

CTCP Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex

(HOSE: SAV)

Cơ hội và nguy cơ đan xen

Năm giữ

(Báo cáo cập nhật)

Giá mục tiêu:
15.400 đồng/cp
 (-4,8%)

Công ty TNHH Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
 Trần Duy Lam, lam.td@miraeeasset.com.vn

Luận điểm đầu tư

- Ngành gỗ được hưởng lợi từ các Hiệp định Thương mại tự do được Việt Nam ký gần đây như: CPTPP, EVFTA, RCEP. Theo đó, thuế suất được nhập khẩu được giảm ngay về 0% hoặc trong vòng 4-6 năm tới.
- Các doanh nghiệp tại Hoa Kỳ chuyển đơn đặt hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do một số mặt hàng (tủ bếp, sofa...) đang bị áp thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp. Vì thế cơ hội mở rộng thị phần tại Hòa Kỳ mở ra (thị trường chiếm xấp xỉ 50% tỷ trọng xuất khẩu của SAV) khi tăng trưởng giá trị xuất khẩu gỗ & sản phẩm gỗ của Việt Nam sang thị trường này tăng 32% trong 9T2020.
- Sau giai đoạn khó khăn trước năm 2016, chúng tôi nhận thấy hoạt động kinh doanh của SAV liên tục được cải thiện từ 2017 đến nay, với mức tăng trưởng trong 2 năm 2018 và 2019 lần lượt là 27% và 23%. Các chỉ số tài chính và hiệu quả quản trị cũng được cải thiện theo xu hướng tốt dần.

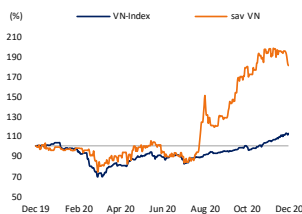
Định giá

- Chúng tôi giả định SAV sẽ duy trì mức tăng trưởng bình quân 23% trong giai đoạn 2021F-2023F, kỳ vọng hưởng lợi từ các chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, các hiệp định FTA Việt Nam đã ký kết gần đây.
- Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu SAV, theo đó Exit value sử dụng trọng số EV/EBITDA và EV/EBIT

Rủi ro

- Ngành xuất khẩu gỗ của Việt Nam đứng trước nguy cơ bị áp thuế chống bán phá giá hoặc thuế chống trợ cấp, theo cáo buộc của Văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR). Mức thuế hiện tại Hoa Kỳ đang áp dụng cho các sản phẩm tương tự từ Trung Quốc 183,36% (thuế chống bán phá giá) và 22,98% - 194,9% (thuế chống trợ cấp).
- Thặng dư thương mại của Việt Nam tăng cao so với Hoa Kỳ có thể gây nên các biện pháp trả đũa và gây tổn thương đối với ngành xuất khẩu gỗ, hiện đang chiếm tỷ trọng 29% trong kim ngạch xuất khẩu nông lâm thủy sản 11 tháng 2020.

Dữ liệu quan trọng



Giá hiện tại (đồng)	16.200	Vốn hóa (tỷ đồng)	230
LNST (2020E, tỷ đồng)	31	Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	14
Kỳ vọng thị trường (2020E, tỷ đồng)	N/A	Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	36,7
Tăng trưởng EPS (2020E, %)	14,4	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	43,2
P/E (2020E, x)	7,4	Beta (12M)	0,6
P/E thị trường (2020F, x)	16,8	Cao nhất 52 tuần (đồng)	6.152
Vn-Index	1.084,4	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	18.250

Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối	-6,0	94,0	82,6
Tương đối	-13,2	68,7	71,5

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	2018H	2019H	2020E	2021F	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	706	871	1.073	1.322	1.630	2.009
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	78	127	135	166	205	253
Biên lợi nhuận gộp (%)	11,0%	14,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	18	25	31	39	43	54
EPS (VND/CP)	1.153	1.923	2.200	2.733	2.998	3.819
ROE (%)	6,9%	9,2%	10,9%	12,1%	11,7%	13,2%
P/E (x)	14,2x	8,5x	7,4x	6,0x	5,5x	4,3x
P/B (x)	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,6x	0,5x

Nguồn: Dữ liệu công ty, Phòng Phân tích Mirae Asset VN

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Dự phóng kết quả kinh doanh và định giá doanh nghiệp

Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi dự kiến doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2020E lần lượt là: 1.073 tỷ đồng và 31 tỷ đồng, EPS đạt 2.200 đồng/cp. Cho giai đoạn 2021F-2022F, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của SAV tăng trưởng bình quân ở mức 23%, kỳ vọng hưởng lợi từ các chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, các hiệp định FTA Việt Nam đã ký kết gần đây. Theo đó, một số chỉ tiêu chính như sau:

