

Ngành Hàng tiêu dùng

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **51.500**

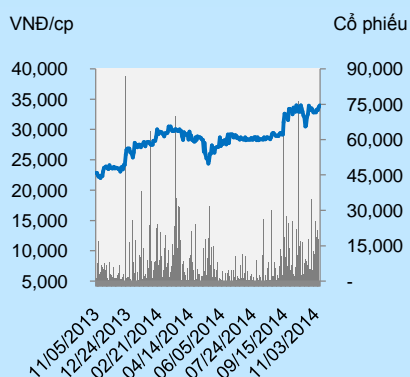
Giá thị trường (07/11/2014) 34.000

Lợi nhuận kỳ vọng +51,5%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	21.900-34.000 VNĐ
Vốn hóa	396 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	11.641.070 cp
KLGD bình quân 10 ngày	16.449 cp
% sở hữu nước ngoài	14,15 %
Room nước ngoài	49 %
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,9 %
Beta	0,57

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GMC	49,0%	3,0%	18,5%	15,4%
VN-Index	20,6%	-1,9%	-0,4%	7,3%

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

VƯỢT KẾ HOẠCH LỢI NHUẬN TRONG 9T/2014 – KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/2014 DỰ KIẾN GIẢM SO VỚI CÙNG KỲ 2013.

❑ **Lợi nhuận 9 tháng vượt kế hoạch năm.** Kết thúc Q3/2014, GMC đạt 518 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 28% yoy, nhờ doanh thu xuất khẩu FOB (chiếm 97% doanh thu thuần) tăng 30,4% yoy. Lợi nhuận gộp tăng trưởng mạnh 49% yoy, đạt 72 tỷ đồng nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 14% từ 12% trong Q3/2013. Cơ cấu sản phẩm thay đổi theo hướng tập trung vào sản phẩm cao cấp mang lại biên lợi nhuận cao là yếu tố chính giúp biên lợi nhuận cải thiện. Đi cùng sự tăng trưởng của doanh thu, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cũng ghi nhận mức tăng 34% yoy đạt 40 tỷ đồng chủ yếu do GMC tăng phụ cấp và thưởng hiệu quả làm việc cho nhân viên. Theo đó, lợi nhuận sau thuế Q3/2014 đạt 26 tỷ đồng, tăng trưởng mạnh 77% yoy. Đây là quý có lợi nhuận cao nhất trong lịch sử hoạt động của công ty.

Như vậy, lũy kế 9 tháng đầu năm 2014, GMC đạt 1.109 tỷ đồng doanh thu (+23,6% yoy) và 52 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+25,7% yoy). Với kết quả đạt được, GMC đã hoàn thành 85% kế hoạch doanh thu và vượt kế hoạch lợi nhuận đặt ra cho năm 2014.

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3/2014	% YoY	9T2014	% KH 2014	% YoY
Doanh thu thuần	518	27.8%	1,109	85.3%	23.6%
Lợi nhuận gộp	72	48.9%	170		33.9%
LNTT	33	75.4%	67	100.4%	29.2%
LNST	26	76.9%	52	-	25.7%

(Nguồn: GMC)

❑ **Ước tính kết quả kinh doanh Q4/2014.** Theo yếu tố mùa vụ, Q2 và Q3 hàng năm thường là thời gian cao điểm về doanh thu và lợi nhuận. Do đó chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của công ty trong quý 4/2014 dự kiến sẽ kém khả quan so với quý 3. Điều này dựa trên những cơ sở sau: (1) Doanh thu giảm do các đơn hàng xuất khẩu dự kiến giảm; (2) Biên lợi nhuận gộp giảm do quý 4 công ty chủ yếu sản xuất các đơn hàng xuất khẩu xuân hè (biên lợi nhuận thấp hơn sản phẩm thu đông) và hàng nội địa. Mặc dù chúng tôi cho rằng việc tập trung khai thác thị trường nội địa khi đơn hàng xuất khẩu giảm sẽ là yếu tố dẫn dắt doanh thu nội địa tăng trưởng, tuy nhiên, tỷ lệ sản phẩm sản xuất phục vụ thị trường nội địa chỉ chiếm khoảng 10% khó bù đắp phần sụt giảm từ doanh thu xuất khẩu. Chúng tôi ước tính GMC sẽ đạt 267 tỷ đồng doanh thu (-19,5 yoy) và 4,6 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (-40,5 yoy). Theo đó doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2014 dự kiến đạt lần lượt 1.376 tỷ đồng (+12% yoy) và 57 tỷ đồng (+15,4% yoy).

