

MUA [+32%]

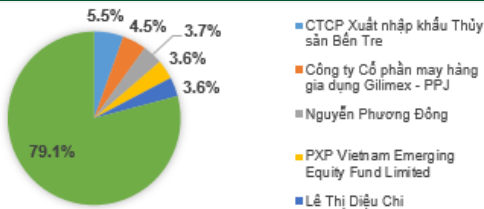
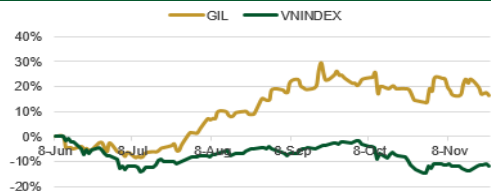
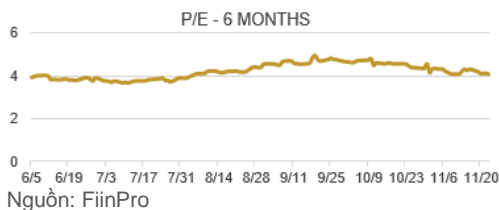
Ngày cập nhật: 04/12/2018

Giá mục tiêu	47,122	VND
Giá hiện tại (03.12)	35,600	VND

Bùi Thị Thùy Dương

 (+84-28) 5413 5472 – duongbui@phs.vn
Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	19.1
Free-float (triệu)	12.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	695
KLGD TB 3 tháng	34,967
Sở hữu nước ngoài	9.14%
Ngày niêm yết đầu tiên	02/01/2002

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá

Kỳ vọng vào đơn hàng với Amazon
Cập nhật KQKD 9M2018 và dự báo năm 2018:

Kết thúc 9M2018, Gilimex ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong doanh thu cũng như LNST. Theo đó, doanh thu 9 tháng đạt 1,607 tỷ đồng (+15.3%YoY) với biên lợi nhuận cải thiện từ 14% lên 16%, hỗ trợ LNST gia tăng lên mức 89 tỷ đồng (+50.8%YoY). Dự báo cho cả năm 2018, công ty sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng bình quân ở nhóm khách hàng Ikea và các khách hàng khác ở mức 11% và giả định tốc độ tăng của khách hàng mới Amazon sẽ khoảng 14% (tương ứng với tăng trưởng bình quân của mảng may mặc thông qua các kênh thương mại điện tử, theo *E-marketer Retail*), từ đó ước tính doanh thu cả năm 2018 của GIL sẽ đạt 2,430 tỷ đồng (+11%YoY) và LNST ước đạt 163 tỷ đồng (+23%YoY).

Dự báo năm 2019: Kỳ vọng trong năm 2019, Gilimex tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng số lượng đơn hàng của Amazon và Ikea ở mức 2 con số, lần lượt đạt 14% và 11%, từ đó ước tính doanh thu năm 2019 của Gilimex sẽ đạt 2,727 tỷ đồng (+12%YoY) và LNST đạt 204 tỷ đồng (+16%YoY).

Động lực tăng trưởng: (1) Kỳ vọng từ đối tác Amazon: Gilimex dự kiến số lượng đơn hàng từ khách hàng này sẽ tiếp tục tăng và có thể đạt mức 100 triệu USD trong thời gian tới, ước tính sẽ đạt trong năm 2022. **(2) Gia tăng năng lực sản xuất thông qua các đầu tư góp vốn tại các doanh nghiệp cùng ngành:** Gilimex sở hữu trực tiếp và gián tiếp nhiều doanh nghiệp cùng ngành khác, đây sẽ là lợi thế cho Gilimex gia tăng năng lực sản xuất để đáp ứng số lượng đơn hàng gia tăng. Ngoài ra, công ty cũng đầu tư mở rộng kho bãi tại cụm CN-TTCN Hắc Dịch tại Bà Rịa Vũng Tàu (BRVT) nhằm tận dụng lợi thế gần Cảng Cái Mép. **(3) Kỳ vọng biên lợi nhuận tiếp tục được cải thiện** nhờ tinh gọn bộ máy sản xuất, giảm chi phí nhân công và tập trung sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao.

