

Mua Mạnh

BSC

SAV (HSX) – Một chương mới bắt đầu

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	VND 14.27
Giá đóng cửa	VND 9.40
Upside	51.75%

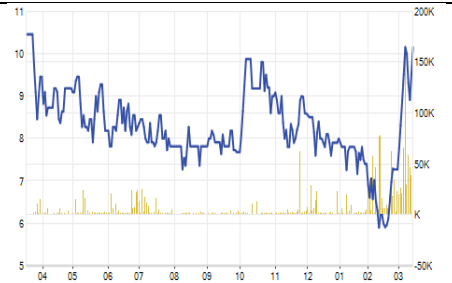
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành (triệu)	11.16
Vốn hóa (tỷ VND)	105
Giá Cao nhất/Thấp nhất 52 tuần	11.50/5.49
KL giao dịch TB 10 phiên	18,936

Cổ đông lớn (%)

Eland	42.28%
Chứng khoán Bản Việt	19.74%
PXP Vietnam Emerging Equity Fund	4.93%
Tong Yang	4.70%
Quỹ tầm nhìn SSI	4.44%
CTCP QLQ Tín Phát	4.28%

Diễn biến giá



Lương Thu Hương
huonglt@bsc.com.vn
+84 4 3935 2722 ext 108

Tổng quan về công ty: Doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ nội thất với tỷ trọng 90% doanh thu xuất khẩu sang Mỹ, EU, Nhật Bản và Hàn Quốc, còn lại 10% tiêu thụ nội địa. Sản lượng năm 2016 là 1,091 containers thành phẩm.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Mua Mạnh cổ phiếu SAV với giá mục tiêu 14,265 đồng/cp (+51.75% so với mức giá đóng cửa ngày 31/03/2017) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCFF và PE.

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 cũng sẽ là động lực tốt cho việc chuyển đơn hàng sang phía Việt Nam.

Luận điểm Đầu tư

- Hoàn thành quá trình Tái cơ cấu doanh nghiệp
- Hiệu quả sản xuất đang được cải thiện mạnh
- Doanh nghiệp đã bắt đầu có lãi, KQKD khả quan
- Mở rộng sang thị trường Mỹ theo hình thức trực tiếp
- KQKD Q1/2017 khả quan với NPAT đạt khoảng 70,000 USD mảng gỗ xuất khẩu, trong khi cùng kỳ năm 2015 lỗ
- ĐHCĐ 2017 dự kiến sẽ hoàn thành việc mở room

Rủi ro Đầu tư

- Các chỉ số tài chính và hoạt động vẫn thấp hơn TB ngành
- Tiềm ẩn rủi ro kinh tế Mỹ bước vào giai đoạn suy thoái
- Giá nguyên liệu gỗ biến động trước chính sách của TQ

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	2016
DTT (tỷ đ)	547.99	551.29	662.25	517.31	509.63
% tăng trưởng	19.93%	0.60%	20.13%	-21.89%	-1.48%
Tổng tài sản	682.25	653.95	587.71	536.51	451.69
Vốn chủ sở hữu	286.41	281.93	253.75	228.40	231.08
Vốn ĐL (tỷ đ)	99.63	99.63	99.63	99.63	115.51
LN gộp (tỷ đ)	68.32	58.05	55.45	42.59	56.51
LN sau thuế	7.21	4.16	(23.92)	(25.35)	2.77
Biên LN gộp	12.47%	10.53%	8.37%	8.23%	11.09%
ROE	2.52%	1.48%	-9.42%	-11.10%	1.20%
ROA	1.31%	0.75%	-3.61%	-4.90%	0.54%

Điểm nhấn Đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị Mua Trung và Dài hạn cổ phiếu SAV với giá mục tiêu 14,265 đồng/cp (+51.75% so với mức giá đóng cửa ngày 31/03/2017) dựa trên 2 phương pháp định giá là FCF và PE tỷ trọng 50 – 50.

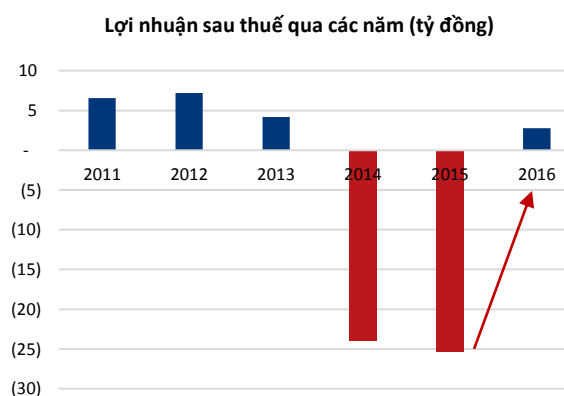
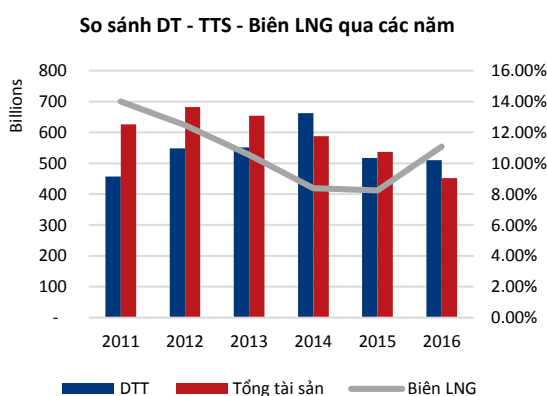
Quan điểm tích cực của chúng tôi về cổ phiếu SAV dựa trên những luận điểm sau:

