

CÔNG TY CỔ PHẦN HỢP TÁC KINH TẾ & XUẤT NHẬP KHẨU (HSX: SAV)
Bùi Đức Duy
Chuyên viên phân tích
Email: duybd@fpts.com.vn
Tel: 1900 6446 – Ext: 4307

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Thị Kim Chi
Giám đốc Khối Phân tích đầu tư
Biến động giá SAV & VNIndex


Thông tin giao dịch	07/04/2023
Giá hiện tại (VNĐ)	14.900
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	24.818
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	12.500
Số lượng CP lưu hành (triệu CP)	18,0
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	9.052
EPS trailing	3.040
P/E trailing	4,9x
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	260

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Hợp tác kinh tế & xuất nhập khẩu Savimex
Địa chỉ	Số 162 HT17, phường Hiệp Thành, quận 12, TP.HCM
Doanh thu chính	Chế biến, kinh doanh và xuất khẩu sản phẩm gỗ nội thất
Chi phí chính	Gỗ nguyên liệu nhập khẩu & chi phí nhân công
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên liệu đầu vào Biến động tỷ giá

Cơ cấu cổ đông	(%)
E-land Asia Holdings	40,3%
CTCP Dệt may – Đầu tư – Thương mại Thành Công	21,1%
Các quỹ đầu tư tài chính	13,9%
Các cá nhân có liên quan	12,3%
Cổ đông khác	12,4%

Giá thị trường (07/04/2023)

14.900

Khuyến nghị

Giá mục tiêu

18.000
MUA

Chênh lệch

+20,5%

TIẾP TỤC ĐA DẠNG HÓA THỊ TRƯỜNG TRONG BỐI CẢNH NGÀNH KHÓ KHĂN

Chúng tôi cập nhật định giá Công ty cổ phần cổ phần Hợp tác kinh tế & Xuất nhập khẩu Savimex (HSX: SAV). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu **18.000 VNĐ/cp** cho cổ phiếu SAV, cao hơn **20,5%** so với mức giá đóng cửa ngày 07/04/2023. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SAV. Chi tiết định giá tham khảo [tại đây](#).

Luận điểm đầu tư:

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của SAV là 990 tỷ VNĐ (-0,4% yoy & 101% KH2023) và LNTT là 59,2 tỷ VNĐ (-14,1% yoy & 102% KH2023). Trong đó, doanh thu mảng gỗ năm 2023 là 956 tỷ đồng (-1,0% yoy), chiếm 96,5% tổng doanh thu.

- **Đối với gia công đơn hàng đồ gỗ xuất khẩu, doanh thu dự phóng đạt 913 tỷ đồng (-2,3% yoy).** SAV chủ trương tiếp tục gia tăng tỷ trọng hai thị trường thuộc châu Á trong năm 2023 trong bối cảnh thị trường Mỹ và EU kỳ vọng chỉ phục hồi về nhu cầu đồ gỗ từ tháng 7/2023. Tuy vậy, ảnh hưởng của lạm phát ít nhiều vẫn tác động tới doanh nghiệp. Số container gỗ nội thất xuất khẩu năm 2023 của SAV dự phóng đạt 1.536 (-3,0% yoy & 64,0% CSTK). SAV chủ trương làm các đơn hàng trọn bộ đồ gỗ nội thất khách sạn và các đơn hàng đồ gỗ bán lẻ tại Mỹ (chủ yếu Amazon) và EU. Đối với thị trường châu Á, hai khách hàng chính tiếp tục là Eland và Casamia. **Với kỳ vọng nhận nhiều hơn các đơn hàng gia công trọn bộ đồ gỗ nội thất phòng khách sạn, chúng tôi dự phóng giá trị trung bình 1 container xuất khẩu năm 2023 tăng 0,8% yoy; tương đương 0,6 tỷ đồng/container (chi tiết).**
- **Đối với bán nội địa đồ gỗ thương hiệu MOHO, doanh thu dự phóng đạt 43,5 tỷ đồng (+35,9% yoy).** Chúng tôi kỳ vọng kênh online sẵn có cùng việc mở rộng thêm các cửa hàng trải nghiệm nhằm tăng nhận diện thương hiệu sẽ giúp SAV có tăng trưởng 35,9% về doanh thu MOHO trong năm 2023 (chi tiết).

Yếu tố theo dõi:

- Thanh khoản cổ phiếu thấp khi khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày chỉ là 9.052 cổ phiếu
- Khắc phục thiệt hại & Đưa vào hoạt động trở lại xưởng 3 & 4 tại nhà máy quận 12 sau sự cố cháy (chi tiết)
- Giá nguyên phụ liệu đầu vào cho chế biến gỗ (chi tiết)
- Kết luận các cuộc điều tra thương mại của Mỹ đối với sản phẩm gỗ xuất khẩu của Việt Nam (chi tiết)
- Biến động tỷ giá (chi tiết)

I. KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH HỢP NHẤT NĂM 2022

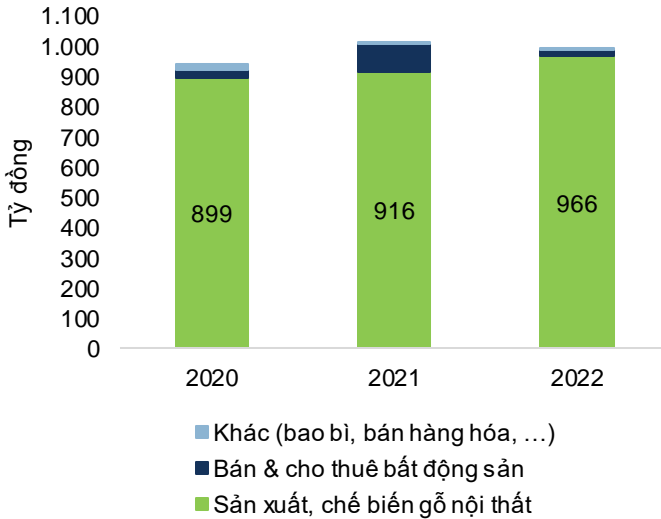
<i>Đơn vị: Tỷ VND</i>	2021	2022	%YoY	KH2022	% TH/KH	% TH / FPTS dự phóng tại Báo cáo cập nhật định giá 21/03/2022	Nhận xét
Tổng doanh thu	1.010	994	-1,6%	1.080	92%	91%	
- Mảng bán nội thất gỗ	916,0	966,0	5,5%			91%	Trong năm 2022, lượng đơn hàng của SAV sụt giảm khoảng 10,2% từ bối cảnh thị trường chung ảm đạm. Tuy nhiên, giá trị trung bình đơn hàng tăng do SAV nhận nhiều hơn các đơn hàng gia công trọn bộ nội thất khách sạn thay vì chỉ làm gia công bán lẻ
- Mảng bán bất động sản	79,1	12,7	-83,9%			143%	Giảm mạnh do năm 2022 SAV ghi nhận chuyển nhượng dự án Đảo Trí
- Mảng cho thuê BĐS	9,8	8,7	-11,2%			86%	
- Mảng bán bao bì & hàng hóa	0,8	1,3	62,5%			433%	
Doanh thu thuần	1.009	992	-1,7%			91%	
Giá vốn hàng bán	869	835	-3,9%			90%	
Lợi nhuận gộp	140	157	12,5%			97%	
- Mảng bán nội thất gỗ	135,8	153,7	13,2%			113%	Biên gộp mảng gỗ cải thiện tăng 1,1 đpt từ đẩy mạnh tiết giảm chi phí sản xuất, giá gỗ nguyên liệu hạ nhiệt trong 2H2023 và tỷ trọng các đơn hàng gia công trọn bộ với giá trị cao tăng
- Mảng bán bất động sản	2,4	-0,1	-104,2%				
- Mảng cho thuê BĐS	6,6	5,9	-10,6%			89%	
- Mảng bán bao bì & hàng hóa	0,3	0,2	-33,3%			67%	
Doanh thu tài chính	8,7	13,9	59,8%			196%	
Chi phí tài chính	4,0	6,1	52,5%			94%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>-18,2%</i>			21%	
Chi phí bán hàng	36,9	49,4	33,9%			119%	Chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh do tập trung phát triển bán lẻ MOHO
Chi phí quản lý	50,4	55,8	10,7%			93%	
Lợi nhuận từ HĐKD	57,0	59,0	3,5%			96%	
Lợi nhuận khác	-1,3	9,5					Cơ quan thuế điều chỉnh đơn giá và hỗ trợ tiền thuế đất
Lợi nhuận trước thuế	55,7	68,9	23,7%	56	123%	120%	
Thuế thu nhập	12,7	14,2	11,8%			125%	
Lợi nhuận sau thuế	43,1	54,7	26,9%			119%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,8%	15,8%				14,9%	
CP bán hàng/Doanh thu thuần	3,7%	5,0%				3,8%	
CP quản lý/Doanh thu thuần	5,0%	5,6%				5,5%	
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	4,3%	5,5%				4,2%	

Nguồn: BCTC hợp nhất năm 2022 SAV, FPTS Research.

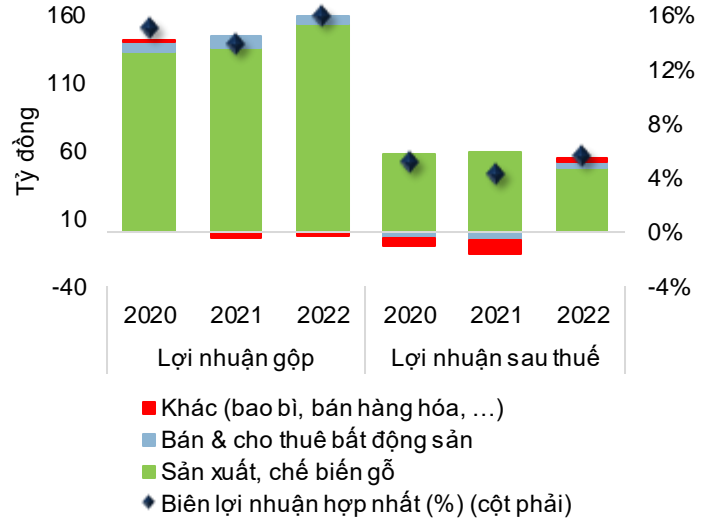
II. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2022

Kết thúc năm 2022, tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của SAV đạt lần lượt 992 tỷ đồng (-1,6% yoy) và 54,7 tỷ đồng (+26,9% yoy).

Biểu đồ 1: Doanh thu hợp nhất theo mảng



Biểu đồ 2: Lợi nhuận hợp nhất theo mảng



Nguồn: BCTC hợp nhất năm của SAV, FPTs Research.

Trong năm 2022, động lực tăng trưởng chính của kết quả kinh doanh tiếp tục từ mảng chế biến. Mảng chế biến gỗ chiếm trọng yếu, lần lượt 97,2% và 86,1% doanh thu và lợi nhuận sau thuế hợp nhất năm 2022 của doanh nghiệp. Vì vậy, trong báo cáo cập nhật định giá này, chúng tôi chỉ tập trung phân tích và đánh giá mảng chế biến & sản xuất đồ gỗ nội thất của doanh nghiệp. Đối với các mảng còn lại của doanh nghiệp, một số điểm nhấn năm 2022 như sau:

- **Mảng cho thuê bất động sản (Savihomes):** Doanh thu đạt 8,7 tỷ đồng (-11,1% yoy) với biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ở mức cao là 68,2%. Do mảng này của SAV là quản lý chung cư, cao ốc và khu dân cư; quy mô doanh thu và lợi nhuận ổn định qua các năm.
- **Mảng bất động sản (Savihomes):** Doanh thu đạt 12,7 tỷ đồng (-83,9% yoy) và ghi nhận biên lợi nhuận gộp âm 0,5%. Mức giảm mạnh do năm 2021 ghi nhận doanh thu đột biến từ hoạt động chuyển nhượng dự án bất động sản Đảo Trí (quận 7)
- **Mảng kinh doanh khác (gồm bán hàng hóa, sản xuất bao bì Savipack, ...):** Doanh thu đạt 1,3 tỷ (+66,2% yoy) trong đó doanh thu bán bao bì chiếm 41,0%. Từ năm 2022, để tập trung tăng doanh số mảng đồ gỗ nội thất xuất khẩu, doanh nghiệp đã dừng bán hàng bao bì cho khách ngoài và chỉ còn phục vụ nội bộ. Tuy nhiên, trong năm 2022 khi số lượng đơn hàng đồ gỗ sụt giảm, SAV đã thực hiện nhận lại các đơn đặt hàng bao bì từ bên ngoài.

