

## Công ty cổ phần Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (HOSE : TTF)

Ngành : Chế biến Gỗ

Cập nhật ngày : 19/10/2011

**Ngô Kinh Luân**  
**Chuyên viên phân tích**  
*Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư*  
*CTCP Chứng khoán FPT - FPTS*  
 Email: [luannk@fpts.com.vn](mailto:luannk@fpts.com.vn)  
 84 – 8 6290 8686 – Ext : 7590  
[www.fpts.com.vn](http://www.fpts.com.vn)

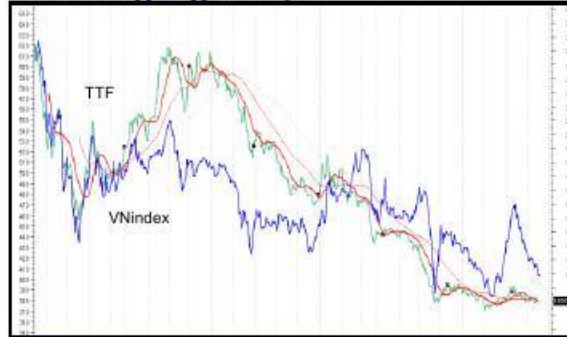
**Khuyến nghị: NĂM GIỮ**  
**Giá mục tiêu: 10.300 VND**  
**Giá hiện tại: 7.900 VND**

### Thông tin thị trường

Giá thấp nhất trong 52 tuần	7.400 VND
Giá cao nhất trong 52 tuần	20.400 VND
KLGD BQ 30 phiên gần nhất	21.345 CP
Cổ phiếu lưu hành	30.749.518 CP
Vốn điều lệ	312,49 tỷ đồng
Vốn hóa thị trường	242,92 tỷ đồng

(19/10/2011)

### Biểu đồ giá giao dịch



### Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu	693,2	1.971	2.187	2.400
LNST	21,29	25,70	55,21	100,85
Tổng TS	1.747	2.575	2.650	2.740
Vốn điều lệ	150	205	312,49	328,11
Vốn CSH	664,46	661,82	691	750,26
Book value (VND)	44.772	33.042	23.499	23.816
EPS (VND)	1.335	1.129	1.671	3.201
ROE(%)	3,20	3,88	7,99	13,44
ROA(%)	1,22	1,00	2,08	3,68

*"Chúng tôi đã có buổi làm việc tại văn phòng Công ty Cổ phần Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành (HOSE:TTF). Dưới đây là tóm tắt nội dung thảo luận và nhận định nhanh".*

**TTF** - thành lập năm 2000 (công ty con thành lập trước, từ năm 1993 tại Dak Lak), hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất, chế biến đồ gỗ và trồng rừng. Công ty chuyên cung cấp các mặt hàng đồ gỗ nội – ngoại thất; hiện TTF là một trong 43 thương hiệu trên toàn quốc được Chính phủ chọn vào chương trình Thương hiệu Quốc gia và là doanh nghiệp sản xuất, chế biến gỗ lớn nhất Việt Nam hiện nay với vốn điều lệ hiện tại đạt 312,49 tỷ đồng. Tháng 02/2008 công ty chính thức niêm yết tại TTGDCK TPHCM (nay là Sở GDCK TPHCM) với mã TTF.

Theo số liệu thu thập và phân tích sơ bộ chúng tôi định giá TTF tại thời điểm này ước đạt 10.300 đồng với mức P/E và P/B tương ứng đạt 8x và 0,52x; EPS 2011E đạt 3.201 đồng, Book value/CP đạt mức 23.816 đồng.

Với kế hoạch năm 2011, doanh thu đạt 2.400 tỷ đồng và LNST đạt 118 tỷ đồng thì hiện 6 tháng đầu năm nay TTF đã đạt 1.407 tỷ đồng doanh thu tương đương 58,6% và 14,23 tỷ đồng tương đương 12% LNST.

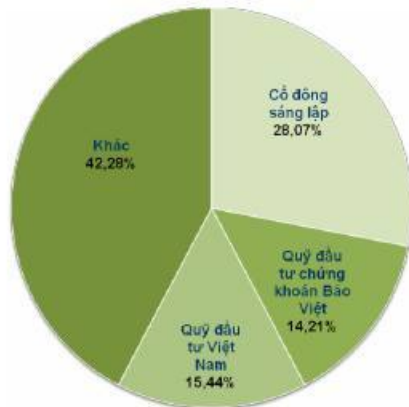
#### Tiêu điểm:

TTF hiện là doanh nghiệp sản xuất và xuất khẩu đồ gỗ hàng đầu Việt Nam hiện nay với doanh thu đạt 1.903 tỷ năm 2009 và 2.187 tỷ năm 2010. Trong đó có đến 70% sản phẩm gỗ của TTF là xuất khẩu vào các thị trường Châu Âu, Mỹ, Nhật Bản, Úc,... và luôn duy trì 30% tổng doanh thu cho thị trường nội địa.