- (1) SAV gần như hoàn thành quá trình tái cơ cấu doanh nghiệp.** Sau khi trở thành cổ đông lớn của SAV từ tháng 4/2014, tháng 6/2015 Eland mới chính thức tham gia vào việc điều hành doanh nghiệp. Do xử lý một số vấn đề tồn đọng của giai đoạn trước nên KQKD trong 2 năm 2014 – 2015 kém khả quan, tình hình đã có cải thiện hơn trong năm 2016. Năm 2017 và các năm tới, SAV sẽ tập trung vào mảng hoạt động cốt lõi là đồ Gỗ nội thất xuất khẩu. ĐHCĐ 2017, SAV sẽ hoàn thành việc mở room cho NĐT nước ngoài.
- (2) Hiệu quả sản xuất và KQKD đang được cải thiện. (1)** Số container thành phẩm tăng dần qua các năm, năm 2016 đạt 1,091 conts (+14%yoy), cho thấy doanh nghiệp đáp ứng được các yêu cầu về chất lượng và thời hạn giao hàng phía đối tác. **(2)** Năm 2016, năng suất lao động được cải thiện thành 2,000 USD/người/tháng (+33.33%yoy), mục tiêu năm 2017 SAV sẽ đạt 2,800 USD/người/tháng. **(3)** Biên lợi nhuận gộp đang có xu hướng tăng. **(4)** Tỷ trọng Chi phí hoạt động trên Doanh thu giảm và **(5)** Vòng quay tiền (cash conversion cycle) đang giảm mạnh thể hiện thanh khoản tài chính và hiệu quả hoạt động tốt hơn.
- (3) Triển vọng khả quan từ thị trường Mỹ.** Thị trường Mỹ - EU là thị trường xuất khẩu lớn nhất của SAV, chiếm khoảng 53% tổng doanh thu 2016, biên lợi nhuận cũng tốt hơn so với Nhật Bản và Hàn Quốc. Phía SAV đang tích cực tìm kiếm đơn hàng xuất khẩu trực tiếp đi Mỹ thay vì thông qua một công ty thương mại như hiện tại. Việc Tổng thống Trump đề trình mức thuế 45% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế trung bình hiện tại là khoảng 3%), cùng với việc nhân công Việt Nam giá rẻ và Chính phủ Trung Quốc áp dụng chính sách Bảo vệ Rừng mở rộng cũng sẽ là động lực để sản xuất và xuất khẩu gỗ tại Việt Nam thu hút thêm nhiều đối tác Mỹ.

Tổng quan về SAVIMEX

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. SAV bắt đầu có lãi, LNST 2016 đạt 2.77 tỷ đồng.



Nguồn: BCTC SAV, BSC Research

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 kê 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, trà, 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 trực tiếp/container/tháng 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 tiếp tục phát triển thị trường Hàn Quốc do có

CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex (SAV)

công ty mẹ Eland tham gia vào quá trình tiêu thụ sản phẩm. Đặc biệt SAV sẽ đẩy mạnh thị trường Hoa Kỳ ở cả phân khúc nội thất khách sạn và bán lẻ do tiềm năng thị trường lớn và Hoa Kỳ hiện là thị trường có biên lợi nhuận tốt nhất trong số các thị trường XK. Hiện SAV đang xuất khẩu đi Hoa Kỳ thông qua một công ty thương mại có trụ sở tại Malaysia.

Doanh thu theo từng Thị trường	2016 (USD)	2015 (USD)	Tỷ trọng từng thị trường 2016	% yoy
USA – EU	10,742,507	9,153,578	52.81%	17.36%
Nhật Bản	6,552,854	6,804,518	32.21%	-3.70%
Hàn Quốc	3,046,417	1,855,989	14.98%	64.14%
Tổng cộng	20,341,778	17,814,085	100.00%	14.19%

Nguồn: Savimex

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).

Năm	Mức lương bình quân (đồng/người/tháng)
2011	4,222,483
2012	4,500,460
2013	5,100,000
2014	5,500,000
2015	5,696,000
2016	~ 6,000,000

Nguồn: SAV

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 19,000 USD/tháng).

Các chỉ số đang 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:

CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex (SAV)

- (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 thể hiện thanh khoản tài chính và hiệu quả hoạt động tốt hơn. 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 53% 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 tìm kiếm đơn hàng sang Mỹ. Do đó, nếu việc đàm phán thành công sẽ giúp SAV cải thiện biên lợi nhuận; do bên cạnh việc xuất hàng thông qua một công ty thương mại tại Malaysia như hiện nay, SAV sẽ xuất trực tiếp đi Mỹ.

Ngoài ra, SAV sẽ đẩy mạnh mảng bán lẻ nội thất tại thị trường Mỹ thông qua các đối tác thay vì chỉ tập trung vào nội thất khách sạn. Nếu làm trực tiếp, quy mô 1 khách hàng phía Mỹ thường rất lớn, tối thiểu khoảng 20 triệu USD (bằng tổng Doanh thu xuất khẩu hiện tại trong 1 năm của SAV).

