

Ngành Hàng tiêu dùng

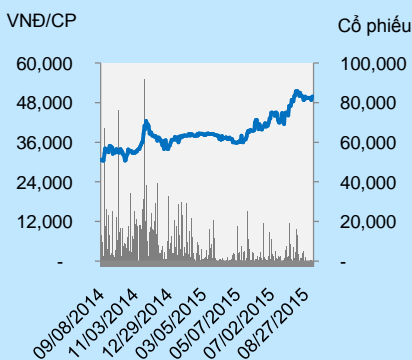
Báo cáo cập nhật nhanh
Tháng 9, 2015

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	49.700
Giá thị trường (10/9/2015)	49.800
Lợi nhuận kỳ vọng	-0,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	30.500-51.500
Vốn hóa	580 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	11.641.070
KLGD bình quân 10 ngày	268
% sở hữu nước ngoài	15,3 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	%
Beta	0,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMC	62,2%	-3,3%	23,3%	29,4%
VN-Index	-10,6%	-3,7%	-1,4%	-0,3%

Chuyên viên phân tích
Hà Thị Thu Hằng
(84 8) 3914 6888 ext: 158
hathithuhang@baoviet.com.vn

CTCP Sản xuất Thương mại May Sài Gòn

Mã giao dịch: GMC

Reuters: GMC.HM

Bloomberg: GMC VN

Lợi nhuận 2 Quý cuối 2015 kém khả quan so với cùng kỳ năm ngoái

Lợi nhuận sau thuế 6T2015 tăng trưởng mạnh. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2015, GMC đạt 656 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 11% yoy. Số lượng các đơn hàng xuất khẩu tăng lên là yếu tố tạo ra sự tăng trưởng về doanh thu. Lợi nhuận gộp tăng 3,4% yoy đạt 100 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp sụt giảm đáng kể từ mức 16,5% trong 6T2014 xuống 15,3% do giá bán bình quân giảm. Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh 50,3% (do hoàn nhập quỹ lương) so với cùng kỳ năm ngoái giúp bù đắp sự gia tăng của chi phí bán hàng và chi phí tài chính (lỗ tỷ giá). Theo đó, công ty ghi nhận lợi nhuận trước thuế ~61 tỷ đồng, tăng mạnh 79,1% so với cùng kỳ năm 2014. Lợi nhuận sau thuế đạt 49 tỷ đồng, tăng mạnh 87,4% yoy. Với kết quả đã đạt được, nửa đầu năm 2015 GMC đã hoàn thành 44% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch lợi nhuận.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	6T2015	6T2014	%YoY	%KH 2015
Doanh thu thuần	656	591	11,0%	43,7%
Lợi nhuận gộp	101	97	3,4%	
Biên LNG	15,3%	16,5%		
LNTT	61	34	79,1%	81,5%
LNST	49	26	87,4%	-

(Nguồn: GMC)

Triển vọng kinh doanh năm 2015

Hưởng lợi nhờ triển vọng ngành tích cực. Dệt may vẫn là mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam với kim ngạch xuất khẩu 7 tháng đầu năm 2015 ~12,6 tỷ USD, tăng 9,7% so với cùng kỳ năm 2014. Xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam tiếp tục diễn ra trong năm 2015 nhờ lợi thế nhân công rẻ. Các hiệp định thương mại tự do đã và đang đàm phán sẽ là yếu tố hỗ trợ ngành dệt may. Do đó GMC sẽ tiếp tục được hưởng lợi nhờ triển vọng ngành tích cực.

Mở rộng quy mô, tăng năng lực sản xuất. Tính đến cuối quý 2, GMC đã nhận đủ đơn hàng sản xuất cho năm 2015 và đang đàm phán các đơn hàng trong năm 2016. Trong đó số lượng đơn hàng của khách hàng lớn như Columbia, Decathlon đều tăng so với năm 2014. Nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng, GMC đã đưa 4 chuyền may mới vào vận hành và dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư thêm 2 chuyền may, nâng tổng số chuyền may lên 66 chuyền.

Biên lợi nhuận giảm. Khoảng 80% nguyên phụ liệu của GMC được nhập khẩu từ Trung Quốc và được thanh toán bằng đồng USD. Do đó đồng nhân dân tệ và VND giảm giá so với USD sẽ không ảnh hưởng nhiều đến chi phí nguyên liệu của công ty. Tuy nhiên, chi phí nhân công đang ngày càng gia tăng và đối tác mua hàng có thể tạo áp lực giảm giá bán (do giá hàng dệt may Trung Quốc trở nên rẻ hơn) sẽ khiến biên lợi nhuận của GMC sụt giảm.

