



Company Visit Note

SAV_CTCP Hợp tác Kinh tế & XNK Savimex (HSX)

BSC RESEARCH

Trưởng phòng

Trần Thăng Long

longtt@bsc.com.vn

Thực hiện

Lương Thu Hương

huonglt@bsc.com.vn

Năm 2017, SAV đặt mục tiêu DT đạt 25.24 triệu USD và LNST là 686,338 USD, tương đương EPS 2017 = 1,397 đồng/cp.

KQKD Q1/2017 khả quan với NPAT đạt khoảng 70,000 USD mảng gỗ xuất khẩu, trong khi cùng kỳ năm 2015 lỗ. Tại ĐHCĐ 2017 dự kiến SAV sẽ hoàn thành việc mở room cho NĐT nước ngoài.

Ngày 08/03/2017, cổ phiếu SAV được giao dịch với giá 8,890 đồng, PB = 0.43x và PE FW = 6.37x.

Catalyst: *Tổng thống Trump có thể ban hành mức thuế 45% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế trung bình hiện tại là khoảng 3%), cùng với đó việc Trung Quốc ra chính sách cấm khai thác gỗ cao su cũng sẽ là động lực tốt cho việc chuyển đơn hàng sang phía Việt Nam.*

Báo cáo này chỉ là nguồn thông tin tham khảo. Vui lòng đọc kỹ phần Khuyến cáo sử dụng ở trang cuối.

SAV – Một chương mới bắt đầu

SAV được thành lập từ năm 1985 với hoạt động chính là xuất khẩu sản phẩm đồ gỗ. Tháng 4/2014, Eland chính thức tham gia vào HĐQT của SAV và bắt đầu hoạt động tái cơ cấu doanh nghiệp từ năm 2015. Trong hai năm 2014 và 2015, SAV lỗ lần lượt 23.9 tỷ đồng và 25.4 tỷ đồng do liên quan đến việc xử lý một số vấn đề tồn đọng của giai đoạn trước. Năm 2016, KQKD của SAV có nhiều tín hiệu khả quan khi biên LNG tăng từ 8.23% (2015) lên thành 11.09% (2016), cao hơn mức 10.53% của năm 2013 trước thời điểm Eland tham gia vào SAV.

Các năm trước đây SAV có thực hiện chuyển nhượng một số dự án BĐS, nhưng từ năm 2016 SAV bắt đầu tập trung vào hoạt động cốt lõi là sản xuất đồ gỗ xuất khẩu. Công ty đặt mục tiêu biên LNG đạt từ 14 – 16% trong năm 2017 do điều kiện thị trường thuận lợi. Trong 3 năm tới, SAV sẽ vẫn tiếp tục tập trung vào mảng đồ gỗ xuất khẩu và hiện chưa có kế hoạch cụ thể với các dự án BĐS.

Về hoạt động sản xuất đồ gỗ, các sản phẩm của SAV hiện tại là nội thất khách sạn, bàn kệ học sinh, đồ nội thất gia dụng, tủ bếp, doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 90% tổng doanh thu, còn lại 10% bán nội địa. Nguyên liệu gỗ chủ yếu được nhập trong nước là gỗ cao su, gỗ thông, trầm, MDF và P/B (chiếm khoảng 60% tổng giá trị), còn lại 40% nhập khẩu gỗ tấm từ Hoa Kỳ và EU. Số lượng nhân công hiện tại của SAV là 1,000 – 1,200 nhân công, trong đó nhân công trực tiếp của mảng đồ gỗ là trên 800 người. Trong năm 2017 và các năm tới SAV mục tiêu có khoảng 6 nhân công/container thành phẩm theo chuẩn quốc tế, do đó số nhân công hiệu quả cho năm 2017 sẽ khoảng 720 người.

Thị trường xuất khẩu chủ đạo là Hoa Kỳ - EU, Nhật Bản và Hàn Quốc, doanh thu 2016 lần lượt là 10.72 triệu USD (+15%yoy), Nhật Bản 6.55 triệu USD (-4%yoy) và Hàn Quốc 3.05 triệu USD (+39%yoy). Công ty sẽ tập trung phát triển thị trường Hàn Quốc do có công ty mẹ Eland tham gia vào quá trình tiêu thụ sản phẩm, đặc biệt sẽ đẩy mạnh thị trường Hoa Kỳ ở cả phân khúc nội thất khách sạn và bán lẻ.