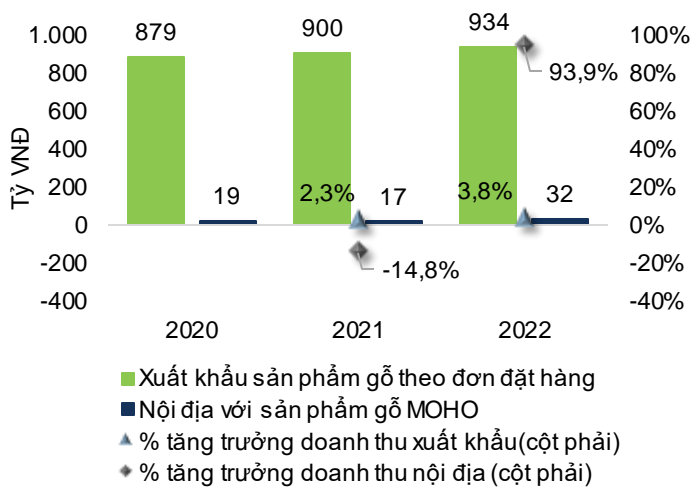
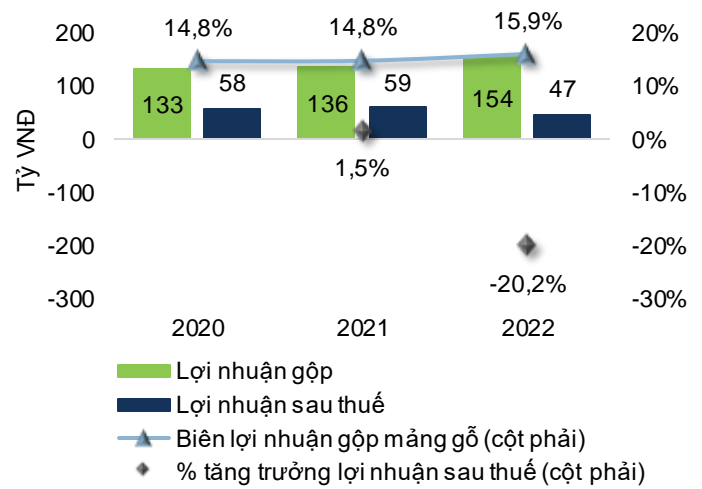
1. Mảng chế biến gỗ & sản xuất đồ gỗ nội thất

Doanh thu mảng gỗ của SAV đến từ hai nguồn là (1) gia công sản phẩm gỗ nội thất rồi xuất khẩu theo đơn đặt hàng và (2) sản xuất, thương mại sản phẩm gỗ thương hiệu MOHO tại thị trường trong nước.

Cho năm 2022, doanh thu hợp nhất mảng gỗ của SAV đạt 966 tỷ đồng (+5,4% yoy) và tương đương tỷ trọng 97,2% tổng doanh thu doanh nghiệp. Xét theo thị trường, kênh xuất khẩu và kênh nội địa chiếm lần lượt 96,7% và 3,3%.

Biên lợi nhuận gộp năm 2022 mảng gỗ đạt 15,9%; tăng 1,1 đpt so với TH2021 nhờ (1) tỷ trọng các đơn hàng gia công trọn bộ các đồ gỗ nội thất khách sạn tăng (có giá trị cao so với các đơn hàng đồ gỗ bán lẻ); (2) giá nguyên liệu đầu vào gỗ hạ nhiệt trong nửa cuối năm 2022 và (2) hoạt động triển khai nhà máy và sắp xếp dây chuyền chuyên dụng cho từng nhóm hàng đồ gỗ khác nhau giúp tiết kiệm chi phí sản xuất. Điều này giúp lợi nhuận gộp mảng gỗ đạt 154 tỷ đồng (+13,2% yoy).

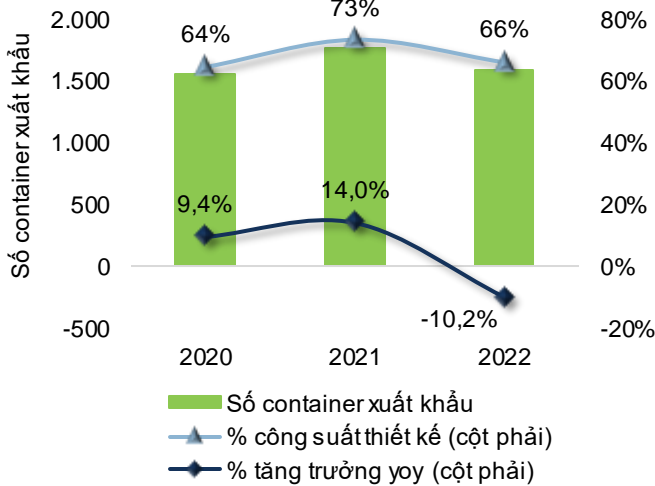
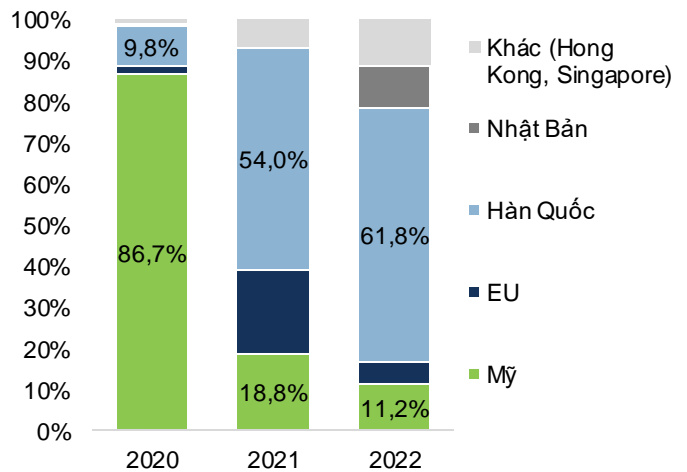
Tuy nhiên, việc tập trung đẩy mạnh mảng bán lẻ sản phẩm gỗ thương hiệu MOHO tại thị trường nội địa khiến chi phí quản lý và chi phí bán hàng tăng mạnh so với cùng kỳ. Do vậy, lợi nhuận sau thuế mảng gỗ năm 2022 giảm 20,2% yoy.