Rủi ro: (1) Rủi ro cơ cấu khách hàng cô đặc khi 2 nhóm khách hàng Ikea và Amazon chiếm 80% trong tổng doanh thu công ty. **(2) Rủi ro pha loãng** khi công ty phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn. Kế hoạch phát hành sẽ chia làm 3 đợt, trong đó đã phát hành đợt 1 thông qua chi trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 37%. Dự kiến sẽ phát hành thêm gần 11 triệu cổ phiếu nữa trong 2 đợt còn lại, nâng số lượng cổ phiếu đang lưu hành lên gần 30 triệu cổ phiếu.

Định giá:

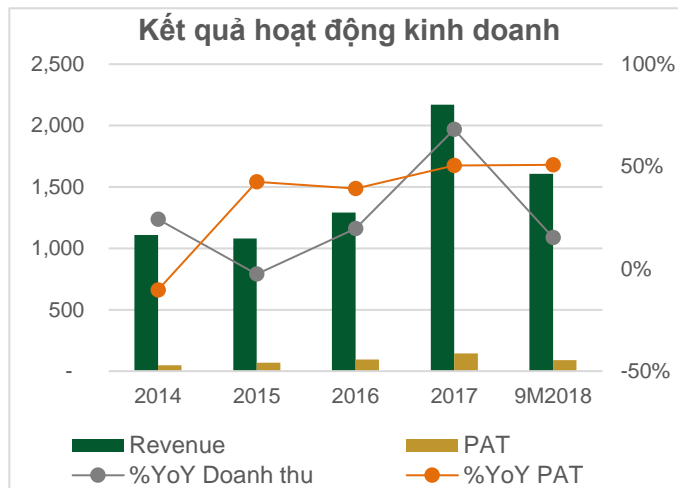
Bằng phương pháp định giá DCF và P/E (tỷ lệ 50%-50%), ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu GIL sẽ vào khoảng **47,122 đồng/ cổ phiếu**, tương ứng với mức P/E forward 5.x. Trong trường hợp GIL phát hành thêm cổ phiếu và nâng số lượng đang lưu hành lên 30 triệu cổ phiếu, giá trị sau pha loãng của GIL sẽ vào khoảng 29,904 đồng/ cổ phiếu. Từ đó, đưa ra khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu này.

Chỉ số tài chính	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	893	1,108	1,079	1,291	2,170	2,430	2,727	3,114	3,561	4,167
LNST (tỷ VND)	41	44	70	110	144	176	204	219	259	303
EPS (VND)	2,919	3,178	5,012	7,878	10,307	9,237	6,805	7,291	8,633	10,099
% tăng EPS		9%	58%	57%	31%	-10%	-26%	7%	18%	17%
BV (VND)	25,996	27,203	28,114	32,429	40,202	38,783	33,749	38,041	41,674	46,773
P/E	6.2	8.4	6.0	6.2	4.0	5.1	-	-	-	-
P/B	0.7	1.0	1.1	1.5	1.0	1.2	-	-	-	-
Cổ tức (VND)	50%	80%	25%	25%	47%	30%	-	-	-	-

Tình hình hoạt động kinh doanh CTCP SX – KD Xuất Nhập khẩu Bình Thạnh

Gilimex là doanh nghiệp hàng đầu trong việc sản xuất và xuất khẩu các mặt hàng gia dụng và may mặc như vali, balo, túi xách,... Trong đó, doanh thu chủ yếu đến từ xuất khẩu (chiếm 100%) và thị trường tiêu thụ chính là Châu Âu và Mỹ. Hiện tại, danh sách khách hàng của Gilimex có khoảng 10 khách hàng, trong đó, Ikea (Thụy Điển) và Amazon (Mỹ) là 2 khách hàng chiếm 80% doanh thu Gilimex.