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 Sky 9 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.

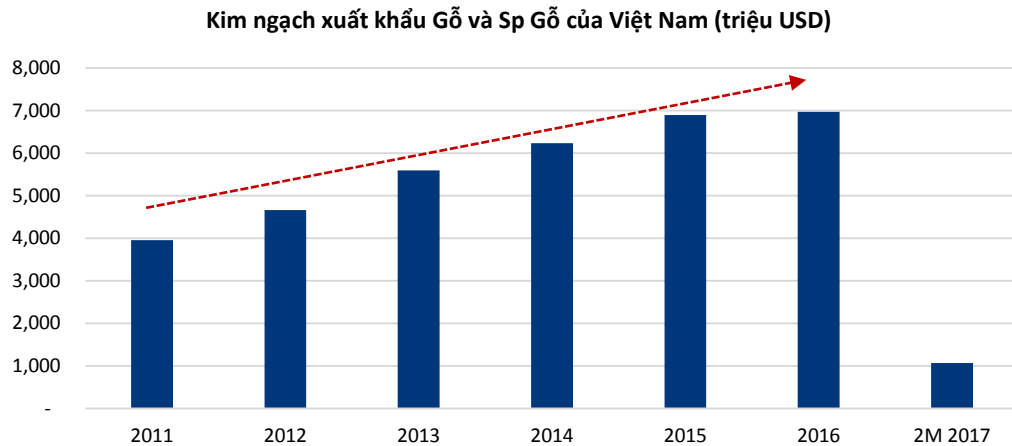
Ngành nghề không tốn nhiều vốn đầu tư. Do máy móc ngành gỗ có giá trị nhỏ (yếu tố quan trọng là có đủ mặt bằng để mở rộng việc sản xuất), nên trong 2 năm gần đây, giá trị mua mới hằng năm chỉ khoảng 8 tỷ đồng, trong nửa đầu năm 2017, SAV dự kiến đầu tư khoảng 6 tỷ đồng để bổ sung máy móc. Về nhà xưởng,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

Quỹ đất hiện tại của SAV (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

Tổng quan về Xuất khẩu Gỗ & Sản phẩm Gỗ

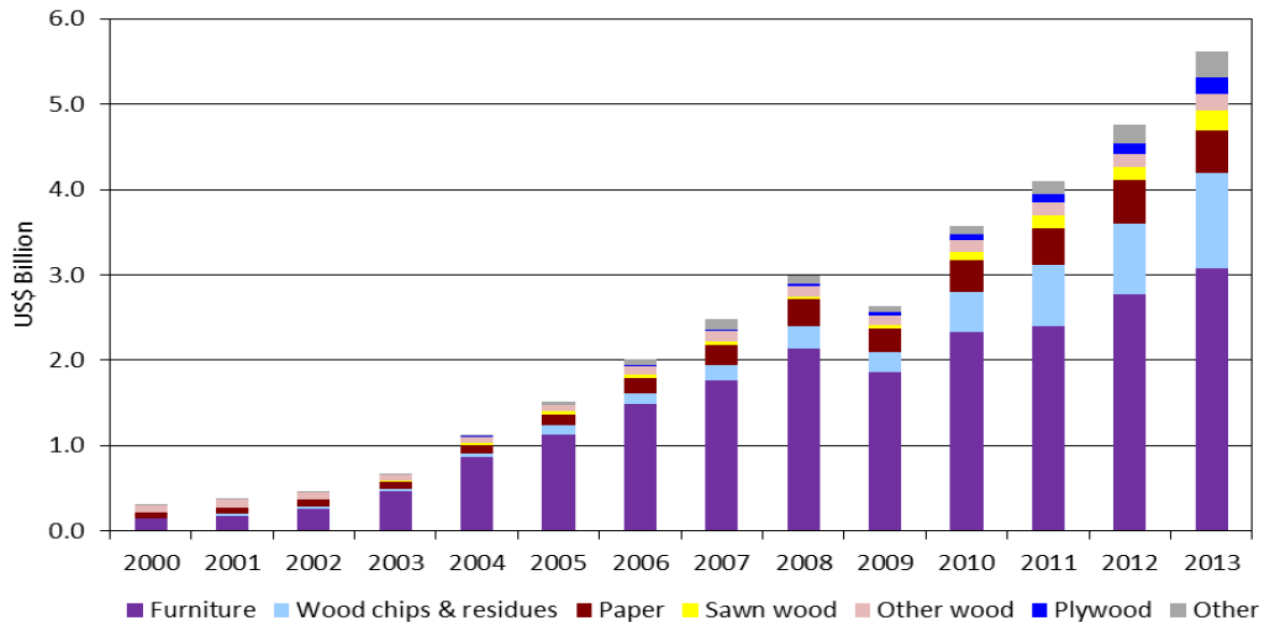
Gỗ và các sản phẩm từ gỗ là một trong số 10 mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam. Năm 2016, tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ đạt 6.97 tỷ USD (+1.13%yoy), chiếm 5.5% trong tổng cơ cấu Xuất khẩu hàng hóa của Việt Nam.

