

Việt Nam: Ngành Công Nghiệp
11 May 2021
TTF
KHÔNG ĐÁNH GIÁ
Giá đóng cửa ngày 10/05/2021

 Giá 6.930 đồng
 Giá MT 12T N/A

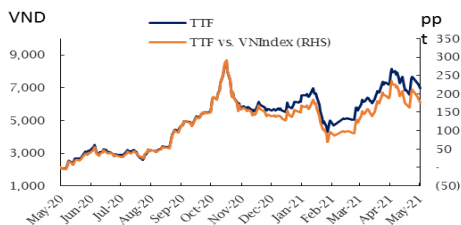
Tiêu điểm

- ▶ Kế hoạch LNTT năm 2021E là 59 tỷ đồng, cao hơn gấp 3 lần so với năm 2020, được hỗ trợ bởi sự gia tăng 167% doanh thu, lên 2 nghìn tỷ đồng.
- ▶ Doanh thu Q1/2021 tăng 22,3% YoY, đạt 312,4 tỷ đồng, nhưng TTF lỗ ròng 40 tỷ đồng.
- ▶ Ban lãnh đạo có kế hoạch tăng biên lợi nhuận bằng cách mở rộng kênh phân phối và tăng năng lực thiết kế.

Quan điểm

- ▶ Rủi ro trọng yếu của TTF mà chúng tôi cần nhấn mạnh đó chính là khả năng hoạt động liên tục, do công ty vẫn chưa giải quyết hết số nợ quá hạn.
- ▶ Chủ tịch HĐQT – Ông Mai Hữu Tín với năng quản lý và năng lực tài chính rất tốt sẽ đóng vai trò rất quan trọng đối với sự hồi phục của TTF.
- ▶ Dù vậy, có thể kết luận rằng TTF đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, tuy nhiên cần chờ đợi thêm để xác nhận rằng TTF sẽ phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh.

Sơ lược về công ty: Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (HSX: TTF) là một công ty sản xuất nội thất có tiềm năng sẽ phục hồi trong tương lai. Doanh thu của công ty được phân phối giữa thị trường nội địa (50% doanh thu năm 2020) và thị trường xuất khẩu (50%). Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng đơn hàng xuất khẩu lên 65% doanh thu trong năm 2021E.

Tương quan giá CP với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	94
Giá trị GDBQ 6T (triệu USD)	1,6
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	311
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	88
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	0,3
Tỷ lệ cổ đông lớn (%)	9,3
P/E 2020 (x)	63,7
EV/EBITDA 2020 (x)	16,9
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại (%)	38

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Năm	2018A	2019A	2020A	2021E
Doanh thu	1.045	721	1.225	2.025
LN hoạt động	-864,1	-773,1	79,0	143,9
Lợi nhuận ròng	-715,1	-897,0	35,2	47,2
EPS (đồng)	-3.333	-3.269	113	152
Thay đổi EPS (%)	nm	nm	nm	34,3
P/E (x)	nm	nm	61,3	45,6

Ghi chú: Dữ liệu tài chính năm 2021 dựa trên kế hoạch năm 2021E của công ty

Nguồn: Fiinpro, kế hoạch công ty năm 2021E

CTCP GỖ TRƯỜNG THÀNH (TTF)

Liệu có thể đảo ngược tình thế?

Bắt đầu hồi phục từ năm 2021E? Công ty đặt mục tiêu doanh thu năm 2021E đạt 2 nghìn tỷ đồng, tương ứng tăng vọt 167% YoY, với doanh thu xuất khẩu chiếm 65% (tăng từ ~50% trong năm 2020) và phần còn lại là doanh thu từ thị trường nội địa. Ban lãnh đạo đặt mục tiêu LNTT năm 2021E đạt 59 tỷ đồng, tăng gấp 3 lần so với năm 2020. Ban lãnh đạo của TTF khá tự tin với kế hoạch này nhờ vào số lượng đơn đặt hàng hiện có rất khả quan.

Mở rộng chuỗi giá trị. Trong quá khứ, TTF là một công ty sản xuất nội thất với biên lợi nhuận thấp. Ban lãnh đạo đang có kế hoạch nâng cao biên lợi nhuận của công ty bằng cách mở rộng thêm kênh phân phối và đẩy mạnh năng lực thiết kế. Cụ thể, công ty đặt mục tiêu giá bán bình quân sẽ đạt 80.000 USD / container, từ mức giá hiện nay là 15.000 USD / container.

