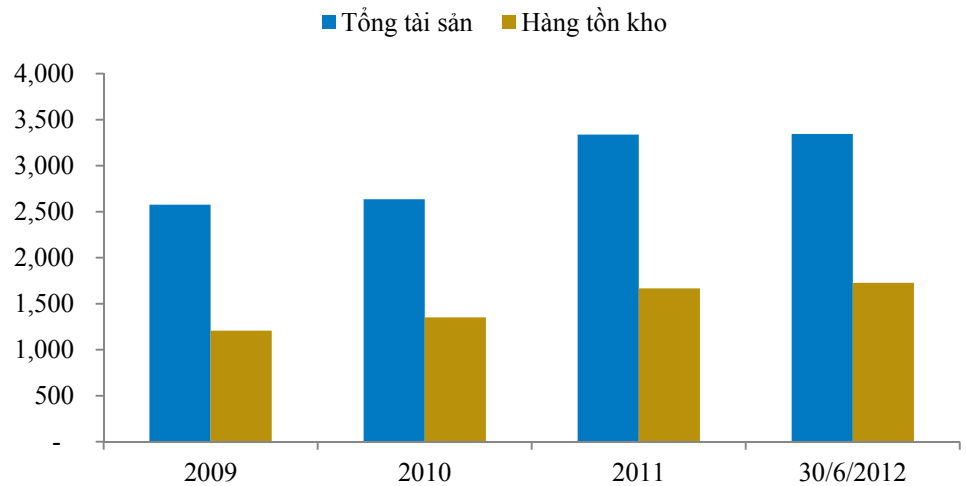
Nguyên nhân chính của sự sụt giảm lợi nhuận ròng trong năm 2011 (trong khi doanh thu tăng) là chủ yếu là do chi phí lãi vay cao đã làm xói mòn lợi nhuận của Công ty. Trong năm 2011, vay nợ ngắn hạn trung bình của TTF là 1.665 tỷ đồng và vay nợ dài hạn trung bình của Công ty là 204 tỷ đồng, dẫn đến chi phí lãi vay trong năm là 243 tỷ đồng (tương đương với 80% lợi nhuận gộp).

### Lượng hàng tồn kho cao

Lượng hàng tồn kho khá cao cũng đang là một khó khăn cho TTF trong thời gian hiện nay. Tính đến cuối quý 2/2012, giá trị hàng tồn kho của TTF là 1.728 tỷ đồng, chiếm tới 52% tổng tài sản của Công ty, trong đó có nhiều loại nguyên liệu tồn kho từ năm 2008. Lượng hàng tồn kho cao khiến cho Công ty phải vay nợ cao và dẫn đến chi phí lãi vay cũng ở mức cao. Hiện

nay, TTF đang cần phải giảm hàng tồn kho khoảng 400 tỷ đồng, chủ yếu là tồn kho gỗ teak từ năm 2008 (đây là loại gỗ thích hợp để sản xuất đồ gỗ ngoại thất ngoài trời xuất khẩu sang châu Âu, nhưng suy thoái kinh tế và khủng hoảng nợ công đã làm cho xuất khẩu đồ gỗ ngoại thất bị thu hẹp).

**Hàng tồn kho (tỷ đồng)**



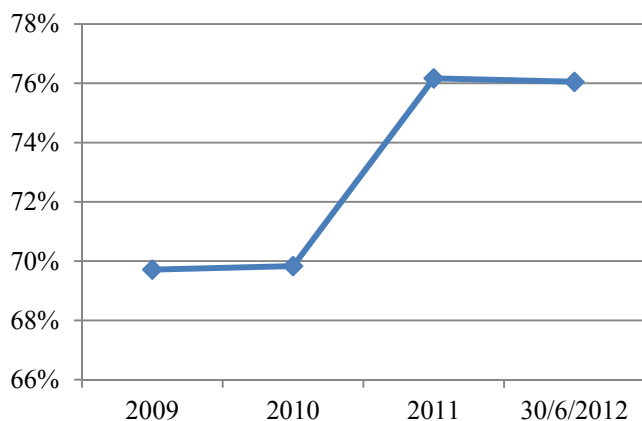
*Nguồn: TTF, BVSC*

#### **Khó khăn về thanh khoản trong ngắn hạn**

Một điểm đáng chú ý là hầu hết các khoản vay nợ ngân hàng của TTF là vay ngắn hạn (chiếm 96% tổng vay ngắn hạn và vay dài hạn) cho thấy TTF chủ yếu vay để tài trợ cho vốn lưu động. Các khoản vay này vừa tạo nên áp lực về chi phí lãi vay cho TTF đồng thời cũng tạo ra áp lực về thanh khoản trong ngắn hạn cho TTF. Trong 6 tháng đầu năm 2012, TTF đã trả 1.245 tỷ đồng nợ gốc vay và cũng đã nhận số tiền vay là 1.120 tỷ đồng.