Đối với khách hàng Amazon: Amazon hiện đang có tham vọng mở rộng kho hàng trên toàn thế giới và tìm kiếm các nhà xuất khẩu tại chỗ, trong đó có Việt Nam. Kế hoạch của Amazon đối với thị trường Việt Nam là giúp nhà sản xuất tận dụng kênh phân phối trực tuyến để tiếp cận khách hàng của Amazon.



Ngày khi đón nhận những đơn hàng từ Amazon, kết quả kinh doanh của Gilimex đã tăng trưởng đầy tích cực:

Trong năm 2017, Gilimex tập trung phát triển thị trường Mỹ, mở rộng số lượng đơn hàng tại thị trường này. Theo đó, sau khi cung cấp hơn 40 triệu USD tiền hàng cho đối tác Amazon, kết quả kinh doanh của Gilimex trong năm 2017 tăng tích cực với doanh thu đạt 2,170 tỷ (+68%YoY) và LNST đạt 144 tỷ (+51%).

Trong thời gian tới, Gilimex hướng tới mục tiêu gia tăng giá trị đơn hàng với Amazon lên khoảng 100 triệu USD.

Tiếp tục đầu tư phát triển năng lực sản xuất: Hiện tại, Gilimex đang sở hữu 2 nhà máy may hàng gia dụng: Nhà máy Bình Thạnh (27 chuyền), Nhà máy Thạnh Mỹ (16 chuyền). Ngoài ra, công ty có sử dụng các nhà máy gia công bên ngoài (46 chuyền). Để đáp ứng nhu cầu gia tăng, Gilimex tiếp tục đầu tư phát triển năng lực sản xuất thông qua công ty liên kết Dệt may Gia Định (sở hữu 25% vốn cổ phần). Đồng thời, công ty cũng triển khai đầu tư mở rộng kho bãi tại cụm CN-TTCN Hắc Dịch tỉnh BRVT nhằm tận dụng lợi thế gần Cảng Cái Mép.

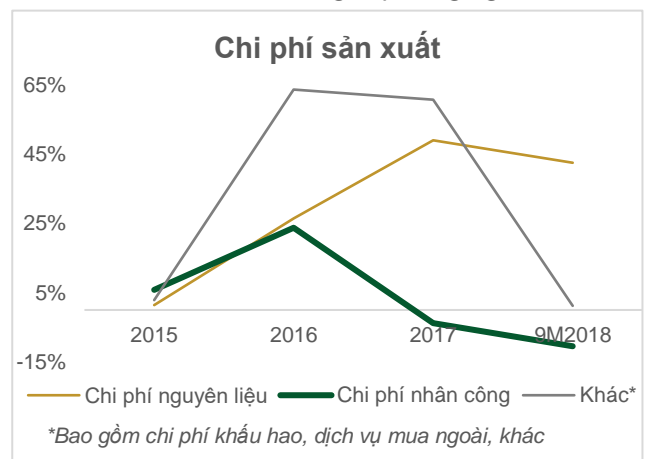
Ngoài ra, Gilimex sở hữu 2 nhà máy khác bao gồm: Nhà máy sản xuất đèn (sản xuất đèn, chao đèn để xuất khẩu) và Nhà máy kim loại (sản xuất kim loại phục vụ ngành sản xuất gia dụng của công ty).