Lãnh đạo mới là một doanh nhân tầm cỡ. Chủ tịch HĐQT - ông Mai Hữu Tín hiện đang là phó chủ tịch HĐQT của Kiên Long Bank (KLB, Không đánh giá), và cũng là chủ tịch HĐQT của CTCP Đầu Tư U&I – một công ty liên doanh, tập đoàn đa ngành có trụ sở tại tỉnh Bình Dương. Với khả năng quản lý và năng lực tài chính vững chắc của ông Mai Hữu Tín, kỳ vọng sẽ đóng một vai trò quan trọng đối với câu chuyện hồi phục của TTF.

Tăng vốn. Tại buổi họp ĐHCĐ thường niên, các cổ đông đã thông qua phương án phát hành 59,5 triệu cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi, với cổ tức tiền mặt hàng năm cố định ở mức 1.200 đồng/ cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 17% và giá chuyển đổi là 10.000 đồng/ cổ phiếu. Tổng số vốn huy động khoảng 595 tỷ đồng, trong đó phần lớn được sử dụng để giải quyết nợ quá hạn và bổ sung vốn lưu động.

KQKD Q1/2021. Doanh thu Q1/2021 tăng 22,3% YoY, đạt 312,4 tỷ đồng. Trong khi, biên lợi nhuận gộp Q1/2021 tăng 2 điểm phần trăm YoY, đạt 11,5%. Tuy nhiên, TTF vẫn lỗ ròng 40 tỷ đồng vì thu nhập khác chỉ còn 1,6 tỷ đồng trong Q1/2021, giảm từ mức 58,4 tỷ đồng trong Q1/2020.

Rủi ro trọng yếu. Rủi ro chính đối với các cổ đông của TTF là khả năng hoạt động liên tục trong tương lai. Công ty kiểm toán của TTF, E&Y, đã lưu ý rằng TTF vẫn còn 123 tỷ đồng nợ quá hạn. Ban lãnh đạo chia sẻ khoản nợ này sẽ được giải quyết sau khi cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi được phát hành.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta 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.

Chuyên viên phân tích:

Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

TTF: Hồ sơ doanh nghiệp

TTF là một công ty sản xuất đồ nội thất, ngoại thất cho các công trình nhà ở và du lịch. Cụ thể, TTF chuyên về sản xuất cửa gỗ, ván sàn, ghế sofa và tủ bếp. Sản phẩm của công ty được phân phối cho cả thị trường Việt Nam (50% doanh thu năm 2020) và thị trường nước ngoài (50% doanh thu).

TTF sở hữu một tập khách hàng đa dạng và vững mạnh bao gồm các công ty phát triển bất động sản và các công ty điều hành du lịch - khách sạn trong nước, cũng như các nhà bán lẻ trong và ngoài nước. Sự thay đổi này bắt đầu từ năm 2017, trước đó công ty chủ yếu chỉ tập trung vào hoạt động sản xuất gia công có biên lợi nhuận thấp để xuất khẩu.

Biểu đồ 1: Tập khách hàng đa dạng của TTF



Nguồn: TTF

Nâng cao chuỗi giá trị. Trong quá khứ, TTF thường được xem là một công ty sản xuất và gia công có biên lợi nhuận thấp. Tuy nhiên, ban lãnh đạo đã tiết lộ chiến lược của mình nhằm nâng cao chuỗi giá trị bằng cách nâng cao năng lực thiết kế đồ nội thất và cải tiến các nhà máy sản xuất của mình. Công ty đặt mục tiêu tăng giá trị sản phẩm từ 15.000 USD / container lên khoảng 80.000 USD / container, tất nhiên là biên lợi nhuận sẽ cao hơn mức mà công ty đã đạt được trong quá khứ.

TTF cũng muốn thâm nhập vào mạng bán lẻ. Ban lãnh đạo có ý định mua 20% cổ phần của Natuzzi Singapore – một công ty phân phối đồ nội thất cao cấp của Ý chịu trách nhiệm phân phối cho toàn bộ thị trường châu Á, ngoại trừ Trung Quốc. Mặc dù chúng tôi có ít thông tin về Natuzzi Singapore, nhưng TTF tin rằng mối quan hệ đối tác chiến lược này sẽ giúp thúc đẩy các đơn đặt hàng và cho phép họ tận dụng mạng lưới phân phối của Natuzzi tại Châu Á (ngoại trừ Trung Quốc). Bất kể kế hoạch này có được thông qua hay không, ban lãnh đạo vẫn đặt mục tiêu tăng trưởng hoạt động xuất khẩu vào năm 2021 dựa trên các đơn đặt hàng hiện có, với doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 65% tổng doanh thu năm 2021E.