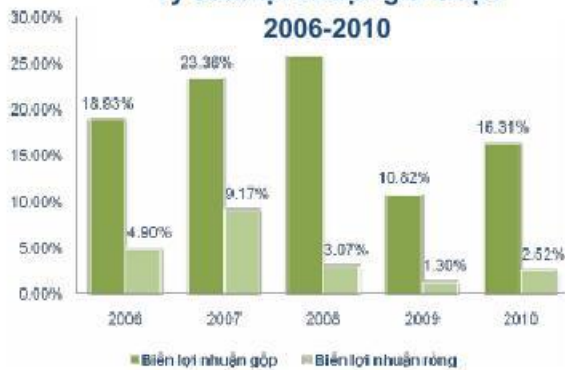
- Tại TTF, hiện đang xây dựng 1 quy trình sản xuất khép kín từ trồng rừng lấy nguyên vật liệu - Thiết kế - Sản xuất - Tiêu thụ. Công ty có thể mạnh trong khâu thiết kế sản phẩm, có đến 80% sản phẩm bán ra thị trường trong và ngoài nước là do TTF tự thiết kế.
- Trường Thành có sự hợp tác với các đối tác nước ngoài trong quá trình sản xuất kinh doanh như: Oji – Nhật Bản (trồng rừng), IKEA – Thụy Điển (cung cấp hàng hóa), GTZ – Đức (đào tạo)....
- Hiện nay lượng hàng tồn kho (chủ yếu là nguyên vật liệu) của TTF có giá trị rất lớn (1.581,9 tỷ đồng) gấp 2-3 lần doanh thu hàng quý của công ty.



**Cơ cấu cổ đông**



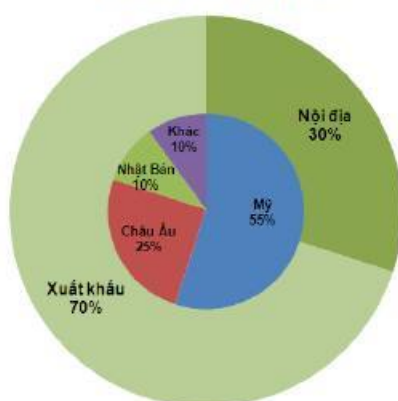
**Tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2006-2010**



**Biến động LN giai đoạn 2007-2010**



**Cơ cấu doanh thu**



- **Vốn vay cao, trong đó vay ngắn hạn chiếm 93% tổng nợ vay. Số dư tại ngày 30/06/2011, vay ngắn hạn là 1.751 tỷ đồng, vay dài hạn là 108,8 tỷ đồng.**
- **Vừa qua TTF tiến hành trả cổ tức năm 2010 tỷ lệ 5% bằng cổ phiếu, ngày chốt danh sách là 26/10/2011.**

**Phân tích hoạt động kinh doanh**

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	Năm 2011F	Năm 2010	+/-	6M/2011	6M/2010	+/-
Doanh thu	2.400	2.187	9,7%	1.407	874	60,9%
LNST	118-128	55,21	113,7%	14,23	42,47	-66,5%

**Cơ cấu doanh thu:** Hiện doanh thu phần lớn đến từ hoạt động xuất khẩu. Trong cơ cấu xuất khẩu thì mặt hàng nội thất chiếm 65-70% còn lại là hàng ngoại thất, ván sàn và các mặt hàng gỗ khác.

Tỷ suất sinh lợi của TTF có xu hướng giảm trong 3 năm qua. Chủ yếu là do vay nợ của công ty tăng cao nhằm đáp ứng nhiều đơn hàng lớn cho khách hàng dẫn đến chi phí tài chính tăng mạnh từ 92 tỷ (năm 2008) lên 171 tỷ (năm 2010). Ngoài ra năm 2010, trong tổng số các công ty con có đến 4/9 công ty bị lỗ dẫn đến làm giảm lợi nhuận của toàn tập đoàn.

Tốc độ tăng trưởng CAGR của doanh thu đạt 60,93%/năm. Tăng trưởng LNST bình quân giai đoạn 2006-2010 đạt 36,33%/năm. Hiện ROE và ROA bình quân 2008-2010 của TTF đạt 5,03% và 1,43%. Biên lợi nhuận ròng bình quân chỉ đạt 2,3% trên doanh thu.

Theo số liệu 6 tháng đầu năm 2011, doanh thu đạt 1.407 tỷ đồng chiếm 58,63% kế hoạch; LNST đạt 14,23 tỷ đồng chiếm 12% kế hoạch. So với cùng kỳ năm 2010, doanh thu tăng 60,9%, LNST giảm 66,5%. LN thấp là do chi phí lãi vay cao (lên đến 109 tỷ đồng cho 6 tháng đầu năm 2011), GVHB tăng đến 72% so với cùng kỳ năm ngoái.