Bảng 1: Dự phóng kết quả kinh doanh

Khoản mục	2020E	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	1.073	1.322	1.630	2.009
Lợi nhuận gộp	135	166	205	253
CPBH & QLDN	98	118	151	183
Lợi nhuận sau thuế	31	39	43	54
EPS (đồng/cp)	2.200	2.733	2.998	3.819

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu SAV, theo đó Exit value sử dụng trọng số EV/EBITDA và EV/EBIT:

Bảng 2: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Khoản mục	Giá trị	Khoản mục	Giá trị
EBITDA năm cuối (2023E, tỷ đồng)	87	Giá trị doanh nghiệp hiện tại	251
EV/EBITDA	4,5x	Trừ: Tổng nợ	119
Giá trị doanh nghiệp năm cuối (2023E)	390	Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Hiện giá của giá trị năm cuối	255	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
Hiện giá của dòng tiền	(3)	Cộng: Tiền & ĐTTTC NH	105
Giá trị doanh nghiệp hiện tại	251	Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu	238
Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu			238
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành ¹			14.204.085
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (vnd/cp)			16.758

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

¹ Tính đến 30/09/2020

Bảng 3: Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Khoản mục	Giá trị	Khoản mục	Giá trị
EBIT năm cuối (2023E, tỷ đồng)	74	Giá trị doanh nghiệp hiện tại	213
EV/EBIT	4,5x	Trừ: Tổng nợ	119
Giá trị doanh nghiệp năm cuối (2023E)	332	Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Hiện giá của giá trị năm cuối	216	Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
Hiện giá của dòng tiền	(3)	Cộng: Tiền & ĐTTT NH	105
Giá trị doanh nghiệp hiện tại	213	Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu	200
Giá trị hợp lý vốn chủ sở hữu			200
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành ²			14.204.085
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu (vnd/cp)			14.071

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

Bảng 4: Mức giá mục tiêu

Exit Multiple	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/CP)
EV/EBITDA	50%	16.758
EV/EBIT	50%	14.071
Giá mục tiêu	100%	15.415
Giá hiện tại ³		16.200
Lợi nhuận dự kiến		-4,8%

Nguồn: Phòng Phân tích Mirae Asset VN

² Tính đến 30/09/2020

³ Giá đóng cửa 25/12/2020

CTCP Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex (HOSE: SAV)

Báo cáo kết quả HĐKD (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020E	2021F	2022F	2023E
Doanh thu thuần	1,073	1,322	1,630	2,009
Giá vốn hàng bán	938	1,156	1,425	1,756
Lợi nhuận gộp	135	166	205	253
Lãi từ HĐTC	4	4	4	4
Chi phí tài chính	2	4	5	6
SG&A	98	118	151	183
Lợi nhuận hoạt động	39	49	53	68
Lợi nhuận hoạt động (điều chỉnh)	39	49	53	68
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	39	49	53	68
Thuế TNDN	8	10	11	14
Lợi nhuận từ hoạt động thường xuyên	31	39	43	54
Lợi nhuận khác	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	31	39	43	54
Cổ đông công ty mẹ	31	39	43	54
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
EBITDA	54	65	71	87
FCF (Dòng tiền tự do)	(28)	12	9	12
EBITDA Margin (%)	5.0%	4.9%	4.4%	4.3%
Biên lợi nhuận hoạt động (%)	3.6%	3.7%	3.3%	3.4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	2.9%	2.9%	2.6%	2.7%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020E	2021F	2022F	2023E
LNST	31	39	43	54
Chi phí không bằng tiền				
Khấu hao	13	13	13	13
Khấu trừ				
Khác				
Thay đổi vốn lưu động	44	52	56	67
Tăng giảm phải thu	(54)	(31)	(38)	(47)
Tăng giảm tồn kho	(38)	(34)	(42)	(52)
Tăng giảm phải trả	28	33	40	50
LCTT từ hoạt động kinh doanh	(20)	19	15	17
Tăng giảm Tài sản cố định	(10)	(10)	(10)	(10)
Tăng giảm Tài sản vô hình	-	-	-	-
Tăng giảm Đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-
Tăng giảm Tài sản ngắn hạn khác	-	-	-	-
LCTT từ hoạt động đầu tư	(10)	(10)	(10)	(10)
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	-	-	-	-
Tiền thu từ đi vay/Trả nợ vay	58	30	37	45
LCTT từ hoạt động tài chính	58	30	37	45
LCTT trong kỳ	28	39	42	53
Số dư đầu kỳ	67	95	134	176
Số dư cuối kỳ	95	134	176	229