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4/2014	%YoY	2014E	%YoY
Doanh thu thuần	267	-19.5%	1,376	12.0%
Lợi nhuận gộp	31.9	-19.2%	201	21.3%
LNTT	5.6	-56.5%	73	12.1%
LNST	4.6	-40.5%	57	15.4%

(Nguồn: GMC, BVSC ước tính)

- ❑ **Triển vọng kinh doanh năm 2015 tích cực.** Chúng tôi giữ quan điểm tích cực về triển vọng kết quả kinh doanh năm 2015 của GMC dựa trên các yếu tố sau: (1) Ngành dệt may Việt Nam kỳ vọng tăng trưởng khả quan nhờ vào các hiệp định thương mại tự do, song phương và đa phương; (2) 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; (3) Là một doanh nghiệp trong ngành dệt may với kinh nghiệm và lợi thế sẵn có trong lĩnh vực xuất khẩu hàng may mặc GMC sẽ được hưởng lợi nhờ các yếu tố trên. Ngoài ra việc đầu tư mở rộng dây chuyền sản xuất, nâng cao năng lực kinh doanh, mở rộng tìm kiếm khách hàng mới sẽ là yếu tố dẫn dắt GMC tăng trưởng. Tuy nhiên, chúng tôi cũng muốn lưu ý rằng khoảng 70-80% nguyên liệu của GMC được nhập khẩu từ Trung Quốc và Đài Loan nên GMC sẽ không được hưởng lợi nhiều từ TPP nếu áp dụng điều kiện xuất xứ “từ sợi trở đi” cho nguyên vật liệu chính. GMC đang tìm những nguồn cung cấp nguyên liệu khác từ Malaysia, Bangladesh và Ấn Độ, thế nhưng các thị trường này được đánh giá là ít cạnh tranh so với Trung Quốc cả về mẫu mã, giá cả và số lượng

Dựa trên các giả định thận trọng, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 2015 của GMC sẽ đạt lần lượt 1.569 tỷ đồng (+14% yoy) và 78 tỷ đồng (+37% yoy). Theo đó, EPS và P/E dự phóng ở mức ~6.679 VND/CP và 5,09 lần với mức giá hiện tại là 34.000 VND/CP.

- ❑ **Quan điểm đầu tư:** Với nhiều kinh nghiệm và lợi thế trong ngành may mặc cùng triển vọng tích cực của ngành dệt may, chúng tôi kỳ vọng GMC có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khả quan trong những năm tiếp theo. Dựa trên phương pháp DCF và so sánh ngang, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GMC là 51.500 VND/CP (cao hơn 51,5% so với mức giá hiện tại), tương ứng P/E dự phóng 2015 là 7,7 lần – khá hấp dẫn để đầu tư. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu GMC. Bên cạnh đó, tỷ lệ cổ tức tương đối cao (20-30%/năm) đáng để nhà đầu tư xem xét thêm GMC vào danh mục đầu tư cổ tức. Tuy nhiên, NĐT cũng cần lưu ý đến tính thanh khoản thấp của cổ phiếu, với khối lượng cổ phiếu giao dịch bình quân 10 phiên khoảng 17.000 cổ phiếu/phiên.

Báo cáo cập nhật GMC
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	10,08 %
Sở hữu nước ngoài	14,15 %
Sở hữu khác	75,77 %

CÔNG ĐỒNG LỚN

Lâm Quang Thái	21,23 %
Công ty Dệt May Gia Định	10,08 %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	866	1.059	1.228	1,376	1,569
Giá vốn	682	890	1.062	1,174	1,338
Lợi nhuận gộp	183	169	166	201	231
Doanh thu tài chính	20	18	16	12	12
Chi phí tài chính	17	10	13	10	10
Lợi nhuận sau thuế	53	61	65	57	78

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VNĐ)	2011	2012	2013	2014E	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	17	31	52	94	84
Các khoản phải thu ngắn hạn	111	129	165	151	172
Hàng tồn kho	156	172	241	227	258
Tài sản cố định hữu hình	86	106	136	154	179
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	19	18	18	18	18
Tổng tài sản	396	466	658	691	760
Nợ ngắn hạn	232	289	422	446	485
Nợ dài hạn	2	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	162	177	213	245	275
Tổng nguồn vốn	396	466	658	691	760

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014E	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	41.0%	22.3%	16.0%	12.0%	14.0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	23.1%	20.4%	-4.8%	15.4%	36.7%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	21,2%	16,0%	13,5%	14.6%	14.7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,0%	4,9%	4,0%	4.1%	5.0%
ROA (%)	12,2%	12,0%	8,8%	9.4%	10.7%
ROE (%)	29,0%	30,5%	25,3%	26.9%	29.9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	59,1%	62,0%	64,2%	64.5%	63.8%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	144,2%	163,1%	198,5%	181.7%	176.3%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.850	5.838	5.364	4,886	6,679
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.303	19.965	19.992	21,076	23,633

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, khuyên 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