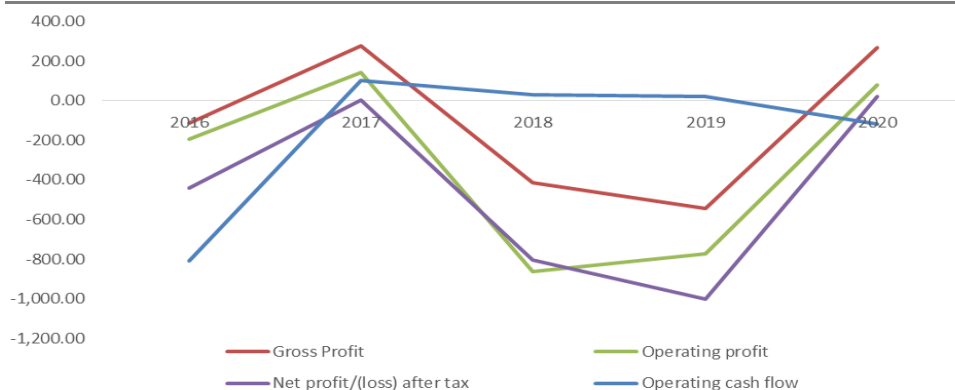
TTF: Liệu có khả năng đảo ngược tình hình?

Kết quả kinh doanh của TTF có dấu hiệu cải thiện dưới sự điều hành của ban lãnh đạo mới, bắt đầu tiếp quản từ năm 2017. Cụ thể, TTF lỗ ròng -715 tỷ đồng trong năm 2018 và -897 tỷ đồng vào năm 2019 nhưng công ty đã ghi nhận lãi ròng 35 tỷ đồng trong năm 2020.

Cụ thể, khoản lỗ ròng 715 tỷ đồng trong năm 2018 là do dự phòng giảm giá hàng tồn kho tăng (260 tỷ đồng); dự phòng phải thu khó đòi tăng (292 tỷ đồng); và ghi nhận lỗ từ các hoạt động kinh doanh phụ, bao gồm lỗ từ hoạt động bán rừng (6 tỷ đồng) và bán bất động sản (11,5 tỷ đồng). Trong năm 2019, TTF tiếp tục ghi nhận khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho là 351 tỷ đồng, góp phần khiến cho TTF bị lỗ ròng 897 tỷ đồng trong năm 2019.

Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2020 của TTF dường như đã được cải thiện nhờ các đơn hàng xuất khẩu mạnh. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh đạt 79 tỷ đồng vào năm 2020, từ khoản lỗ 773 tỷ đồng năm 2019 và 864 tỷ đồng năm 2018. Lợi nhuận ròng đạt 35 tỷ đồng so với mức lỗ 897 tỷ đồng của năm trước. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng TTF đã ghi nhận thu nhập khác từ các khoản phạt, bồi thường là 58,7 tỷ đồng, đây là khoản có liên quan đến Chủ tịch cũ đền bù cho các hành vi sai trái.

Biểu đồ 2: Các chỉ số tài chính cho thấy dấu hiệu phục hồi của TTF

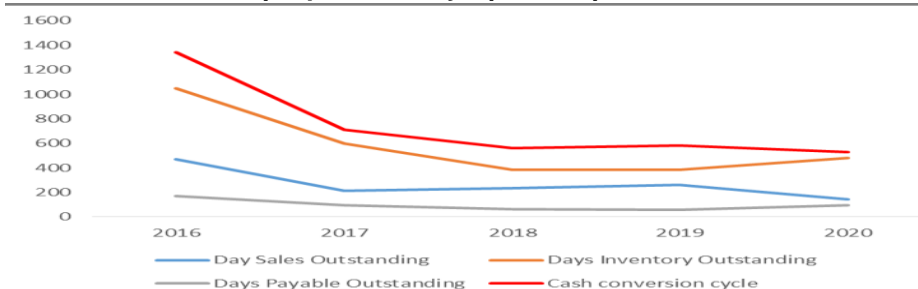


Nguồn: Fiinpro

Mục tiêu doanh thu năm 2021E của TTF được đặt ở mức 2 nghìn tỷ đồng, tăng 167% YoY, với doanh thu xuất khẩu chiếm 65% (tăng từ 50% vào năm 2020) và phần còn lại là thị trường nội địa. Mục tiêu lợi nhuận trước thuế năm 2021E được đặt ra là 59 tỷ đồng, tăng gần gấp 3 lần so với năm 2020. Ban lãnh đạo của TTF rất tự tin khả năng hoàn thành các mục tiêu này do số lượng các đơn đặt hàng hiện nay rất khả quan, đủ để lấp đầy công suất của công ty cho đến cuối năm nay.