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu mảng gỗ

Biểu đồ 4: Lợi nhuận gộp & lợi nhuận sau thuế mảng gỗ


Nguồn: SAV, FPTs Research.

a) Chiến lược đa dạng hóa thị trường & Tỷ trọng đơn hàng gia công trọn bộ đồ gỗ nội thất tăng giúp SAV ghi nhận tăng trưởng doanh thu xuất khẩu trong bối cảnh số lượng đơn hàng toàn ngành suy giảm

Doanh thu mảng xuất khẩu sản phẩm gỗ đạt 934 tỷ đồng (+3,8% yoy). Số lượng đơn hàng trong năm của SAV sụt giảm khi số container đồ gỗ nội thất xuất khẩu giảm 10,2%; tương đương tỷ lệ hoạt động 66% công suất thiết kế, thấp hơn so với mức 74% thực hiện năm 2021.

Biểu đồ 5: Số container sản phẩm gỗ xuất khẩu của SAV

Biểu đồ 6: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu gỗ theo thị trường


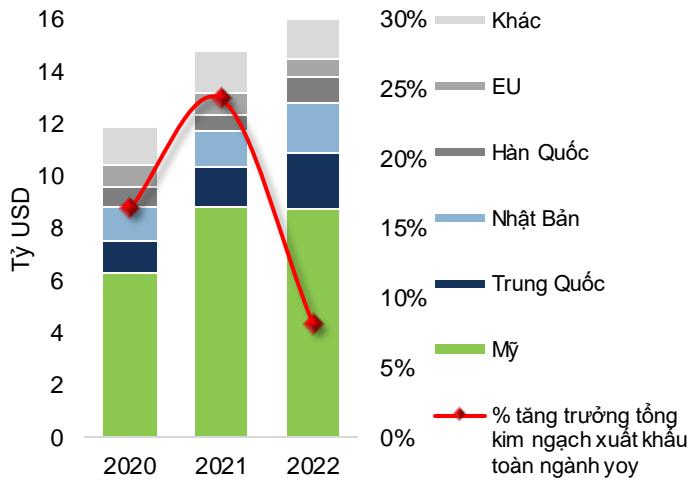
Nguồn: SAV, FPTs Research.

Trong năm 2022, trong bối cảnh lượng đơn hàng từ thị trường Mỹ và EU giảm mạnh do ảnh hưởng nặng nề của lạm phát và chính sách tiền tệ thắt chặt, chủ trương đa dạng thị trường thực hiện từ năm 2020 phát huy hiệu quả và giúp doanh nghiệp giảm bớt áp lực tiêu cực. Kể từ năm 2020, nhằm mục đích giảm thiểu phụ thuộc vào một thị trường duy nhất là Mỹ và ảnh hưởng từ rủi ro bị áp thuế thương mại tại thị trường này, SAV đã tìm kiếm thêm khách hàng từ các thị trường khác, đặc biệt là châu Âu và các thị trường có sự tương đồng về văn hóa tại châu Á như Nhật Bản và Hàn Quốc. Đồng thời, theo chia sẻ của doanh nghiệp, tỷ trọng các đơn hàng giá trị cao về gia công trọn bộ đồ gỗ nội thất khách sạn tăng lên trong năm 2022. Do đó, giá trị trung bình 1 container gỗ nội thất xuất khẩu tăng 15,6% yoy trong năm 2022 và giúp doanh nghiệp vẫn có tăng trưởng 3,8% yoy về doanh thu xuất khẩu.

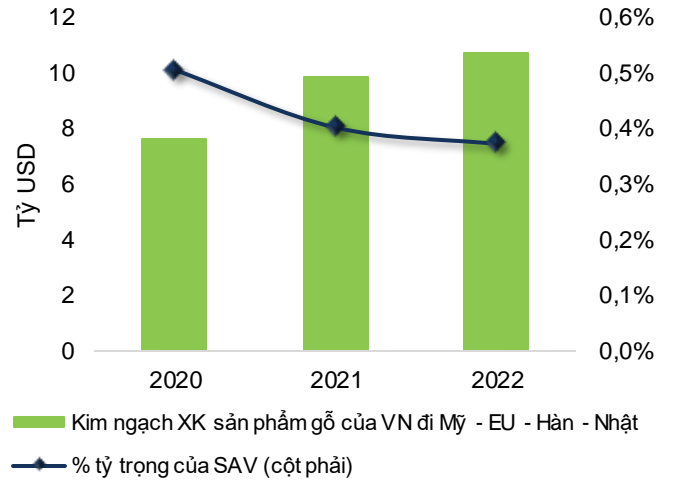
Xét ngành chế biến gỗ xuất khẩu của Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu toàn ngành năm 2022 ước đạt 16,0 tỷ USD (+8,1% yoy) trong đó nhóm hàng đồ gỗ (HS code 94) chiếm 68,8% với 11,0 tỷ USD (-0,3% yoy). Mức tỷ trọng của mặt hàng đồ gỗ giảm so với mức 75% TH2021 do sức chi tiêu giảm tại các thị trường lớn của ngành như Mỹ và EU dẫn

tới nhu cầu mua sản phẩm gỗ giảm. Ngược lại, kim ngạch xuất khẩu bán thành phẩm gỗ (HS code 44) như viên nén hay dăm gỗ tăng mạnh trong năm 2022 và chủ yếu tới các thị trường Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc.