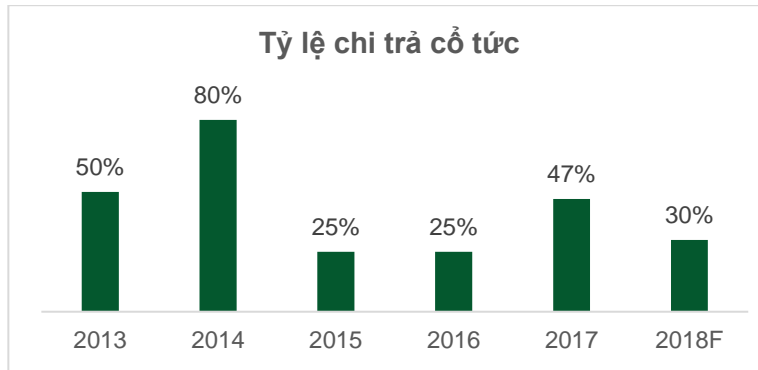
Lợi thế từ sở hữu trực tiếp và gián tiếp các công ty cùng ngành: Gilimex sở hữu 25% vốn cổ phần tại CTCP Dệt may Gia Định (Giditex) và chủ tịch HĐQT của Gilimex cũng là Tổng Giám Đốc của Giditex. Theo đó, Giditex hiện đang sở hữu cổ phần tại nhiều công ty may khác bao gồm Công ty TNHH MTV Dệt Sài Gòn, CTCP SX-TM Sài Gòn (GMC), CTCP Dệt may Gia Định Phong Phú,... Trong thời gian tới, Gilimex sẽ tiếp tục tìm kiếm các cơ hội M&A với các doanh nghiệp cùng ngành.

Triển vọng cải thiện biên lợi nhuận gộp:

Công ty thành công trong việc tiết giảm chi phí nhân công, từ đó cắt giảm được chi phí sản xuất, hỗ trợ cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Theo đó, biên LNG trong 9M2018 của Gilimex đã được cải thiện từ mức 14% lên 16%. Với kế hoạch tinh gọn bộ máy sản xuất và tập trung sản xuất các sản phẩm có giá trị gia tăng cao, kỳ vọng biên LNG của công ty tiếp tục được cải thiện.





Duy trì hoạt động kinh doanh ổn định với mức cổ tức cao:

Công ty luôn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức cao qua các năm. Trong năm 2017, công ty đã chi trả 10% cổ tức bằng tiền và 37% cổ tức bằng cổ phiếu, nâng số lượng cổ phiếu đang niêm yết lên 19.1 triệu cổ phiếu. Dự kiến trong năm 2018, tỷ lệ chi trả cổ tức của GIL sẽ từ 10-30%.

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành (giá trị Trailing-Twelve-Month): GIL là một trong số ít doanh nghiệp dẹt may duy trì tỷ lệ nợ/ tài sản thấp (~26%). Bên cạnh đó, tỷ suất sinh lợi ROE, ROA và giá trị mỗi cổ phần của Gilimex cũng dẫn đầu so với các doanh nghiệp trong ngành.

	GIL	TCM	TNG	STK
D/A	26%	63%	76%	61%
GP Margin	17.1%	16.3%	17.2%	12.2%
NP Margin	6.6%	5.8%	4.7%	6%
ROE	26%	16.9%	20.6%	16.6%
ROA	9.6%	6.2%	4.9%	6.4%
EPS (đồng/cp)	11,394	3,528	2,847	2,251

