

CTCP SX TM May Sài Gòn (GMC)

Cổ phiếu vốn hóa nhỏ

Đặng Văn Pháp
Chuyên viên cao cấp

Cổ phiếu đầu tư giá trị tốt - tốt hơn nữa nếu GMC có thể thay đổi để hưởng lợi từ TPP

Dệt may

Giá mục tiêu (P/E)	NA
Giá hiện tại	35900
TL tăng	NA
Lợi suất cổ tức	8,3%
Tổng lợi nhuận	NA
Cổ tức bằng tiền mặt	3.000

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa (USD)	20 triệu
GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua (USD)	0,01 triệu
Sở hữu của khối ngoại	14,0%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	11,6 triệu

Cơ cấu cổ đông

Lâm Quang Thái	16,1%
Dệt may Gia Định	10,0%
Trần Cảnh Thông	6,6%
Khách	67,3%

- CTCP Sản xuất Thương mại May Sài Gòn (GMC) sản xuất và kinh doanh các sản phẩm dệt may, với xuất khẩu đóng góp 90% doanh thu của công ty. Các thị trường chính của GMC là Mỹ (46%), EU (41%) và Nhật Bản.
- Tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn tốt vì dệt may vẫn là một trong những mặt hàng xuất khẩu chính của Việt Nam nhờ chi phí nhân công thấp.
- Các hiệp định tự do thương mại dự kiến được ký kết trong thời gian tới, trong đó đáng chú ý nhất là TPP, sẽ hỗ trợ ngành dệt may hơn nữa, nhưng GMC sẽ phải chuyển sang các nhà cung cấp nguyên liệu tại các nước thành viên TPP để hưởng lợi từ hiệp định này.
- Việc đồng USD tăng giá nhiều khả năng sẽ ảnh hưởng đến tình hình xuất khẩu sang EU và Nhật trong năm 2015 nhưng thị trường Mỹ có thể bù đắp lại cho GMC.
- Ban lãnh đạo đề ra mục tiêu lợi nhuận trước thuế gần như không đổi so với năm 2014. Mức PER 2015 tương ứng là 6,9 lần, cùng với lợi suất cổ tức là 8,3% và ROE là 27,5%.

92,5% doanh số của GMC đến từ FOB (mua nguyên vật liệu - sản xuất - bán thành phẩm). Các sản phẩm chính là quần áo thể thao, áo khoác, trang phục trượt tuyết ...

Đề tận dụng tốt hơn chuỗi giá trị và tạo ra biên LN cao hơn, GMC đang nỗ lực mở rộng sản xuất ODM (thiết kế + FOB). Trong năm 2014, GMC đã thực hiện các đơn hàng ODM với đối tác tại Mỹ, tạo ra doanh thu 2 triệu USD và lợi nhuận 30.000 USD.

GMC có tiềm năng tăng trưởng tốt trong dài hạn, khi dệt may, nhờ vào chi phí nhân công thấp, tiếp tục là một trong những trụ cột của xuất khẩu của Việt Nam. Việt Nam đã xuất khẩu 21 tỷ USD giá trị hàng dệt may trong năm 2014 (tăng 17% so với 2013), đạt tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 18,2% giai đoạn 2009-2014, phù hợp với CAGR doanh thu 18% giai đoạn này của GMC.

Đồng USD tăng giá là khó khăn trong ngắn hạn. Vì đồng VND được neo theo đồng USD, đồng USD tăng giá sẽ khiến các hàng hóa xuất khẩu của Việt Nam trở nên bớt cạnh tranh tại thị trường EU và Nhật Bản. Kết quả quý 1/2015 đã phản ánh điều này, khi tăng trưởng xuất khẩu dệt may của Việt Nam chỉ còn 10% so với cùng kỳ năm 2014.

Hiệp định đối tác Kinh tế Chiến lược Xuyên Thái Bình Dương (TPP) mang đến những thách thức. Ở thời điểm hiện tại, GMC sẽ không được hưởng lợi từ TPP do hầu hết nguyên liệu của công ty đều được nhập từ Trung Quốc và Đài Loan, các nước không tham gia TPP. Việc chuyển hướng sang các nước TPP là không dễ do thiếu những cơ sở sản xuất quy mô hiện hữu. Thiết lập nhà máy sản xuất sợi riêng tại Việt Nam có lẽ là lựa chọn khả dĩ nhất cho GMC, theo quan điểm của chúng tôi. Gần đây đã có nhiều công ty nước ngoài đầu tư mạnh vào ngành dệt may Việt Nam để đón đầu TPP, tạo ra áp lực phải duy trì tính cạnh tranh lên các doanh nghiệp quốc nội.

Ban lãnh đạo đặt mục tiêu tăng trưởng doanh thu và LNTT ở mức lần lượt 6,4% và 0,1% so với năm 2014, cổ tức tiền mặt 2015 ở mức từ 2.000-3.000 đồng (3.000 đồng năm 2014). LNTT của công ty mẹ trong quý 1 giảm 0,01% so với cùng kỳ năm 2014 cho thấy GMC đang đi đúng hướng để hoàn thành kế hoạch.

GMC đang giao dịch ở mức thấp hơn 12% so với các công ty cùng ngành (TCM và EVE) dù có ROE cao hơn, có thể là do quy mô công ty nhỏ và thanh khoản cổ phiếu thấp (giá trị vốn hóa 20 triệu USD và thanh khoản 0,01 triệu USD/ngày). TCM (67 triệu USD, 0,3 triệu USD/ngày) sẽ được hưởng lợi từ TPP những đã hết room khối ngoại. EVE (33 triệu USD, 0,1 triệu USD/ngày) hoạt động chính trong lĩnh vực chăn và nệm.

Bảng 1: So sánh với các công ty cùng ngành

	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	tỷ đồng/ giao dịch ngày	ROE (%)	P/B 2014	P/E 2014	P/E 2015 theo kế hoạch công ty	EPS 2015 theo kế hoạch công ty
GMC	19,5	0,1	27,5	1,7	6,9	6,9	5.197
TCM	67,3	7,0	21,8	1,8	8,6	8,2	3.572
EVE	32,7	1,5	10,6	0,9	8,3	7,4	3.453
Trung bình	50,0	4,3	16,2	1,4	8,5	7,8	3.513

Nguồn: Capital IQ và VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đặng Văn Pháp, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.