Trong 2 tháng 2017, kim ngạch xuất khẩu gỗ đạt 1.07 tỷ USD (+14.01%yoy), trong đó xuất khẩu chủ yếu sang Hoa Kỳ 414 triệu USD (+11.9%yoy), sang Trung Quốc 162 triệu USD (+65.1%yoy), sang Nhật Bản 146 triệu USD (-0.6%yoy).



Nguồn: Tổng cục hải quan, BSC Research

Các mặt hàng gỗ xuất khẩu của Việt Nam theo giá trị (tỷ USD)



Nguồn: Forest Trend

Chính sách Bảo vệ Rừng của TQ & Chính sách Thuế NK của Trump

Trung Quốc thiếu hụt nguyên liệu sản xuất, đẩy mạnh thu mua từ Việt Nam. Trung Quốc ban hành Kế hoạch 5 năm giai đoạn 2016 – 2020 bao gồm quy định hạn ngạch khai thác gỗ thấp hơn 6.3% so với hạn ngạch trước đó, đồng thời mở rộng lệnh cấm khai thác gỗ thương mại ở một số khu vực Đông Bắc ra toàn bộ rừng tự nhiên còn lại của Trung Quốc trong năm 2017. Do đó thời gian qua, thương lái Trung Quốc đã thu mua nguyên liệu gỗ cao su và gỗ keo trầm để xuất khẩu sang Trung Quốc, đẩy giá gỗ tăng khoảng 30% trong 3 tháng đầu năm 2017, sản lượng xuất khẩu sang TQ trong 2T2017 tăng 65%yoy.

Hưởng lợi từ chính sách thuế NK của Trump và chính sách bảo vệ Rừng của TQ. Hiện tại Gỗ xuất khẩu từ Việt Nam đi EU và US bị tính thuế từ 0 – 4%, trong khi đó Tổng thống Trump đang đề trình mức thuế 45% với hàng hóa nhập khẩu từ Trung Quốc (mức thuế trung bình hiện tại là khoảng 3%), cùng với đó giá nhân công rẻ cũng sẽ là động lực tốt cho việc chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang phía Việt Nam. Ngoài ra, mặc dù việc Trung Quốc áp dụng chính sách Bảo vệ Rừng mở rộng sẽ có tác động tiêu cực đến nguồn cung gỗ và giá gỗ nguyên liệu tại Việt Nam, nhưng cũng sẽ là động lực để sản xuất và xuất khẩu gỗ tại Việt Nam thu hút thêm nhiều đối tác Mỹ.

Thực trạng hiện nay: Có khoảng 500 doanh nghiệp nước ngoài hoạt động trong ngành gỗ nội thất tại Việt Nam, trong đó 1/3 đến từ Trung Quốc và Đài Loan. Một số doanh nghiệp chỉ nhập sản phẩm gần như hoàn chỉnh, rồi về Việt Nam lắp ráp, sơn sửa nhằm lấy xuất xứ Việt Nam, xuất khẩu đi Mỹ và EU với thuế suất ưu đãi.

Mỹ là đối tác thương mại lớn nhất

Theo số liệu của Tổng cục Hải quan 2016, thị trường Mỹ chiếm 40.6% tổng kim ngạch xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ, giá trị đạt 2.83 tỷ USD (+7%yoy); các thị trường Trung Quốc và Nhật Bản lần lượt xếp sau với giá trị xuất khẩu 1.02 tỷ USD (+4.7%yoy) và 981 triệu USD (-5.9%yoy), tỷ trọng xuất khẩu là 14.63% và 14.07%.

Xét về giá trị và tiềm năng, Mỹ đang là đối tác quan trọng nhất của ngành xuất khẩu gỗ Việt Nam. Theo báo cáo Vietnam Trade Data Analysis của Forest Trends, khoảng 90% sản phẩm gỗ xuất khẩu sang Mỹ của Việt Nam là đồ gỗ nội thất và tỷ trọng về số lượng cũng như giá trị đang tăng dần qua mỗi năm. Hiện Việt Nam đang giữ thị phần số 2 về xuất khẩu đồ gỗ nội thất vào Mỹ chỉ sau Trung Quốc.