Các chỉ số hiệu quả của TTF cũng đang có dấu hiệu cải thiện. Cụ thể, vòng quay tiền mặt của công ty trong những năm gần đây đã khả quan hơn, được củng cố bởi sự cải thiện trong vòng quay khoản phải thu và vòng quay hàng tồn kho. Tuy nhiên, vẫn còn 30% hàng tồn kho là tài sản thế chấp (của 123 tỷ đồng nợ xấu) và chi phí phát triển rừng (106 tỷ đồng), chưa sẵn sàng để sản xuất. Vì vậy, mặc dù có thể kết luận rằng TTF đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất, nhưng cần chờ đợi thêm để xác nhận rằng TTF sẽ phục hồi mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh.

Biểu đồ 3: Chỉ số hiệu quả cho thấy sự cải thiện của TTF



Nguồn: Fiinpro

Rủi ro

Rủi ro chính của TTF mà chúng tôi cần nhấn mạnh ở đây là khả năng hoạt động liên tục. Công ty kiểm toán - E&Y - đã chỉ ra rằng TTF có khoản nợ quá hạn trị giá 123 tỷ đồng tại Ngân hàng Đông Á – khoản nợ này có liên quan đến của ban lãnh đạo cũ (trước năm 2017). Ngoài ra, vốn chủ sở hữu năm 2020 là một con số âm (-584 tỷ đồng) do lỗ lũy kế 3 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi hiểu rằng, những con số kém khả quan này chủ yếu là do ban lãnh đạo cũ để lại cho công ty một lượng lớn các loại tài sản xấu đáng kể (hàng tồn kho vô giá trị và các khoản nợ phải trả) cần phải được xử lý theo thời gian. Ban lãnh đạo hiện nay dự kiến sẽ giải quyết dứt điểm các khoản nợ quá hạn còn lại trong năm 2021, sau các đợt phát hành mới vào năm 2021. Tính đến cuối năm 2020, tổng nợ đạt 507 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,6% YoY (mặc dù doanh thu tăng 68,6% YoY lên 1,2 nghìn tỷ đồng).

Pha loãng từ đợt phát hành mới. ĐHCĐ đã thông qua việc phát hành 59,5 triệu cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi với giá 10.000 đồng / cổ phiếu với mức cổ tức tiền mặt cố định hàng năm là 1.200 đồng / cổ phiếu, tương đương với tỷ suất cổ tức là 17%. Tổng số vốn huy động được là khoảng 595 tỷ đồng, phần lớn sẽ được sử dụng để trả nợ quá hạn (160 tỷ đồng cho Ngân hàng Đông Á) và bổ sung vốn lưu động. Ngoài ra, TTF sẽ phát hành thêm 40,5 triệu cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi với giá 10.000 đồng / cổ phiếu, với mức cổ tức tiền mặt cố định hàng năm là 650 đồng / cổ phiếu (lợi suất 6,5%) với giá chuyển đổi 10.000 đồng. Đợt phát hành thứ hai nhằm mục đích giải quyết khoản nợ 405 tỷ đồng của một cá nhân đối trong công ty. Giá trị ròng của hai đợt phát hành (1 nghìn tỷ đồng) cho thấy tiềm năng giá cổ phiếu sẽ bị pha loãng do bổ sung 100 triệu cổ phiếu, chiếm khoảng 33% tổng số cổ phiếu hiện đang lưu hành.

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, 225,
Section 3 Nanking East Road, Taipei 104
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu

Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA
(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Việt Nam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Việt Nam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Việt Nam

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIỆT NAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Việt Nam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA
Head of Research
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)
matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen
Analyst (Property)
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)
tam.nguyen@yuanta.com.vn

Binh Truong
Deputy Head of Research (O&G, Energy)
Tel: +84 28 3622 6868 (3845)
binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran
Analyst (Banks)
Tel: +84 28 3622 6868 (3874)
tanh.tran@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Huy Nguyen
Head of Institutional sales
Tel: +84 28 3622 6868 (3808)
Huy.nguyen@yuanta.com.vn

Trung Nguyen
Sales Trader
Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3890)
trung.nguyen2@yuanta.com.vn