Rủi ro: (1) Rủi ro về cơ cấu khách hàng cô đặc: Tỷ lệ doanh thu của Ikea và Amazon chiếm gần 80% doanh thu của công ty cho thấy công ty có nguy cơ sẽ tổn thất lớn nếu có sự thay đổi đơn hàng ở 2 khách hàng này. **(2) Rủi ro pha loãng:** Gilimex đang cần huy động vốn để thực hiện đầu tư xây dựng mới vì vậy công ty sẽ phát hành cổ phiếu để huy động vốn. Kế hoạch phát hành sẽ chia làm 3 đợt, trong đó đã thực hiện đợt 1 thông qua việc chi trả 37% cổ tức bằng cổ phiếu. Đợt 2 và đợt 3 sẽ phát hành thêm 10.9 triệu cổ phiếu, nâng số lượng cổ phiếu niêm yết dự kiến lên 30 triệu cổ phiếu. **(3) Rủi ro từ ý kiến kiểm toán ngoại trừ:** Từ năm 2016, Gilimex đã ký hợp đồng mua cổ phần CTCP Dệt may Gia Định (Giditex) thông qua hình thức đấu thầu. Tuy nhiên do Giditex vẫn đang trong quá trình quyết toán với nhà nước chưa chốt được BCTC năm 2016 và 2017 nên chưa xác định được giá trị hợp lý của Giditex nên chưa tiến hành hợp nhất vào BCTC của Gilimex. Hiện tại, chưa có thời gian cụ thể về kế hoạch thoái vốn nhà nước tại Giditex, tuy nhiên Gilimex đã lên kế hoạch huy động vốn gần 300 tỷ nhằm phục vụ sản xuất (~150 tỷ), còn lại dùng để mua cổ phần Giditex khi nhà nước bán vốn.

Quan điểm đầu tư: Bằng phương pháp DCF và P/E với tỷ lệ 50%-50%, giá trị hợp lý của cổ phiếu GIL trong vòng 1 năm sẽ vào khoảng **47,122 đồng/ cổ phiếu**, tương ứng với mức P/E forward 5.x. Trong trường hợp GIL phát hành thêm cổ phiếu và nâng số lượng đang lưu hành lên 30 triệu cổ phiếu, giá trị sau pha loãng của GIL sẽ vào khoảng 29,904 đồng/ cổ phiếu.

Phương pháp DCF

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
LN từ HĐKD	176	204	219	259	303
Lãi vay	22	19	23	28	34
Khấu hao	2	2	2	3	3
Capex	12	14	16	18	21
WC	97	80	147	180	225
FCFF	91	132	81	92	95
Giá trị hiện tại (WACC 9.4%)	89	120	67	70	66
Giá trị cuối cùng (g~1%)	743				
Giá trị DN	1,156				
Nợ	680				
Tiền mặt	388				
Giá trị vốn hóa	864				
SLCP (triệu)	19				
Giá hợp lý	45,286				

Phương pháp P/E

EPS	9,237
P/E forward	5.x
Giá hợp lý	48,958

Sơ lược công ty

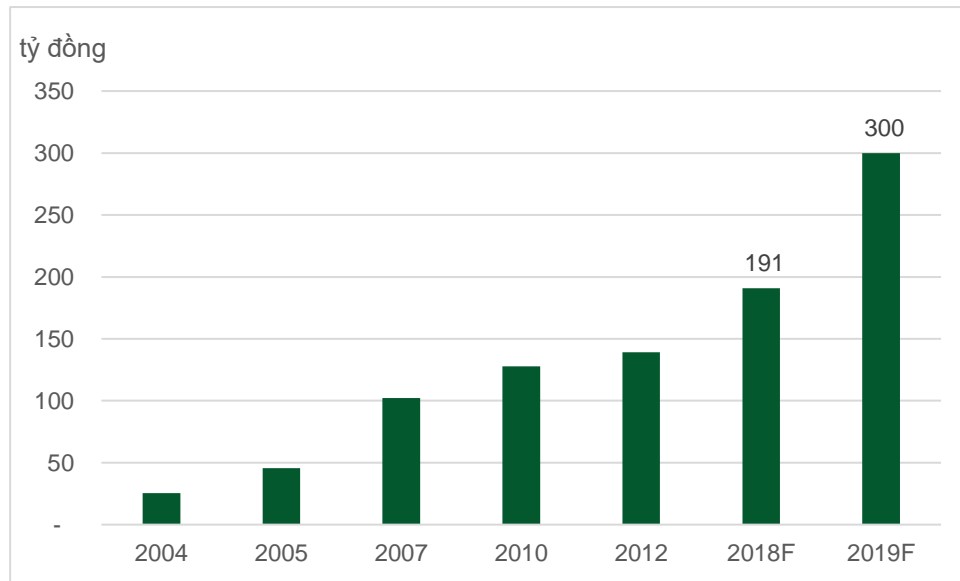
Tiền thân của Công ty Cổ phần Sản xuất Kinh doanh và Xuất Nhập khẩu Bình Thạnh là Công ty Cung ứng hàng xuất khẩu Quận Bình Thạnh, được thành lập năm 1982. Gilimex xác định trở thành một trong những doanh nghiệp hiệu quả trong lĩnh vực may mặc. Với 36 năm hình thành và phát triển, hoạt động sản xuất của công ty liên tục phát triển song song với việc mở rộng quy mô đầu tư, xây dựng hệ thống quản lý chất lượng đáp ứng những quy chuẩn của khách hàng.