**TTF được biết đến là doanh nghiệp hàng đầu về sản xuất, chế biến và xuất khẩu đồ gỗ**

Các dòng sản phẩm hiện nay của TTF đều có thể đáp ứng yêu cầu về chứng nhận FSC – Forestry Stewardship Council và các yêu cầu khắt khe khác về độ tổ và kết cấu từ thị trường Mỹ và Châu Âu, Nhật Bản, ... với các đơn hàng trị giá hàng trăm tỷ đồng. Năm 2010 là năm đánh dấu doanh thu của công ty vượt mốc 2.000 tỷ đồng.

**Năng lực sản xuất:** Với quy mô hiện tại công ty đang khai thác rừng và hoạt động sản xuất tại 3 khu vực chính là Đaklak, Bình Dương, Phú Yên.

TTF đang sở hữu 3 công ty trồng rừng, 7 nhà máy chế biến gỗ, 1 công ty bao bì, 1 công ty gạch tuynel, 1 công ty vườn ươm... Về công suất sản xuất hiện nay của TTF vào khoảng 470 container sản phẩm mỗi tháng trong đó Đaklak đạt 100 container, Bình Dương đạt 350 container, Phú Yên đạt hơn 20 container.

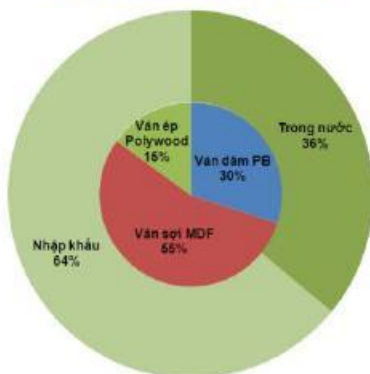


Công ty con/liên kết	Tỷ lệ nắm giữ
CTCP Trường Thành Đaklak 1	70%
CTCP Chế biến gỗ Trường Thành Đaklak 2	70%
CTCP Chế biến gỗ Bình Dương	64,16%
CTCP Ván Công nghiệp	99,8%
CTCP Công nghiệp gỗ Trường Thành	65,6
CTCP Lâm nghiệp Trường Thành	100%
CTCP Trường Thành Xanh	100%
CTy TNHH Kỹ nghệ gỗ Trường Thành	89,06%
CTCP Trồng rừng Trường Thành	100%

Hệ số	2008	2009	2010
<b>Hệ số hoạt động (vòng)</b>			
Vòng quay HTK	0,64	1,71	1,42
Vòng quay các khoản phải thu	9,64	6,50	4,48
Vòng quay các khoản phải trả	4,12	3,31	2,39
<b>Số ngày hoạt động</b>			
Số ngày phải thu	37,33	55,40	80,33
Số ngày phải trả	87,43	108,73	150,58
Số ngày tồn kho	566,35	209,97	254,32
<b>Hệ số thanh toán (lần)</b>			
HS thanh toán nhanh	0,44	0,43	0,35
HS thanh toán hiện hành	1,25	1,16	1,14
HS thanh toán lãi vay	0,75	0,71	0,65

*Nguồn: TTF - Báo cáo thường niên 2010*

**Cơ cấu ván nhập khẩu**



**Kênh bán hàng:**

*Thị trường trong nước:* bao gồm hệ thống 6 cửa hàng tự doanh tại TP.HCM, Buon Ma Thuộc, 16 cửa hàng thuộc 13 đại lý cấp 1 tại các tỉnh thành cùng với 8 cửa hàng siêu thị thuộc 5 công ty hợp tác phân phối như: Điện máy Thiên Hòa, V-Home, Đệ nhất Phan Khang, gạch Đồng Tâm...

*Thị trường nước ngoài:* TTF xuất trực tiếp cho hệ thống các siêu thị, chuỗi cửa hàng bán lẻ như: Pier1 Import, Cosco, Walmart, Lowe's, Ikea, Lapeyre, Home Retail Group, Tesco...

**■ Nguồn nguyên liệu:**

Hiện có chỉ còn khoảng 20% gỗ được nhập khẩu từ các nước như Brazil, Uruguay, Ghana, Mỹ, Đức, Pháp... Đây là các quốc gia có kế hoạch phát triển trồng rừng rất mạnh giúp đảm bảo được nguồn cung lớn và ổn định cho nhu cầu nhập khẩu gỗ hiện nay của toàn cầu nói chung và TTF nói riêng. Bên cạnh những khu rừng của mình, TTF còn được công ty QPFL thuộc tập đoàn Oji – Nhật Bản cung cấp độc quyền gỗ trầm và keo có chứng nhận FSC với đường kính lớn tại Việt Nam. Do đó, vấn đề thiếu hụt nguyên liệu không còn là nỗi lo lắng của TTF như trước năm 2008.