Biểu đồ 7: Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu toàn ngành theo thị trường



Biểu đồ 8: Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của SAV trong tổng kim ngạch XK sản phẩm gỗ toàn ngành



Nguồn: SAV, FPTs Research.

b) Hoạt động đẩy mạnh bán lẻ dòng sản phẩm tự thiết kế MOHO trong năm 2022 giúp doanh thu bán sản phẩm gỗ nội địa tăng trưởng 93,9%yoy

MOHO là thương hiệu đồ gỗ nội thất mà doanh nghiệp phát triển từ tháng 03/2020 để phục vụ cho thị trường nội địa. Sản phẩm đồ gỗ nội thất chủ lực của MOHO bao gồm bàn, ghế, tủ, kệ và giường các loại với nguyên liệu gỗ sử dụng chính là gỗ cao su, tần bì, sồi và gỗ công nghiệp PB phủ veneer, melamine hoặc laminate. Về chi tiết mảng này của doanh nghiệp, tham khảo Báo cáo định giá lần đầu SAV của FPTs [tại đây](#).

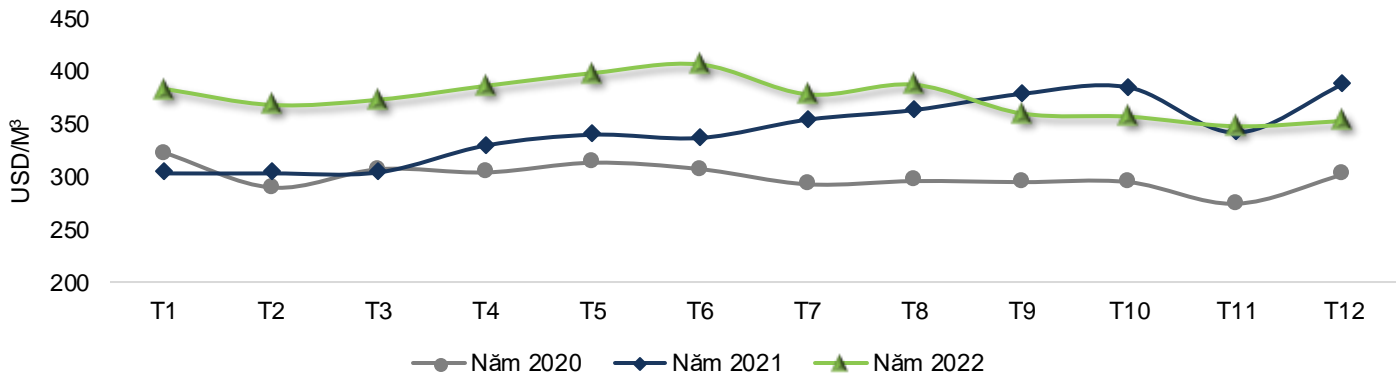
Doanh thu năm 2022 từ MOHO đạt 32,0 tỷ đồng (+93,9% yoy) và chiếm tỷ trọng 3,3% doanh thu mảng gỗ của doanh nghiệp. Trong bối cảnh cạnh tranh với các thương hiệu đã có từ trước trên thị trường như Baya, Maya và JYSK, động lực tăng trưởng doanh thu MOHO đến từ việc đẩy mạnh phát triển cả hai kênh phân phối offline và online của SAV. Cụ thể đối với kênh offline, SAV đã mở thêm một cửa hàng trải nghiệm tại Hà Nội trong tháng 10/2022 và bước đầu mở rộng tại thị trường này thay vì chỉ một thị trường duy nhất là Tp. Hồ Chí Minh.

Theo Hiệp hội Gỗ & Lâm sản Việt Nam, ngành gỗ Việt Nam tồn tại một nghịch lý. Đó là các doanh nghiệp sản xuất, chế biến sản phẩm đồ gỗ trong nước chủ yếu gia công theo đơn đặt hàng từ khách hàng nước ngoài và xuất khẩu trong khi còn yếu trong khâu thiết kế, làm thương hiệu và thương mại đồ gỗ tự sản xuất tại thị trường trong nước. Trong giai đoạn 2022 – 2023, khi đầu ra xuất khẩu kỳ vọng sẽ còn nhiều khó khăn từ ảnh hưởng của lạm phát và suy thoái hậu Covid-19; chúng tôi kỳ vọng việc đẩy mạnh kênh tiêu thụ nội địa với sản phẩm tự thiết kế và tự làm thương hiệu của SAV đóng vai trò là triển vọng trung dài hạn trong thúc đẩy tăng trưởng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

2. Sau khi lập đỉnh trong 1H2022, giá nguyên liệu gỗ hạ nhiệt trong 2H2022 giúp SAV giảm bớt áp lực của tăng giá đầu vào

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, gỗ nguyên liệu chiếm tỷ trọng cao từ 60% - 65% chi phí sản xuất kinh doanh của SAV. Trong năm 2022, diễn biến giá nguyên liệu gỗ trung bình Việt Nam nhập khẩu là trái ngược nhau trong nửa đầu và nửa cuối năm. Cụ thể:

- Trong 1H2022, căng thẳng Nga – Ucraina leo thang cùng các lệnh trừng phạt từ các nước phương Tây khiến việc xuất khẩu gỗ của Nga bị gián đoạn. Điều này tạo nên sự thiếu hụt nguồn cung gỗ và khiến giá trung bình các loại gỗ nguyên liệu đầu vào cho chế biến tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2021.
- Trong 2H2022, xu hướng giá gỗ nguyên liệu đảo chiều mạnh mẽ. Trong bối cảnh lạm phát tăng cao cùng các chính sách thắt chặt tiền tệ đã khiến nhu cầu xây dựng và sức tiêu dùng giảm mạnh. Điều này khiến giá gỗ hạ nhiệt và liên tục giảm so với tháng liền trước cũng như tháng cùng kỳ.