Nguồn: BCTC Công ty. Mirae Asset Vietnam dự phóng

Bảng cân đối kế toán (tóm tắt)

(Tỷ đồng)	2020E	2021F	2022F	2023E
Tài sản ngắn hạn	442	547	669	822
Tiền và tương đương tiền + ĐTTC NH	95	134	176	229
Phải thu khách hàng	127	156	192	237
Chi phí trả trước	5	5	5	5
Khoản phải thu khác	8	9	12	14
Hàng tồn kho	148	182	224	277
Tài sản ngắn hạn khác	66	66	66	66
Tài sản cố định	64	61	58	55
Đầu tư tài chính dài hạn	98	98	98	98
Tổng tài sản	633	734	854	1,003
Nợ phải trả	330	393	470	565
Phải trả người bán ngắn hạn	107	132	162	200
Khách hàng trả trước	24	30	37	46
Thuế TNDN hoãn lại	20	20	20	20
Phải trả người lao động	30	30	30	30
Chi phí phải trả ngắn hạn	10	12	15	18
Nợ vay	119	148	185	230
Phải trả khác	15	15	15	15
Vốn chủ sở hữu	303	342	384	438
Vốn góp chủ sở hữu	142	142	142	142
Thặng dư cổ phần	55	55	55	55
Lợi nhuận giữ lại	73	112	155	209
Lợi ích cổ đông thiểu số + QĐTPT	27	27	27	27
Tổng nguồn vốn	633	734	854	1,003

Các chỉ số định giá/dự phóng (tóm tắt)

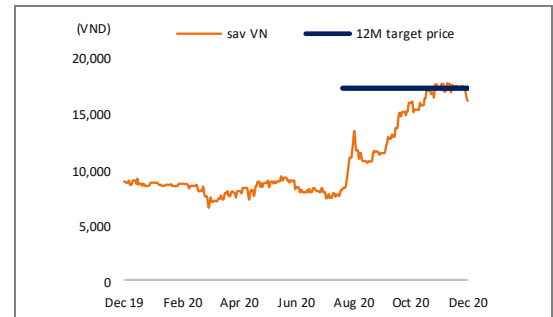
	2020E	2021F	2022F	2023E
P/E (x)	7.4x	6.0x	5.5x	4.3x
P/CF (x)	-8.0x	18.8x	25.3x	18.6x
P/B (x)	0.8x	0.7x	0.6x	0.5x
EPS (đồng/cổ phiếu)	2,200	2,733	2,998	3,819
CFPS (đồng/cổ phiếu)		869	646	877
BVPS (đồng/cổ phiếu)	21,739	24,527	27,585	31,482
DPS (đồng/cổ phiếu)	-	-	-	-
Lợi suất cổ tức (%)				
Tăng trưởng doanh thu	23%	23%	23%	23%
Tăng trưởng EBITDA (%)	-9.4%	21.0%	8.7%	22.2%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	6.3%	23.3%	23.3%	23.3%
Tăng trưởng EPS	14.4%	24.3%	9.7%	27.4%
Số ngày bình quân khoản phải thu (ngày)	43	43	43	43
Số ngày bình quân khoản phải trả (ngày)	3	3	3	3
Số ngày bình quân chi phí phải trả (ngày)	58	58	58	58
ROE (%)	10.9%	12.1%	11.7%	13.2%
ROA (%)	5.4%	5.7%	5.4%	5.8%
ROIC (%)	8.3%	8.5%	8.0%	8.8%
Nợ vay/Tổng Tài sản (%)	19%	20%	22%	23%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (%)	39%	43%	48%	53%
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	21.3x	13.8x	12.2x	12.5x
Tỷ lệ khả năng trả nợ (x)	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x

Appendix 1

Important disclosures and disclaimers

Two-year rating and TP history

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
CTCP Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex (HOSE: SAV)	25/12/2020	Nắm giữ	15.400



Stock ratings

Buy	Expected 12-month performance: +20% or greater
Trading Buy	Expected 12-month performance: +10% to +20%
Hold	Expected 12-month performance: -10% to +10%
Sell	Expected 12-month performance: -10% or worse

Sector ratings

Overweight	Expected to outperform the market over 12 months
Neutral	Expected to perform in line with the market over 12 months
Underweight	Expected to underperform the market over 12 months

Rating and TP history: Share price (—), TP (—), Not Rated (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆)

* Our investment rating is a guide to the expected return of the stock over the next 12 months.

* Outside of the official ratings of Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., analysts may call trading opportunities should technical or short-term material developments arise.

* The TP was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on estimates of future earnings.

* TP achievement may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network**Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)