Ngoài ra việc thành lập thêm công ty ván công nghiệp Trường Thành tại Bình Dương cùng với việc di dời xưởng sản xuất ván dăm tại Phú Yên về nhà máy mới này đang và sẽ giúp cho Trường Thành trở thành nhà cung cấp lớn về nguyên liệu ván (ván lạng, ván ép, ván dăm) cho thị trường trong nước. Điều này giúp TTF tăng mức độ chủ động trong nguồn nguyên liệu đầu vào và kiểm soát chi phí cũng như chất lượng trong quá trình sản xuất.

**■ Trồng rừng**

TTF đang sở hữu diện tích đất trồng rừng khá lớn đủ sức đáp ứng nhu cầu sản xuất các đơn hàng lớn của chính mình và phân phối ra thị trường bên ngoài khi đi vào khai thác. Theo kế hoạch công ty sẽ không trồng cùng một lúc mà sẽ trồng liên tục trong nhiều năm. Công ty Trường Thành có kế hoạch trồng rừng dài hạn với hơn 100.000 ha. Hiện đang tiến hành tại Đaklak, Đak Nông và Phú Yên với tổng số đất đã được chấp thuận chủ trương trồng rừng là 90.000ha. Trong đó Đaklak và Đak Nông đã mua và trồng khoảng 4.000 ha, Phú Yên thì đã mua và trồng gần 3.000 ha rừng sản xuất.

Ngoài ra việc hợp tác với tập đoàn Oji – Nhật Bản tiến hành trồng rừng tại Phú Yên (diện tích hơn 17.000 ha rừng trầm cho giai đoạn 1 và khoảng 23.000 ha cho giai đoạn tiếp theo), sẽ giúp gia tăng ổn định nguồn nguyên liệu gỗ đầu vào cho công ty trong dài hạn. Dự kiến sau thời gian 4 năm kể từ khi trồng vạt rừng đầu tiên TTF sẽ tận dụng gỗ non, cành nhánh cung cấp cho các nhà máy ván của mình. Từ năm 2011, mỗi năm TTF sẽ có ít nhất khoảng 500 ha có thể khai thác để đưa vào chế biến.

**■ Hiện nay lượng hàng tồn kho của TTF có giá trị rất lớn gấp 2-3 lần doanh thu hàng quý của công ty**



**Sản phẩm tiêu biểu**



Chỉ tiêu – TTF (tỷ đồng)	Q3/2010	Q4/2010	Q1/2011	Q2/2011
Doanh thu	436	897	569	837
HTK	1.318	1.227	1.416	1.589

So với các công ty trong ngành hệ số vòng quay hàng tồn kho của TTF tương đối thấp chỉ đạt mức bình quân là 1,25 vòng/năm. Nguyên nhân là do TTF sản xuất cả 3 dòng hàng: nội thất, ngoại thất và ván sàn nên nguyên liệu dự trữ cần với số lượng lớn. Ngoài ra, là doanh nghiệp có khả năng làm các đơn hàng lớn trong thời gian ngắn nên đòi hỏi phải dự trữ nguyên liệu cũng khá lớn. Và một lý do quan trọng làm cho trị giá hàng tồn kho lớn là nguyên liệu Teak có trị giá rất cao nhưng hiện đang rất khó bán trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế toàn cầu gây ứ đọng nhiều.

Trong năm 2010 kinh tế Mỹ phục hồi giúp cho các đơn hàng nội thất tăng cao dẫn đến việc phải mua thêm một số nguyên liệu (trong kho không dự trữ). Ngoài ra trước đó công ty đã trữ nguyên vật liệu dùng cho hàng ngoại thất, tuy nhiên trái với dự báo, nhu cầu từ phía Châu Âu giảm mạnh đối với mặt hàng này làm ứ đọng nguyên vật liệu khá nhiều. Trong năm 2010 và nửa đầu 2011, TTF chuyển sang sử dụng gỗ cao su và trà để sản xuất (trước đây công ty không trữ nhiều loại nguyên liệu này và trong năm 2010 giá gỗ cao su đã tăng 44%) buộc lòng TTF phải vay vốn nhập khẩu trong tình thế lãi suất cao hiện nay để đáp ứng các đơn hàng lớn và trong thời gian gấp, chính những điều này đã dẫn đến hàng tồn kho của TTF hiện nay khá cao.