Ước tính kết quả kinh doanh năm 2015.

GMC ước tính 9 tháng đầu năm công ty sẽ đạt doanh thu ~1.100 tỷ đồng, theo đó doanh thu Q3/2015 ở mức 444 tỷ đồng, giảm 14,3% so với cùng kỳ năm 2014. Trong Q4/2015 chúng tôi ước tính doanh thu sẽ tăng trưởng 15% so với Q4/2014, đạt 345 tỷ đồng nhờ số lượng đơn hàng xuất khẩu và nội địa tăng. Biên lợi nhuận gộp bình quân 2 quý cuối năm 2015 dự kiến giảm từ mức 13,4% trong năm 2014 xuống 12,9% do giá bán giảm.

Là doanh nghiệp xuất khẩu, GMC được hưởng lợi tỷ giá khi VND giảm giá so với USD. Tuy nhiên tỷ giá tăng cũng làm tăng chi phí tài chính của công ty. Và theo chúng tôi ước tính, với doanh thu xuất khẩu khoảng 66 triệu USD/năm và nợ vay ngắn hạn khoảng 9,8 triệu USD, GMC không bị ảnh hưởng đáng kể do vấn đề tỷ giá. Dựa trên các giả định thận trọng, chúng tôi ước tính GMC sẽ đạt ~21 tỷ đồng LNST trong 2 quý cuối năm, giảm 45% yoy. Như vậy, doanh thu thuần và LNST cả năm 2015 lần lượt ở mức 1.446 tỷ đồng (+2,6% yoy) và 70,3 tỷ đồng (+23,5% yoy). EPS và P/E dự phóng ở mức ~6.036 VND/CP và 8,25 lần.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3/2015	Q4/2015	2015E	%YoY	%KH 2015
Doanh thu thuần	445	345	1,446	2,6%	96,4%
Lợi nhuận gộp	59,8	42,6	202,9	-2,5%	
LNST	14,1	12,9	88,1	18,6%	117,5%
LNST	11,0	10,1	70,3	23,5%	

(Nguồn: GMC, BVSC ước tính)

□ **Quan điểm đầu tư:** Trong dài hạn, chúng tôi nhận thấy GMC là doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh khá ổn định, đang được hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng gia công dệt may từ Trung Quốc sang Việt Nam và từ các hiệp định Thương mại đang được đàm phán, ký kết như VN EU FTA, TPP, v.v.. . Tuy nhiên trong ngắn hạn GMC không còn nhiều hấp dẫn do giá cổ phiếu đã tăng 48% so với cuối năm 2014 (với mức giá đóng cửa ngày 10/9/2015 là 49.800 đồng). Theo đó, chúng tôi cho rằng mức giá hiện tại đã phản ánh tương đối sát triển vọng kinh doanh của công ty trong năm 2015. Do vậy, BVSC đánh giá **NEUTRAL** đối với cổ phiếu GMC ở mức giá mục tiêu 49.700 đồng.

Báo cáo phân tích lần đầu
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	10,08 %
Sở hữu nước ngoài	15,30%
Sở hữu khác	74,62 %

CÔNG ĐỒNG LỚN

Lâm Quang Thái	16,21 %
Công ty Dệt May Gia Định	10,08 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	866	1.059	1.228	1.409	1.446
Giá vốn	682	890	1.062	1.201	(1,243)
Lợi nhuận gộp	183	169	166	208	203
Doanh thu tài chính	20	18	16	14	17
Chi phí tài chính	17	10	13	11	(19)
Lợi nhuận sau thuế	53	61	65	57	70

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014	2015
Tiền & khoản tương đương tiền	17	31	52	40	43
Các khoản phải thu ngắn hạn	111	129	165	183	169
Hàng tồn kho	156	172	241	187	256
Tài sản cố định hữu hình	86	106	136	161	178
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	19	18	18	18	18
Tổng tài sản	396	466	658	637	713
Nợ ngắn hạn	232	289	422	389	446
Nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	162	177	213	227	267
Tổng nguồn vốn	396	466	658	637	713

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	41.0%	22.3%	16.0%	14.7%	2.6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	23.1%	20.4%	-4.8%	15.4%	23.5%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	21,2%	16,0%	13,5%	14,8%	14,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,0%	4,9%	4,0%	4,0%	4,9%
ROA (%)	12,2%	12,0%	8,8%	9,7%	9,9%
ROE (%)	29,0%	30,5%	25,3%	27,7%	26,3%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	59,1%	62,0%	64,2%	61,2%	62,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	144,2%	163,1%	198,5%	171,4%	167,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.850	5.838	5.364	5.175	6.036
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.303	19.965	19.992	19,542	22,930

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999