Hiệu quả hoạt động đang dần cải thiện

Năng suất lao động được cải thiện mạnh. Năm 2015, năng suất lao động của SAV (tổng Doanh thu / Số lao động trực tiếp) là 1,500 USD/người, năm 2016 đã cải thiện thành 2,000 USD/người (+33.33%yoy), mục tiêu năm 2017 SAV sẽ đạt 2,800 USD/người (hiện tại trong 2 tháng đầu năm 2017, năng suất lao động đang là 2,100 – 2,200 USD/người).

Số container sản phẩm cũng đang tăng dần qua mỗi năm. Số cont thành phẩm năm 2015 là 954 conts, năm 2016 đạt 1,091 conts (+14%yoy). Số conts thành phẩm tăng lên cho thấy tình hình đơn hàng đang tăng, doanh nghiệp đang đáp ứng được các yêu cầu về chất lượng và thời hạn giao hàng phía đối tác. Tính trung bình trong năm 2016, SAV xuất được 91 conts/tháng, mục tiêu trong năm 2017 sẽ xuất khoảng 120 conts/tháng (+32%yoy), hiện tại đã đạt được 100 conts/tháng. BSC cho rằng với tình hình thị trường đang tích cực, SAV sẽ đạt được mục tiêu này trong năm 2017, ngoài ra, dư địa tăng trưởng vẫn còn khi tổng năng lực sản xuất của SAV có thể đáp ứng tối đa là 150 conts/tháng. (Doanh thu trung bình của 1 cont vào khoảng 20,000 USD/tháng).

Chỉ số tài chính cải thiện tốt. Do đặc thù của ngành gỗ nội thất xuất khẩu là nguyên liệu đầu vào gần như là một mức giá giống nhau giữa các doanh nghiệp. Do đó hiệu quả sản xuất thể hiện ở việc tiết giảm chi phí lao động, chi phí sản xuất, từ đó là nền tảng để nhận được nhiều đơn hàng với giá tốt, tăng doanh thu và lợi nhuận. Trong năm 2016, SAV đã thực hiện cơ cấu lại một số bộ phận, giúp giảm tổng chi tiêu lương; đàm phán giảm phí logistic kéo container; giảm hàng tồn kho, tăng vòng quay tiền. Qua đó:

- (1) Biên lợi nhuận gộp đang có xu hướng tăng. Tính từ năm 2014, sau khi Eland vào ban điều hành SAV, biên LNG của SAV tăng từ 8.37% (2014) lên thành 11.09% năm 2016, trong đó biên LNG 1H2016 là 8%, tăng dần lên mức 11% và 13% trong Q3 và Q4 2016.
- (2) Tỷ trọng Chi phí hoạt động trên Doanh thu giảm. Tổng chi phí bán hàng và chi phí QLDN trên Doanh thu thuần năm 2016 là 9.71%, thấp hơn năm 2015 (11.09%) và trung bình giai đoạn 2011 – 2015 (11.01%).
- (3) Vòng quay tiền (cash conversion cycle) đang giảm mạnh. Năm 2016, CCC của SAV là 110 ngày, trong khi năm 2015 là 130 ngày và trung bình từ 2012 – 2015 là 195 ngày.

Triển vọng khả quan của thị trường Xuất khẩu và Nội địa

Hướng tới thị trường Mỹ. Thị trường Mỹ - EU là thị trường xuất khẩu lớn nhất của SAV, chiếm khoảng 50% tổng doanh thu, biên lợi nhuận cũng tốt hơn so với Nhật Bản và Hàn Quốc, năm 2015, doanh thu xuất khẩu sang khu vực Mỹ - EU là 9.15 triệu USD, năm 2016 là 10.74 triệu USD (+15%yoy). Phía SAV đang tích cực trực tiếp tìm kiếm đơn hàng sang Mỹ. Do đó nếu việc đàm phán trực tiếp thành công sẽ giúp SAV cải thiện biên lợi nhuận.

Bên cạnh mảng sản phẩm hiện tại là nội thất khách sạn, SAV sẽ đồng thời phát triển cả mảng bán lẻ nội thất tại thị trường Mỹ thông qua các đối tác. Do quy mô 1 khách hàng phía Mỹ rất lớn, tối thiểu khoảng 20 triệu USD, nên SAV sẽ tích cực phát triển theo cách trực tiếp.

Đẩy mạnh thị trường trong nước. Phân khúc thị trường SAV đang hướng đến là đồ gỗ nội thất cho Nhà ở Xã hội do đây là xu hướng phát triển tại Hàn

Quốc. Tháng 4/2017, SAV sẽ cung cấp nội thất tủ bếp cho 832 căn hộ thuộc dự án Sky9 Q9 của HanDong, doanh thu khoảng 320,000 USD. Ngoài ra Một công ty xây dựng lớn trong nước cũng đang tìm hiểu phía SAV để cung cấp nội thất cho các căn hộ của họ.