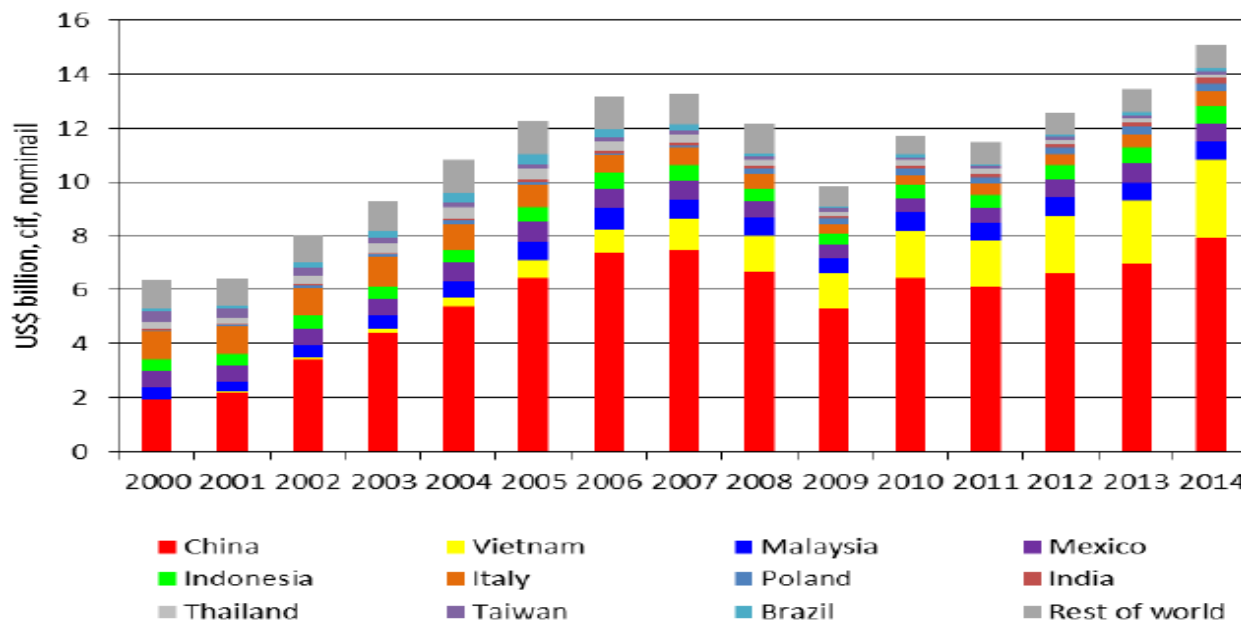
Tăng trưởng xuất khẩu gỗ nội thất sẽ tiếp tục đến từ thị trường Mỹ

Nền kinh tế Mỹ được dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong năm 2017. Năm 2017, kinh tế Mỹ dự báo đạt mức tăng trên 2% (năm 2016 là 1.6%), cùng với đó đề xuất giảm thuế thu nhập doanh nghiệp của Tổng thống Trump xuống mức 15% (giảm từ mức 35%), cũng sẽ dẫn tới thu nhập của người dân tiếp tục được cải thiện, các khoản dành cho chi tiêu được tăng lên, tăng nhu cầu tiêu thụ hàng hóa của người Mỹ.

CTCP Hợp tác kinh tế và XNK Savimex (SAV)

Tuy nhiên nền kinh tế Mỹ còn những dấu hiệu khó lường. Lạm phát cho năm 2017 được dự báo ở mức khoảng 2.5% (năm 2016 là 1.3%, thấp hơn mức mục tiêu 2% của Fed), về ngắn hạn sẽ chưa có ảnh hưởng đáng ngại đến nền kinh tế nhưng về dài hạn sẽ ảnh hưởng đến tiêu dùng và lợi nhuận của doanh nghiệp Mỹ. Lạm phát tăng quá mức mục tiêu sẽ dẫn tới tăng lãi suất, tăng sức mạnh của đồng USD, sẽ có tác động tiêu cực đến mục tiêu đẩy mạnh xuất khẩu của tổng thống Trump. Bên cạnh đó chính sách chống Nhập cư của Trump cũng sẽ là những ẩn số khó đoán với nền kinh tế Mỹ.

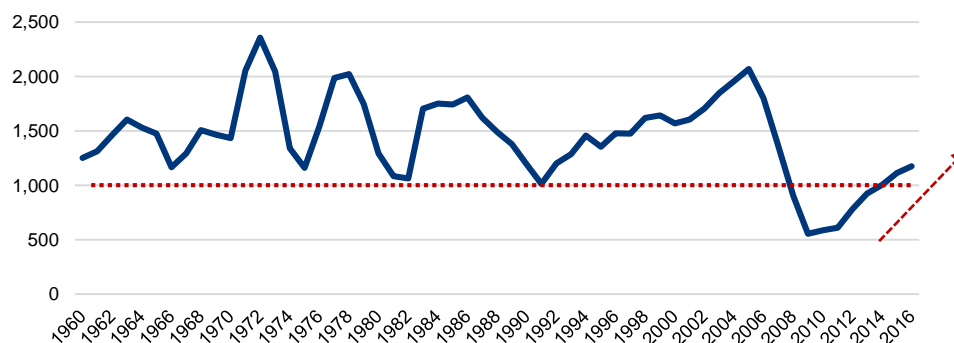
Giá trị Nhập khẩu đồ gỗ nội thất của Mỹ (2000 – 2014)