Theo số liệu ngày 30/06/2011, số dư HTK của TTF lên mức 1.581 tỷ đồng, trong đó nguyên vật liệu là 1.066 tỷ đồng, thành phẩm chỉ chiếm 44 tỷ đồng, chi phí sản xuất – kinh doanh dở dang chiếm 400 tỷ đồng, hiện công ty đang lên kế hoạch bán hàng tồn kho (dưới dạng nguyên vật liệu) và chấp nhận bán với giá thấp hơn giá mua ban đầu nhằm giảm lượng hàng tồn kho và cải thiện dòng tiền cho công ty tránh phát sinh chi phí tài chính một khi dư nợ vay của công ty đang rất cao. Theo kế hoạch của TTF, trong 6 tháng cuối năm, Công ty sẽ nỗ lực để giảm số lượng tồn kho từ 30-50%.

**■ Các đối tác nước ngoài hỗ trợ trong quá trình SXKD**

TTF được đối tác là công ty QPFL (thuộc tập đoàn giấy Oji của Nhật Bản) cung cấp độc quyền số lượng lớn gỗ trà và keo có chứng nhận FSC đặc biệt với đường kính lớn phù hợp để sản xuất đồ ngoại thất. Việc này góp phần giúp cho TTF trở thành nhà sản xuất có khả năng xuất khẩu thành phẩm bằng gỗ trà, keo có chứng nhận FSC nhiều nhất Việt Nam.

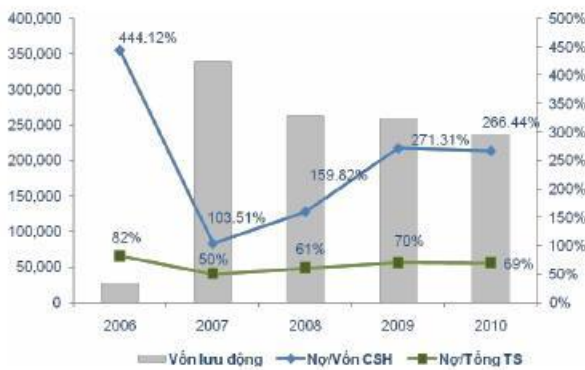
TTF hiện là đơn vị tiên phong cung cấp sản phẩm gỗ nội thất, sản phẩm bằng gỗ cao su NAC, sản phẩm gỗ dành cho trẻ em của tập đoàn IKEA (tập đoàn IKEA – Thụy Điển - đơn vị hàng đầu thế giới về đồ gỗ nội – ngoại thất) tại Việt Nam từ năm 2011. Đây là một thành tích đáng mừng cho TTF trong thời gian sắp tới với các hợp đồng trên 10 triệu USD mỗi năm đến từ tập đoàn này.

Thành lập trung tâm đào tạo nghề chế biến gỗ tại Dak Lak với sự hỗ trợ của tổ chức hợp tác kỹ thuật GTZ của Đức.

**■ Vốn vay cao, trong đó vay ngắn hạn chiếm 93% tổng nợ vay.**



**Đòn bẩy tài chính**



**Các đối thủ tiêu biểu trên thị trường**

Công ty	Quốc gia
Shing Mark	Đài Loan
RK Resources	Malaysia
Latitute Tree	Đài Loan & Malaysia
Thuận An	Việt Nam
Savimex	Việt Nam
Phú Tài	Việt Nam
Đại Châu	Việt Nam

*Nguồn: FPTS tổng hợp*

Số dư tại ngày 30/06/2011, vay ngắn hạn là 1.751 tỷ đồng, vay dài hạn là 108,78 tỷ đồng

Chỉ tiêu – TTF (tỷ đồng)	2009	2010	6M/2011
Vay ngắn hạn	1.167	1.494,85	1.750,95
Vay dài hạn	127,92	119,14	108,78
Vốn CSH	661,82	691	703,32

Cơ cấu đòn bẩy của TTF hiện nay khá cao, tỷ lệ Nợ vay/Vốn CSH ở mức 266,44%. Trong đó chủ yếu là nguồn vay nợ ngắn hạn chiếm đến 93%. Tính đến 6 tháng đầu 2011, tổng nợ đã vượt hơn 3 lần so với vốn CSH của công ty. Nguồn vốn lưu động của TTF nằm trong khoản 250-350 tỷ đồng mỗi năm.

Cả 2 chỉ số thanh toán nhanh và thanh toán lãi vay đều ở mức dưới 1, một phần do năm 2010 TTF cho sản xuất trước 10% đơn hàng nhằm hạn chế giao hàng trễ vào dịp Tết Nguyên Đán dẫn đến tồn kho cuối 2010 tăng thêm. Cần lưu ý trước tình hình vay nợ cao, lãi vay cũng như tồn kho tăng cao của TTF hiện nay.