Chi phí đầu tư trong ngành gỗ không lớn. Do máy móc ngành gỗ có giá trị nhỏ, yếu tố quan trọng là có đủ mặt bằng để mở rộng việc sản xuất, nên trong 2 năm gần đây, giá trị mua mới hàng năm chỉ khoảng 8 tỷ đồng, trong nửa đầu năm 2017, SAV dự kiến đầu tư khoảng 6 tỷ đồng để bổ sung máy móc. Về nhà xưởng, SAV vẫn còn đủ quỹ đất để tăng số xưởng hoạt động.

Các dự án BĐS (đơn vị VND)	Tại 31/12/2016	Tại 31/12/2015
Cao ốc Nguyễn Phúc Nguyên	36,666,716	313,052,663
KDC Phú Thuận – Q7	3,580,474,607	7,443,633,207
Chung cư Ngọc Lan – Q7	9,511,736,024	9,464,093,396
Dự án Đào Trí – Q7	69,513,408,488	69,513,408,488
KDC Tân Thới Hiệp – Q12	7,823,398	9,454,512
KDC Bình Trị Đông – Bình Chánh	5,961,848,972	2,055,143,741
Công trình trường cán bộ - Tp. HCM	184,108,055	184,108,055

Nguồn: BCTC SAV

Phụ lục

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1. Chỉ tiêu về khả năng thanh toán						
+ Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.88	1.54	1.60	1.05	1.04	1.10
+ Hệ số thanh toán nhanh	0.60	0.47	0.49	0.70	0.56	0.51
2. Chỉ tiêu về cơ cấu vốn						
+ Tài sản Ngắn hạn/ Tổng tài sản	0.87	0.87	0.86	0.56	0.59	0.52
+ Tài sản Dài hạn/ Tổng tài sản	0.13	0.13	0.14	0.44	0.41	0.48
+ Hệ số Nợ/ Tổng tài sản	0.54	0.58	0.57	0.57	0.57	0.49
+ Hệ số Nợ/ Vốn chủ sở hữu	1.19	1.38	1.32	1.32	1.35	0.95
+ Vay và Nợ ngắn hạn / Tổng tài sản	16.74%	16.82%	21.59%	29.93%	32.94%	25.29%
+ Vay và Nợ dài hạn / Tổng tài sản	7.93%	0.00%	2.19%	3.44%	0.00%	0.00%
3. Chỉ tiêu về năng lực hoạt động						
+ Vòng quay hàng tồn kho		1.28	1.31	2.61	4.18	4.04
+ Vòng quay các khoản phải thu		6.48	5.29	5.98	4.03	4.79
+ Vòng quay các khoản phải trả		4.74	4.23	4.78	7.67	6.45
Số ngày hàng tồn kho		285	279	140	87	90
Số ngày khoản phải thu		56	69	61	91	76
Số ngày khoản phải trả		77	86	76	48	57
CCC		264	262	125	130	110
4. Chỉ tiêu về khả năng sinh lời						
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Doanh thu thuần (%)	1.44%	1.31%	0.75%	-3.61%	-4.90%	0.54%
+ Hsố lợi nhuận sau thuế/Vốn chủ sở hữu (%)	2.30%	2.52%	1.48%	-9.42%	-11.10%	1.20%
+ Hệ số lợi nhuận sau thuế/Tổng tài sản	1.05%	1.06%	0.64%	-4.07%	-4.73%	0.61%
+ Hệ số lợi nhuận từ HĐKD/Doanh thu thuần	0.01%	1.49%	0.71%	-2.16%	-4.83%	0.51%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
Hệ số Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	2.19	2.38	2.32	2.32	2.35	1.95
Hệ số Doanh thu/Tổng tài sản	0.73	0.80	0.84	1.13	0.96	1.13
Hệ số Lãi trước thuế, lãi suất/Doanh thu	0.03	0.02	0.01	(0.02)	(0.03)	0.01
Hệ số lãi trước thuế/Lãi trước thuế, lãi suất	0.48	0.82	0.75	1.33	1.40	0.39
Hệ số lãi ròng/Lãi trước thuế	0.92	0.73	0.71	1.18	1.13	1.00
ROE	2.30%	2.52%	1.48%	-9.42%	-11.10%	1.20%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>
Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities
Bloomberg: BSCV <GO>