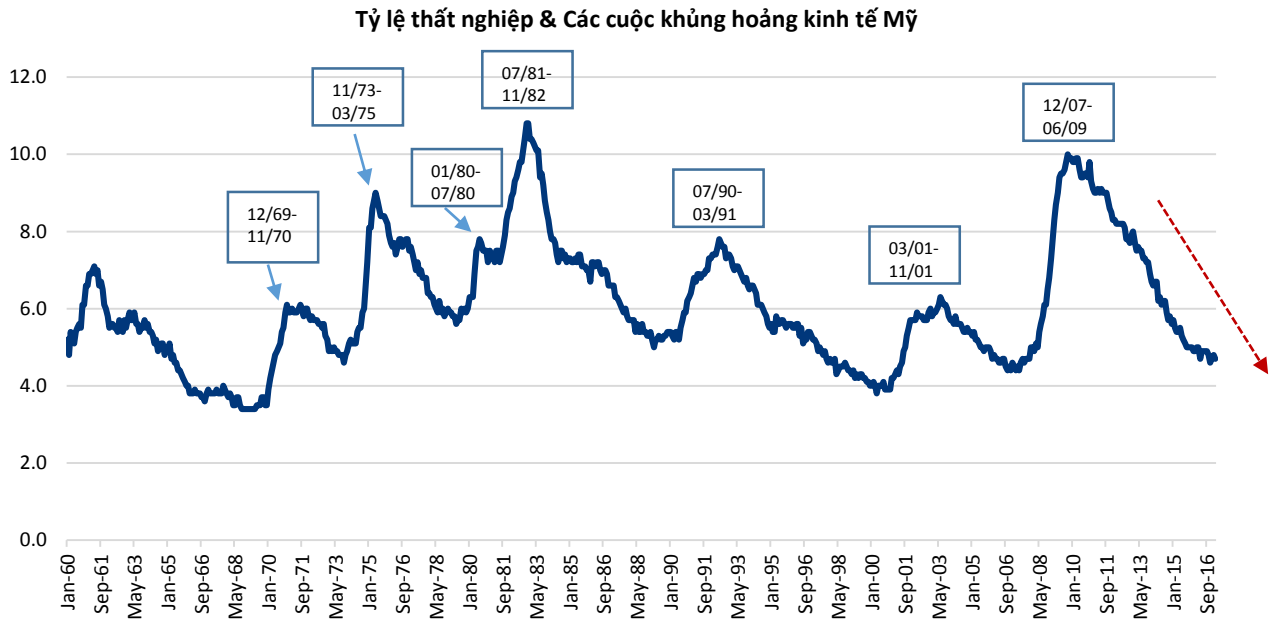


Nguồn: Forest Trends

Tiêu thụ đồ Nội thất của Mỹ sẽ tiếp tục khả quan. Xét về các chỉ số như Tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ đang suy giảm và Số nhà riêng đã bắt đầu xây dựng (New Privately Owned Housing Units Started), BSC đánh giá thị trường Nội thất sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong ít nhất 2 – 3 năm tới khi số nhà bắt đầu xây dựng vượt mức đáy của các năm (1 triệu căn nhà) từ 2014 đến nay.

Số căn nhà mới xây dựng (đơn vị: 1,000)





Nguồn: US Bureau of Labor Statistics, BSC Research

Tài chính Doanh nghiệp

Để đánh giá về tình hình tài chính của SAV, BSC thực hiện so sánh với nhóm doanh nghiệp cùng ngành Sản xuất Đồ gỗ Nội thất thuộc khu vực châu Á mới nổi theo thống kê của Bloomberg. Mặc dù một số chỉ tiêu tài chính của SAV đang kém hơn so với trung bình nhóm so sánh nhưng đều đang trong xu hướng cải thiện tốt sau quá trình tái cơ cấu.

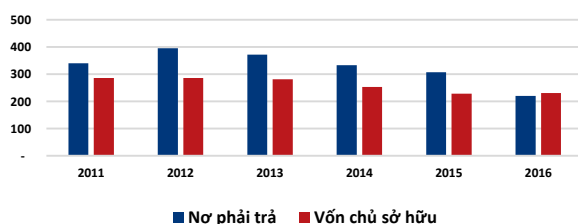
Thanh khoản tài chính chưa tốt so với trung bình ngành. Xét các chỉ số Current ratio, Quick ratio của SAV năm 2016 lần lượt là 1.1 và 0.51, đang thấp hơn tương đối so với chỉ số trung bình của nhóm ngành đạt lần lượt 1.62 và 0.91. BSC cho rằng nguyên nhân là do đặc thù của SAV, có một phần lớn tài sản nằm trong khoản mục Tài sản dở dang dài hạn (khoảng 116.24 tỷ đồng – 31/12/2016), đây đều là giá trị các Bất động sản còn nhiều tiềm năng phát triển hoặc kinh doanh trong tương lai. Trong Q1/2017, SAV đã chuyển nhượng một phần BĐS ghi nhận doanh thu khoảng 18 tỷ đồng.

Chỉ số năng lực hoạt động đang dần cải thiện tốt. Xét từ năm 2012 – 2016, năng lực hoạt động của SAV được cải thiện rất tích cực, trong đó đáng chú ý là số ngày hàng tồn kho giảm từ 285 ngày (2012) xuống còn 90 ngày (2016), qua đó giúp vòng quay tiền cash conversion cycle (CCC) của doanh nghiệp giảm từ 264 ngày về còn 110 ngày. Mặc dù có cải thiện rất tốt nhưng hiện tại CCC của SAV vẫn cao hơn nhiều so với trung bình ngành (CCC = 22.59 ngày).