**Đối thủ cạnh tranh**

Trên thị trường hiện nay, đối với ngành chế biến đồ gỗ thị phần tập trung vào một vài doanh nghiệp lớn như: trong nước: CTCP Chế biến Gỗ Thuận An – GTA, CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex - SAV; Nước ngoài: Shing Mark, RK Resources, Latitute Tree. Ngoài ra, trên thị trường hiện nay sức ép cạnh tranh đến từ các doanh nghiệp nước ngoài, doanh nghiệp FDI. Với lợi thế về chi phí lãi vay và tiềm lực tài chính cũng như kinh nghiệm trong ngành sản xuất gỗ, họ sẽ là rào cản khá lớn đối với các doanh nghiệp trong nước, trong đó có Trường Thành.

**So sánh các công ty trong ngành**

Chỉ tiêu	2008		2009		2010	
	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST	Doanh thu	LNST
CTCP Tập đoàn Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành - TTF	693,20	21,29	1.903,48	25,70	2.187,58	55,21
CTCP Chế biến Gỗ Thuận An – GTA	163,59	7,63	286,36	9,21	396,71	12,24
CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex – SAV (*)	562,77	13,97	411,07	14,60	427,58	9,48

(\*): doanh thu SXKD đồ gỗ chiếm 98%

*Nguồn: BCTC đã kiểm toán giai đoạn 2008-2010 của các công ty*

**Doanh thu H&KD giữa các công ty trong ngành 2008-2010**



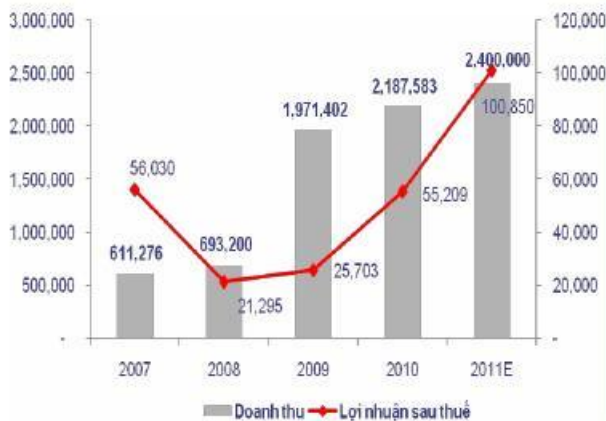
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	TTF	SAV	GTA
Vốn điều lệ (*)	312,49	99,6	104
Vốn CSH (*)	703,32	285,11	151,68
Tổng TS (*)	3.004,35	525,52	250,47
Tăng trưởng doanh thu %	60,93	2,93	21,48
Tăng trưởng LN gộp %	55,03	9,24	6,68
Tăng trưởng LNST %	36,33	-15,11	-3,04
Biên LN gộp %	19,07	-14,33	7,61
Biên LN sau thuế %	2,30	2,90	5,51
ROE %	5,88	4,68	8,22
ROA %	2,09	2,40	5,43

(\*): số liệu theo BCTC 30/06/2011

% tỷ lệ tăng trưởng được tính trong giai đoạn 2008-2010



**Tình hình doanh thu – LNST  
 2007-2011E**



**Biến động doanh thu  
 2007-2011E**



Nguồn: FPTs tổng hợp

**▪ Dự báo**

Chỉ tiêu	2011E	KH 2011	6M/2011	6 tháng so với kế hoạch%
<b>Tổng công ty</b>				
Doanh thu	2.400	2.400	1.407	58,63
LNST	100,85	118-128	14,23	12,06
Vốn điều lệ	312,49	407,49	312,49	76,68
EPS	3.201	2.896	404	13,95

Nguồn: TTF- BCTC hợp nhất 6 tháng/ 2011

**Dự phóng 2011E:**

**Doanh thu và lợi nhuận HDKD:** theo trao đổi với đại diện công ty, kế hoạch 2011 doanh thu sẽ đạt 2.400 tỷ; LNST đạt quanh 118-128 tỷ đồng. Tuy nhiên trên cơ sở 6 tháng đầu năm cũng như tình hình hàng tồn kho cao, sản lượng xuất khẩu giảm và chi phí lãi vay năm nay ước đạt 200 tỷ, chúng tôi dự phóng năm nay doanh thu của TTF sẽ cán mức 2.400 tỷ. Về mặt lợi nhuận, năm nay công ty sẽ nhận được khoản lợi nhuận hơn 3 triệu USD từ việc liên doanh trồng rừng tại Phú Yên với tập đoàn Oji Nhật Bản, chính điều này giúp LN tăng mạnh trong năm nay, ước đạt quanh mức 100,85 tỷ đồng tương đương 85% kế hoạch, riêng hoạt động SXKD ước đạt 35,85 tỷ đồng.

**GVHB:** nguyên liệu đầu vào tăng cao, hiện đang trong giai đoạn cơ cấu lại các công ty con để đẩy mạnh sản xuất nguyên liệu nên ước tính tỷ lệ GVHB/doanh thu vẫn ở mức cao, tương đương bình quân 2009-2010 vào mức 84,1%.