Biểu đồ 9: Diễn biến giá nhập khẩu trung bình 1 m³ gỗ nguyên liệu Việt nam nhập khẩu


Nguồn: Tổng cục Hải quan, FPT S Research.

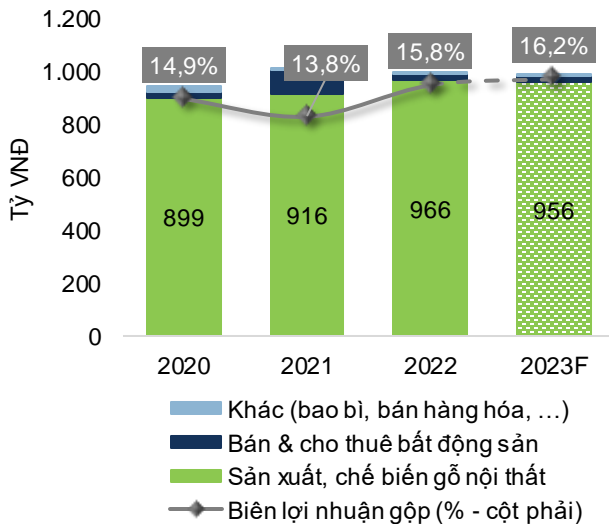
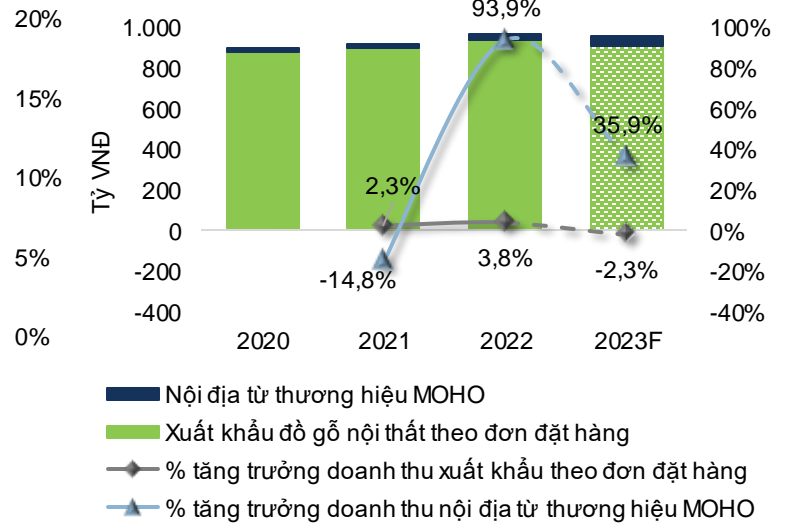
Tính cả năm 2022, giá nhập khẩu trung bình gỗ nguyên liệu đạt 378,8 USD/m³ (+10,0% yoy). Tuy nhiên, biến động giá các loại nguyên liệu gỗ cụ thể có sự phân hóa. Cụ thể, giá các loại nguyên liệu đầu vào của SAV đa phần biến động như sau: ván sợi (+18,2% yoy), gỗ dán (+13,1% yoy), ván dăm (-13,9% yoy), ván bóc lạng (+15,5% yoy) và ván ghép (-3,2% yoy).

Giá nguyên liệu đầu vào của SAV nhìn chung giảm nhẹ cùng các đơn hàng từ thị trường Hàn Quốc & Nhật Bản có giá trị cao hơn đã giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng gỗ, tăng 1,1 đpt và đạt 15,9% cho năm 2022.

III. TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH & CÁC YẾU TỐ THEO DÕI TRONG NĂM 2023

1. Dự phóng kết quả kinh doanh của SAV trong năm 2023

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2023 của SAV lần lượt là 990 và 59,2 tỷ đồng; tương đương mức tăng trưởng -0,4% và -14,1% so với năm 2022. So sánh với kế hoạch doanh thu và lợi nhuận năm 2023 của SAV là 980 và 58 tỷ đồng, mức thực hiện dự kiến đạt lần lượt là 101% và 102%.

Biểu đồ 10: Cơ cấu doanh thu dự phóng của SAV

Biểu đồ 11: Cơ cấu doanh thu mảng gỗ dự phóng của SAV


Nguồn: FPT S Research.

Riêng đối với mảng gỗ, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 ở mức 956 tỷ đồng (-1,0%yoy) và chiếm tỷ trọng 96,5% tổng doanh thu của SAV. Trong đó, tỷ trọng doanh thu gia công xuất khẩu và nội địa MOHO lần lượt là 95,5% và 4,5%. Cụ thể, doanh thu dự phóng và triển vọng kỳ vọng hai mảng này của chúng tôi như sau:

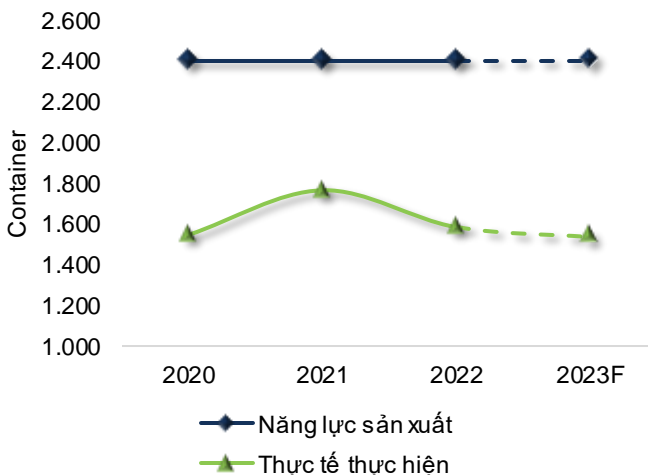
- Đối với hoạt động gia công đơn hàng đồ gỗ xuất khẩu, doanh thu dự phóng đạt 912,7 tỷ đồng (-2,3%yoy) ([quay lại](#)).