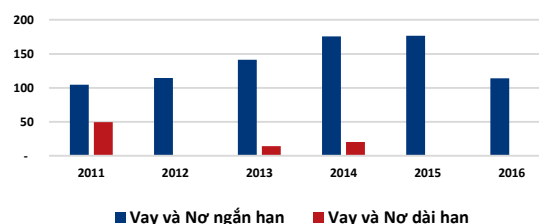
Biên lợi nhuận còn ở mức thấp. Biên LN của SAV đã có chuyển biến tốt sau giai đoạn tái cơ cấu nhưng hiện vẫn thấp hơn so với trung bình ngành so sánh. Biên LNG 2016 của SAV là 11.09%, trong khi trung vị của Ngành là 36.82%; và biên LN thuần mới chỉ là 0.54%, trong khi trung vị Ngành là 9.15%. Điều này là dễ hiểu khi SAV vừa trải qua giai đoạn tái cơ cấu và sản phẩm xuất khẩu vẫn chủ yếu là gia công theo mẫu của đối tác nước ngoài. Trong tương lai khi SAV tiến tới tự đàm phán xuất khẩu trực tiếp với đối tác nước ngoài, hoặc tăng số lượng sản phẩm tự thiết kế thì biên lợi nhuận sẽ có nhiều triển vọng tăng trưởng.

Vay và nợ đang giảm. Tỷ lệ vay và nợ / TTS của SAV năm 2016 là 25.29%, cao hơn so với trung bình của ngành chỉ có 9.33%. Điểm tích cực là dư nợ của SAV đang giảm mạnh nhờ KQKD 2016 cải thiện, giảm khoản phải thu, giảm hàng tồn kho, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh tăng mạnh.

Cơ cấu Vốn của SAV (tỷ đồng)



Vay và Nợ qua các năm (tỷ đồng)



Dự báo KQKD & Định giá Cổ phiếu

Dự báo KQKD

Về sản lượng sản xuất, SAV dự kiến trong năm 2017 sẽ xuất được 120 cont/tháng, trong 2 tháng 2017 sản lượng đạt khoảng 100 cont mỗi tháng, mùa cao điểm thường vào Q3 và Q4 hằng năm. Trên quan điểm thận trọng, BSC dự báo sản lượng trung bình mỗi tháng đạt khoảng 105 cont/tháng, tổng cả năm đạt 1,260 cont (+15.49%yoy), trong đó xuất khẩu thị trường Mỹ là 676 cont/năm (+20%yoy), xuất Nhật Bản là 343 cont/năm (+0%yoy), xuất Hàn Quốc là 168 cont/năm (+5%yoy), và còn lại tiêu thụ trong nước.

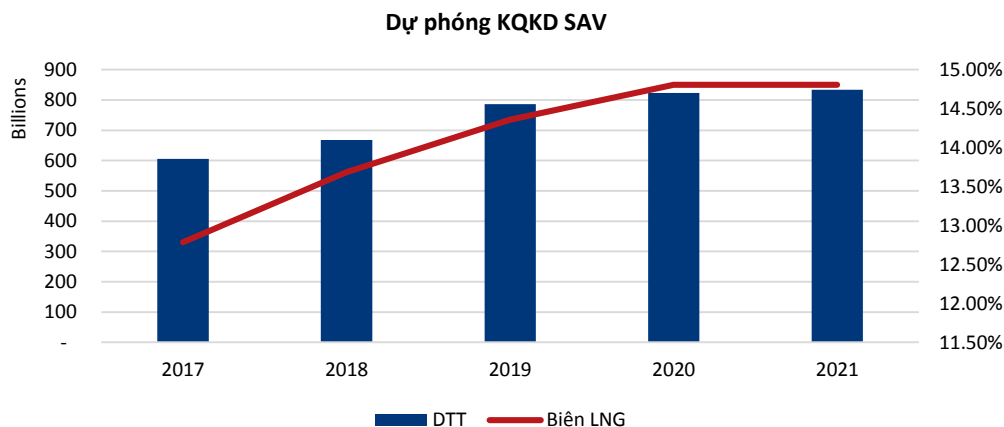
Tổng sản lượng sản xuất sẽ tăng dần qua mỗi năm, đạt 120 cont/tháng năm 2018, 140 cont/tháng năm 2019, 148 cont/tháng năm 2020 và 150 cont/tháng năm 2021 (chạm tổng năng lực sản xuất của SAV).

Chúng tôi dự báo tăng trưởng cho thị trường Mỹ sẽ đạt 20% năm 2017, 25% năm 2018 do số công trình hoàn thiện tại Mỹ tăng lên và SAV ký được nhiều đơn hàng hơn. Sau đó tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần qua các năm và về 5% vào năm 2021 do lo ngại về rủi ro kinh tế Mỹ.

Sản lượng xuất khẩu đi Nhật Bản sẽ không có tăng trưởng và giữ nguyên như mức hiện tại. Thị trường Hàn Quốc với đầu ra được hỗ trợ bởi Eland, chúng tôi để mức tăng trưởng 5% mỗi năm (tăng trưởng năm 2016 là 64.14%) do thị trường này cũng không nằm trong top các thị trường xuất khẩu gỗ chính của Việt Nam.

Với biên lợi nhuận, do các chi phí hoạt động tương đối ổn định, nên biên lợi nhuận gộp sẽ tác động lớn tới LNST của doanh nghiệp. BSC dự phóng biên LNG 2017 sẽ đạt 12.79%, và tăng dần qua mỗi năm, đạt 14.8% năm 2020 và 2021 (do lo ngại về biến động kinh tế). Đây là mức dự phóng thận trọng do biên LNG năm 2016 là 11.09%, doanh nghiệp kỳ vọng sẽ đạt được mức 14 – 16% biên LNG khi tình hình sản xuất ổn định hơn và thị trường tích cực như hiện tại.