**Tổng hợp lại chúng tôi dự phóng doanh thu toàn công ty năm nay sẽ đạt 2.400 tỷ đồng tương đương 100% so với kế hoạch. LNST khoảng 100,85 tỷ đồng. Theo trao đổi với TTF, trong năm nay công ty sẽ không phát hành thêm cổ phiếu vì vậy EPS ước tính cuối năm đạt 3.201 đồng (đã bao gồm 5% cổ phiếu tăng thêm do chia cổ tức 2010).**

**Triển vọng 2012 về sau:** hiện số lượng đơn hàng của TTF đã đáp ứng đến tháng 04/2012, vấn đề TTF cần quan tâm trong những tháng cuối 2011 và 2012 là giải quyết hàng tồn kho cao hiện nay. Ngoài ra, trong năm 2012 TTF tiếp tục nhận được các khoản đầu tư góp vốn của Tập đoàn Oji – Nhật trong dự án trồng rừng tại Đak Nông và Đaklak. Theo kế hoạch TTF sẽ phát triển thị trường nội địa với các sản phẩm nội thất dành cho các công trình lớn, cao cấp giúp nâng tỷ trọng doanh thu nội địa trong 1-2 năm tới.

**▪ Định Giá**

**Chúng tôi định giá TTF theo phương pháp so sánh P/E và P/B**

Mức P/E và P/B trung bình của các công ty trong ngành hiện tại là 9,54 và 0,7x. Hiện tại chúng tôi chọn ra 4 doanh nghiệp trong ngành để tiến hành so sánh và định giá TTF. So về quy mô, hiệu quả HDKD cùng với khảo sát biến động giá trong thời gian qua, chúng tôi ước tính mức P/E và P/B cuối năm 2011 dành cho TTF sẽ tương ứng là 8x và 0,52x là phù hợp.

Để hợp lý, trong phần định giá này chúng tôi tạm loại trừ khoản 3 triệu USD nhận từ Tập đoàn Oji do không thuộc mảng kinh doanh truyền thống của công ty, ước tính LNST sẽ đạt 35,85 tỷ đồng. Theo



Chỉ tiêu - TTF	2009	2010	2011E (*)
EPS (VND)	708	2.018	1.138
Book value (VND)	21.531	26.705	21.959

(\*): đã loại trừ khoảng 3 triệu USD nhận từ Oji

Mã CP	Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	Giá hiện tại	P/E Trailing 12M	P/B
GTA		8.200	6,30	0,53
SAV		22.800	20,5 (*)	0,77
DCS		7.600	8,29	0,67
PTB		14.500	3,05	0,84
<b>Bình quân</b>			<b>9,54</b>	<b>0,70</b>

(\*): do Q2/2011 SAV kinh doanh lỗ nên P/E tính dựa trên EPS 4 quý (Q2/2010 – Q1/2011) – EPS = 1,11

**Nguồn:** FPTS tổng hợp

đó EPS và book value/CP dự kiến cuối năm tương ứng sẽ đạt 1.138 và 21.959 đồng.

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E và P/B cho thấy mức giá TTF lần lượt đạt 9.104 đồng và 11.419 đồng.

Vấn đề TTF đang cần giải quyết đó là hàng tồn kho và chi phí vay, chính vì vậy trong ngắn hạn chúng tôi khuyến nghị nên nắm giữ thận trọng cổ phiếu này và quan sát tình hình kinh doanh của công ty những tháng cuối năm.

Thông qua trao đổi với đại diện của TTF, xét về trung hạn đến năm 2012 công ty vẫn duy trì hoạt động sản xuất kinh doanh hiện tại với mức tăng trưởng ổn định. Hiện TTF đang tiến hành các dự án trồng rừng nhằm chủ động hơn trong nguồn nguyên vật liệu ở những năm sau. Dự tính bắt đầu đến 2013 trở đi mới có sự tăng trưởng cao trong HĐKD của TTF. Vì lẽ đó kỳ vọng mức giá như vậy là phù hợp với thị trường hiện nay đến cuối năm.



**Nguồn:** FPTS tổng hợp

Chỉ tiêu	Giá trị	Chú giải	
Số CP lưu hành bình quân (CP)	31.501.972	Đã bao gồm 5% CP tăng thêm từ phần chia cổ tức 2010	
LNST dự kiến (tỷ đồng)	35,85	Theo dự phóng KQKD năm 2011 đã loại trừ 3 tr USD	
EPS (VND)	1.138	EPS = 35.850.000.000/31.501.972	
Book value/CP (VND)	21.959	Theo dự phóng KQKD năm 2011	
P/E	8,0		
P/B	0,52	Theo ước tính	
Kết quả định giá	Giá trị	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	9.104	50%	4.552
P/B	11.419	50%	5.710
<b>Giá</b>	<b>10.262 ~ 10.300</b>		



**Khuyến nghị:**

Hiện cổ phiếu đang nằm trong vùng giá thấp, KLGĐ ít biến động, xu hướng đi ngang từ tháng 3 đến nay, bình quân đạt 20.000cp/phiên. Giá luôn được kháng cự mạnh bởi EMA 15 trong suốt thời gian dài. Chỉ báo MFI cho thấy, dòng tiền đổ vào cổ phiếu này khá thấp.