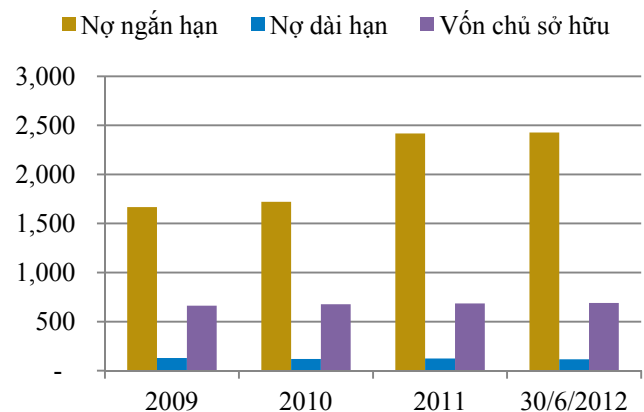
Các khoản vay ngắn hạn cao trong khi lượng tiền mặt ít (khoảng 8 tỷ đồng tại thời điểm 30/6/2012) và lợi nhuận thấp sẽ tạo nên khó khăn thanh khoản cho TTF trong ngắn hạn. Trong trường hợp nếu các ngân hàng thu hồi các khoản nợ đến hạn trong khi không cho vay thêm thì TTF sẽ gặp khó khăn về thanh khoản và khó khăn về nguồn vốn kinh doanh. Hoặc trong trường hợp nếu TTF không thu được tiền bán hàng nhanh hoặc Công ty gặp khó khăn trong việc tiêu thụ thì cũng sẽ dẫn đến khả năng không thể trả nợ được số tiền nợ gốc vay ngắn hạn.

**Nợ phải trả/Tổng tài sản**



*Nguồn: TTF, BVSC*

**Nguồn vốn của TTF (tỷ đồng)**



*Nguồn: TTF, BVSC*

#### 4. Triển vọng năm 2012

Trong năm 2012, doanh thu của TTF dự báo vẫn sẽ ở mức tương đương so với năm trước nhờ thị trường Mỹ, Nhật và các quốc gia châu Á vẫn đang phát triển thuận lợi mặc dù thị trường châu Âu bị giảm sút do ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng nợ công châu Âu. Biên lợi nhuận gộp của TTF trong năm 2012 được dự báo ở mức 14% và chi phí lãi vay năm nay ở mức khoảng 260 tỷ đồng. Do vậy, chúng tôi ước tính trong năm 2012 TTF sẽ đạt khoảng 3.000 tỷ đồng doanh thu và 27 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.

Một số chỉ tiêu dự báo năm 2012	2011	2012E	% thay đổi
Doanh thu (tỷ đồng)	2.999	3.000	0.04%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	9	27	192%

Nguồn: BVSC

#### 5. Định giá cổ phần

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF (FCFF và FCFE) để định giá cổ phần TTF. Kết quả định giá của chúng tôi cho thấy giá hợp lý của cổ phần TTF ở mức 9.700 đồng/cổ phần, với các giả định chặt chẽ.

Kết quả định giá		
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá kỳ vọng
FCFE	50%	7.617
FCFF	50%	11.870
<b>Giá bình quân</b>		<b>9.700</b>

**Khuyến nghị đầu tư.** Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu TTF ở mức giá hiện tại (mức giá 4.800 đồng ngày 17/10/2012). Mặc dù TTF là một doanh nghiệp sản xuất gỗ lớn của Việt Nam, có công nghệ sản xuất hiện đại, chủ động được nguồn nguyên liệu và đạt được doanh thu liên tục tăng cao trong những năm gần đây. Tuy nhiên, Công ty lại đang gặp khó khăn lớn về tài chính và khả năng thanh khoản. Rủi ro của lớn nhất của Công ty hiện nay là rủi ro về mặt thanh khoản. Công ty hiện đang có các khoản vay ngắn hạn ở mức cao cao trong khi lượng tiền mặt còn rất ít. Trong trường hợp nếu các ngân hàng thu hồi các khoản nợ đến hạn trong khi không cho vay thêm thì TTF sẽ gặp khó khăn về thanh khoản và khó khăn về nguồn vốn kinh doanh.



## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của BVSC.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Địa chỉ trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3928 8080

Fax: (844) 3928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: (848) 39146888

Fax: (848) 39147999

### Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Phi Hùng

[nguyenphihung@baoviet.com.vn](mailto:nguyenphihung@baoviet.com.vn)

### Chịu trách nhiệm nội dung:

Phạm Thành Thái Linh

[phamthanhthailinh@baoviet.com.vn](mailto:phamthanhthailinh@baoviet.com.vn)