Cho năm 2023, theo Hiệp hội Gỗ & Lâm sản Việt Nam, kim ngạch xuất khẩu G&SPG Việt Nam kỳ vọng tăng trưởng chậm lại ở mức từ 7% - 9%; tương đương 17,0 – 17,5 tỷ USD. Mức tăng trưởng chỉ một chữ số chủ yếu đến từ tác động của lạm phát tại thị trường trọng yếu chiếm gần 60% kim ngạch toàn ngành là Mỹ. Do vậy, xu hướng đa dạng hóa thị trường và cụ thể là chuyển hướng đẩy mạnh xuất khẩu sang các thị trường Trung Quốc, Nhật Bản và Hàn Quốc là động lực chính hỗ trợ cho ngành chế biến gỗ Việt Nam có tăng trưởng trong năm 2023.

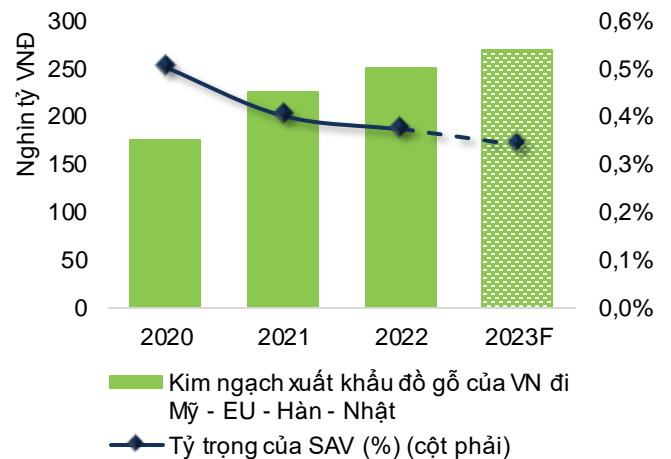
SAV đã thực hiện đa dạng hóa thị trường tốt trong năm 2022 khi tổng tỷ trọng của hai thị trường là Mỹ và EU chỉ còn 16,8% trong khi của Nhật Bản và Hàn Quốc lên tới 72,0%. Lãnh đạo doanh nghiệp chủ trương tiếp tục gia tăng tỷ trọng hai thị trường thuộc châu Á trong năm 2023 trong bối cảnh thị trường Mỹ và EU sẽ chỉ bước đầu phục hồi nhẹ về nhu cầu đồ gỗ từ tháng 7/2023. Tuy vậy, ảnh hưởng của lạm phát ít nhiều vẫn tác động tới doanh nghiệp khi trong 3 tháng đầu năm, số lượng đơn hàng của doanh nghiệp giảm gần 30% so với cùng kỳ. **Chúng tôi kỳ vọng trong Q2/2023 mức độ sụt giảm sẽ chậm lại và từ Q3/2023 đến hết năm sẽ bắt đầu có tăng trưởng về số đơn hàng so với cùng kỳ. Cho cả năm 2023, số container gỗ nội thất xuất khẩu của SAV dự phóng đạt 1.536 (-3,0%yoy & tương đương 64,0% năng lực sản xuất).**

Đối với chiến lược nhận đơn hàng tại các thị trường, SAV chủ trương làm các đơn hàng trọn bộ đồ gỗ nội thất khách sạn và các đơn hàng đồ gỗ bán lẻ tại Mỹ (chủ yếu Amazon) và EU. Đối với thị trường châu Á, hai khách hàng chính tiếp tục là Eland và Casamia. **Với việc kỳ vọng nhận nhiều hơn các đơn hàng gia công trọn bộ đồ gỗ nội thất phòng khách sạn, chúng tôi dự phóng giá trị trung bình 1 container xuất khẩu năm 2023 tăng 0,8%yoy; tương đương 0,6 tỷ đồng/container.**

Biểu đồ 12: Dự phóng mức hoạt động thực tế trên năng lực sản xuất



Biểu đồ 13: Dự phóng tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của SAV trong tổng kim ngạch xuất khẩu đồ gỗ



Nguồn: SAV, FPTs Research.

- **Đối với bán nội địa đồ gỗ MOHO, doanh thu dự phóng đạt 43,5 tỷ đồng (+35,9%yoy) ([quay lại](#)).**

Trong tháng 4/2023, SAV sẽ khai trương thêm 1 cửa hàng trải nghiệm tại Vinhomes Ocean Park; nâng tổng số cửa hàng trải nghiệm lên 4 tại hai thành phố Hà Nội và Tp. Hồ Chí Minh. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng có kế hoạch triển khai thêm các cửa hàng tại Hải Phòng, Kiên Giang và Bà Rịa – Vũng Tàu. Chúng tôi kỳ vọng kênh online sẵn có cùng việc mở rộng thêm các cửa hàng trải nghiệm nhằm tăng nhận diện thương hiệu sẽ giúp SAV có tăng trưởng 35,9% về doanh thu MOHO trong năm 2023.

2. Yếu tố theo dõi trong năm 2023 đối với hoạt động kinh doanh của SAV

- **Khắc phục thiệt hại & Đưa vào hoạt động trở lại xưởng 3 & 4 tại nhà máy quận 12 sau sự cố cháy tại ngày 30/03/2023 ([quay lại](#))**

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, toàn bộ vật tư và thành phẩm sản xuất đều đã được bảo hiểm 100%. Đối với thời gian hoạt động trở lại, SAV dự kiến sẽ sản xuất bình thường từ giữa tháng 5/2023. Doanh nghiệp tạm thời đang sản xuất bù các đơn hàng bị cháy tại nhà máy quận Thủ Đức và kỳ vọng sẽ kịp giao theo hợp đồng đã ký.