Đồ thị kỹ thuật cho thấy giá đang về test mức 7.400 đồng và trước đó đã tạo 2 đỉnh tại 9.400 và 9.100 đồng, báo hiệu kết thúc xu hướng đi ngang trong thời gian sắp tới. Giá phải bức phá được EMA 45 và EMA 90 để hướng về mức giá mục tiêu 10.300 đồng đây cũng là ngưỡng kháng cự mạnh của TTF.

Đây không phải là cổ phiếu dành cho các NĐT lướt sóng, chỉ phù hợp cho các NĐT theo trường phái dài hạn, theo sát kế hoạch hoạt động của công ty. Tình hình hiện nay chỉ nên thận trọng nắm giữ cho đến khi kênh giá đạt được các ngưỡng bức phá trên, kèm theo KLGĐ tăng cao tạo thanh khoản tốt hơn.

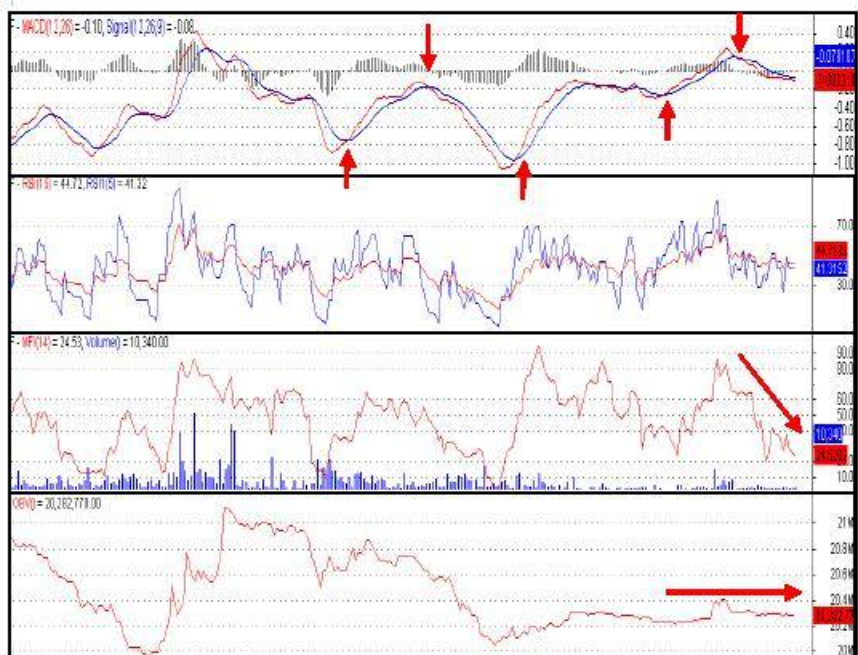
Chỉ số	Giá trị	Tín hiệu
RSI (15)	44,71	Đi ngang
RSI (5)	41,31	
MACD	-0,04	Giảm sâu
MFI	24,53	Dòng tiền đổ vào yếu
Volume	20.294	Ổn định, thanh khoản thấp

**- Phân tích kỹ thuật**



Kháng cự - Hỗ trợ	Yếu	Mạnh
Hỗ trợ	7.600	6.600
Kháng cự	9.000	10.300

Ngắn hạn	Trung hạn	Dài hạn
Giảm	Củng cố	N/A





**Diễn giải khuyến nghị :**

Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường.

<b>MUA</b>	<b>Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%</b>
<b>NẮM GIỮ</b>	<b>Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%</b>
<b>BÁN</b>	<b>Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%</b>
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	<b>Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan,</b>

**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp, Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này,

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS, Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình,

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra,

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch,fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức,

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Trụ sở chính**  
Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh  
Quận Đống Đa, Hà Nội Việt Nam  
ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84,4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh**  
31 Nguyễn Công Trứ P, Nguyễn Thái  
Bình, Tp, Hồ Chí Minh Việt Nam  
ĐT: (84,8) 6 290 8686  
Fax: (84,8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**  
**Chi nhánh Tp, Đà Nẵng**  
124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải  
Châu, Tp, Đà Nẵng Việt Nam  
ĐT: (84,511) 3553 666  
Fax: (84,511) 3553 888