Về cổ tức, dự phóng SAV sẽ trả cổ tức tiền mặt năm 2019 – 2021 từ 10% – 30%.



Định giá Cổ phiếu SAV

Để định giá SAV chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là FCFF và PE với tỷ trọng mỗi phương pháp là 50 – 50.

Phương pháp FCFF 2 giai đoạn

Giai đoạn 1 từ 2017 – 2021 và giai đoạn 2 là sau năm 2021

Xác định beta thông qua beta trung bình ngành là 0.84, sử dụng phương pháp unleverage và leverage để xác định beta cho SAV.

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Levered Beta} / (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt}/\text{Equity}))) = 0.65$$

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times (1 + ((1 - \text{Tax Rate}) \times (\text{Debt}/\text{Equity}))) = 0.90$$

Xác định Total Equity Risk Premium

1, Market risk premium (tính theo S&P500; tham khảo Damodaran calculation) = 5.69%

2, Country risk premium của Việt Nam (tính theo phương pháp CDS, tham khảo Damodaran calculation Jan 2017) = 2.74%

$$\rightarrow \text{Total Equity Risk Premium} = 5.69\% + 2.74\% = 8.43\%$$

Chi phí vốn bình quân (WACC)	
Equity Risk premium	8.43%
Rf	5.06%
beta	0.90
ke	12.90%
kd	6.50%
E/A	49.77%
D/A	50.23%
Tax rate	20%
WACC	8.91%
g	2.00%

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu SAV = 15,185 đồng

Phương pháp PE

EPS 2017 = 1,405

Justified PE = 9.5

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu SAV = 13,345 đồng

Tổng hợp 2 phương pháp

Giá hợp lý cho 1 cổ phiếu SAV là 14,265 đồng/cp,

+51.75% so với mức giá đóng cửa ngày 31/03/2017.

Phụ lục 1

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%

Phụ lục 2

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021
TÀI SẢN NGẮN HẠN	237.13	299.22	345.35	395.83	406.66	398.76
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	10.47	34.38	56.05	51.60	44.37	31.22
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	20.00	20.00	25.00	30.00	35.00	35.00
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	78.87	104.08	109.07	131.64	136.09	138.80
IV. Hàng tồn kho	99.22	117.94	130.07	152.99	160.20	162.34
V. Tài sản ngắn hạn khác	28.56	22.82	25.16	29.60	30.99	31.40
TÀI SẢN DÀI HẠN	214.57	196.59	185.53	184.80	183.91	183.10
I. Các khoản phải thu dài hạn	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89	0.89
II. Tài sản cố định	67.75	67.71	67.33	67.13	67.08	66.89
III. Bất động sản đầu tư	16.68	15.84	15.05	14.30	13.58	12.90
IV. Tài sản ở dạng dài hạn	116.24	98.24	88.80	88.80	88.80	88.80
V. Đầu tư tài chính dài hạn	11.03	11.03	11.03	11.03	11.03	11.03
VI. Tài sản dài hạn khác	1.98	2.87	2.43	2.65	2.54	2.59
TỔNG TÀI SẢN	451.69	495.81	530.87	580.63	590.57	581.87
NỢ PHẢI TRẢ	220.62	249.06	259.41	290.85	290.57	282.43
I. Nợ ngắn hạn	215.26	243.82	254.11	285.58	285.28	277.15
II. Nợ dài hạn	5.35	5.24	5.30	5.27	5.28	5.28
VỐN CHỦ SỞ HỮU	231.08	246.75	271.46	289.78	300.01	299.43
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	451.69	495.81	530.87	580.63	590.57	581.87

Báo cáo KQKD

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017	2018	2019	2020	2021
DTT	509.63	605.77	668.05	785.77	822.82	833.82
Giá vốn hàng bán	453.13	528.33	576.63	672.95	701.01	710.38
LNG	56.51	77.45	91.41	112.83	121.82	123.44
Doanh thu tài chính	4.00	4.42	5.52	5.97	5.85	5.36
Chi phí tài chính	8.39	8.82	8.94	9.06	9.05	8.70
Chi phí lãi vay	4.28	4.71	4.83	4.95	4.95	4.59
Chi phí bán hàng	13.73	15.16	16.72	19.66	20.59	20.87
Chi phí QLDN	35.76	42.40	46.76	55.00	57.60	58.37
LN từ hoạt động kinh doanh	2.62	15.50	24.52	35.06	40.43	40.87
Thu nhập khác	0.77	0.92	1.01	1.19	1.24	1.26
Chi phí khác	0.62	0.74	0.82	0.96	1.01	1.02
LN khác	0.15	0.18	0.19	0.23	0.24	0.24
LNTT	2.77	15.67	24.71	35.29	40.67	41.12
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-	-	-	5.82	8.13	8.22
LNST	2.77	15.67	24.71	29.48	32.54	32.89
EPS (đồng)	-	1,405	2,215	2,642	2,917	2,948

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 về Ví mô, ngành và 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

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

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>