- **Giá nguyên phụ liệu gỗ đầu vào ([quay lại](#))**

Nguyên phụ liệu gỗ chiếm tỷ trọng cao từ 60% - 65% chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Vì vậy, biến động giá nguyên liệu có tác động ngược chiều đối với lợi nhuận của SAV. Trong năm 2023, giá nguyên phụ liệu gỗ dự kiến sẽ thấp hơn so với năm 2022 do nhu cầu sản phẩm gỗ toàn cầu kỳ vọng vẫn ở mức thấp. Thêm vào đó, việc Trung Quốc mở cửa trở lại một số mặt hàng xuất khẩu cũng khiến một số mặt hàng gỗ giảm giá.

- **Kết luận các cuộc điều tra thương mại đối với gỗ và sản phẩm gỗ Việt Nam ([quay lại](#))**

Theo danh sách cảnh báo các sản phẩm có nguy cơ bị áp dụng biện pháp chống lẩn tránh xuất xứ, chuyển tải bất hợp pháp hoặc biện pháp phòng vệ thương mại được Bộ Công Thương công bố, ngành chế biến gỗ xuất khẩu Việt Nam có một số sản phẩm thuộc danh sách gồm gỗ dán (HS 4412), tủ gỗ (HS 9403), ghế sofa khung gỗ (HS 9401) và gỗ thanh (HS 4409). Danh sách này có 11 sản phẩm thì 4 sản phẩm thuộc ngành chế biến gỗ và xuất Mỹ. Hiện Mỹ đang tiếp tục gia hạn điều tra phòng vệ thương mại với các sản phẩm này với hạn công bố kết luận dự kiến tại ngày 2/5/2023.

- **Biến động tỷ giá ([quay lại](#))**

Do 92,2% doanh thu năm 2022 của SAV đến từ hoạt động xuất khẩu, biến động tỷ giá ngoại tệ là yếu tố cần theo dõi khi xem xét và đánh giá hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

IV. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ (quay lại)

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu SAV với mức giá mục tiêu là **18.000 VNĐ/cp**, cao hơn **20,5%** so với mức giá đóng cửa ngày 07/04/2022.

Mức giá mục tiêu của SAV giảm 44,4% so với [Báo cáo cập nhật định giá tháng 03/2022](#) (32.400VNĐ/cp). Mức giá mục tiêu giảm do thay đổi trong giả định kết quả kinh doanh và chiết khấu của mô hình định giá:

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	18.008	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	17.914	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		18.000	

Lịch sử khuyến nghị:

Khuyến nghị	Thời gian	Báo cáo chi tiết
MUA	08/2021	Báo cáo định giá lần đầu
MUA	03/2022	Báo cáo cập nhật định giá

Cập nhật giả định kinh doanh cho năm 2023

Chỉ tiêu	Báo cáo cập nhật định giá 03/2022	<u>Báo cáo cập nhật định giá 04/2023</u>	Diễn giải
Doanh thu (Đvt: Tỷ đồng)	1.209	<u>990</u>	Thay đổi do cập nhật giả định đối với doanh thu dự phóng của 2 mảng chế biến gỗ và mảng bán bao bì.
- Mảng chế biến gỗ	1.186	<u>956</u>	Năm 2022 - 2023 với diễn biến lạm phát và suy thoái kinh tế hậu Covid-19 đã và đang khiến nhu cầu tiêu dùng gỗ tại các thị trường nhìn chung giảm. Do vậy, doanh thu mảng chế biến gỗ dự phóng năm 2023 tại báo cáo này thấp hơn 19,4% so với mức dự phóng tại Báo cáo cập nhật định giá tháng 03/2022.
- Mảng bán bao bì	0,0	<u>2,5</u>	SAV quay trở lại nhận đơn hàng bao bì từ khách bên ngoài để bù đắp một phần doanh thu sụt giảm từ diễn biến đơn hàng ảm đạm của mảng chế biến gỗ xuất khẩu.
Biên lợi nhuận gộp	15,6%	<u>16,2%</u>	Nhu cầu tiêu dùng gỗ sụt giảm cùng việc Trung Quốc mở lại xuất khẩu một số mặt hàng gỗ kỳ vọng khiến giá gỗ nguyên liệu trong năm 2023 tiếp tục xu hướng hạ nhiệt từ nửa cuối năm 2022
Lợi nhuận sau thuế	50,0	<u>47,4</u>	Dù doanh thu dự phóng tăng nhẹ và biên gộp cải thiện đáng kể trong năm 2023, mức LNST kỳ vọng giảm 5,2% so với mức dự phóng tại báo cáo cập nhật định giá tháng 03/2022. Nguyên nhân thay đổi đến từ chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng từ việc đẩy mạnh phát triển bán lẻ đồ gỗ MOHO tại thị trường nội địa.
CAGR LNST giai đoạn dự phóng 5 năm	11,6%	<u>10,6%</u>	Doanh thu dự kiến tăng trưởng chậm lại trong khi các chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng đã khiến tốc độ tăng trưởng kép LNST giai đoạn 5 năm dự phóng tại báo cáo này chỉ ở mức 10,6% so với mức 11,6% của Báo cáo cập nhật định giá tháng 03/2022.
Tỷ lệ vay nợ ngắn hạn / Giá vốn hàng bán giai đoạn dự phóng 5 năm	8,4%	<u>7,1%</u>	Thay đổi dựa trên số liệu báo cáo tài chính năm 2022 của doanh nghiệp.

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	03/2022	04/2023	Giả định mô hình	03/2022	04/2023
WACC	9,48%	13,66%	Phần bù rủi ro	9,46%	12,48%
Chi phí sử dụng nợ	5,17%	3,10%	Hệ số Beta	0,58	0,71
Chi phí sử dụng VCSH	10,71%	15,39%	Tăng trưởng dài hạn	2%	2%
Lãi suất phi rủi ro	2,18%	3,44%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		13,66%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		355.256
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		154
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		26.459
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		328.951
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		18,4
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		17.914
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		330.693
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		18.008

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 10 cổ phiếu SAV và chuyên viên phân tích hiện không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến 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
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
100 Quang Trung, Quận Hải Châu, TP.
Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.236) 3553 888