Đến nay, công ty không ngừng mở rộng thị trường tìm kiếm khách hàng và kết quả cho thấy sự tăng trưởng tích cực của GIL thông qua doanh số xuất khẩu trực tiếp từ 2 triệu USD trong những năm đầu hoạt động đã tăng lên mức 88.2 triệu USD trong năm 2017.

Ngoài ra công ty cũng khẳng định vị trí của mình trước công chúng và nhà đầu tư là một doanh nghiệp hoạt động hiệu quả với các chỉ tiêu tài chính và tỷ lệ cổ tức cao.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



Nguồn: GIL và PHS tổng hợp

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	9M2018
Doanh thu thuần	1,108	1,079	1,291	2,170	2,430	1,607
Giá vốn hàng bán	(925)	(885)	(1,021)	(1,817)	(2,016)	(1,351)
Lợi nhuận gộp	183	195	270	353	414	257
Chi phí bán hàng	(22)	(26)	(36)	(83)	(67)	(69)
Chi phí QLDN	(78)	(68)	(82)	(89)	(127)	(68)
Lợi nhuận từ HĐKD	67	84	123	175	183	120
Lợi nhuận tài chính	(16)	(17)	(29)	(6)	(37)	(9)
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>(21)</i>	<i>(44)</i>	<i>(12)</i>	<i>(14)</i>	<i>(26)</i>	<i>(13)</i>
Lợi nhuận trước thuế	66	87	126	185	234	112
Lợi nhuận sau thuế	48	69	95	144	176	89
LNST của cổ đông Công ty mẹ	44	70	110	144	176	89

Cân đối kế toán	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	9M2018
Tài Sản Ngắn Hạn	728	732	721	1,125	1,436	1,324
Tiền và tương đương tiền	267	264	146	204	393	388
Đầu tư tài chính ngắn hạn	2	3	3	6	12	20
Phải thu ngắn hạn	176	152	113	482	375	198
Hàng tồn kho	253	283	427	398	596	688
Tài sản ngắn hạn khác	29	31	31	34	60	30
Tài Sản Dài Hạn	204	198	369	362	366	358
Phải thu dài hạn	-	0	1	1	1	2
Tài sản cố định	141	131	137	133	135	126
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	17	19	7	8	20	13
Đầu tư tài chính dài hạn	13	8	194	194	142	194
Tài sản dài hạn khác	30	37	30	27	69	24
Lợi thế thương mại	3	3	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	931	931	1,090	1,487	1,803	1,682
Nợ phải trả	553	536	638	927	1,063	1,049
Nợ ngắn hạn	527	526	631	924	1,034	1,047
Nợ dài hạn	26	10	7	3	29	3
Vốn chủ sở hữu	379	391	452	560	740	633
Vốn điều lệ	139	139	139	139	191	139
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	931	927	1,090	1,487	1,803	1,682

Lưu chuyển tiền tệ	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	9M2018
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	115	54	62	10	65	85
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(10)	(10)	(194)	(10)	(12)	(12)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	58	(47)	14	58	136	123
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	163	(3)	(118)	58	189	196
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	104	267	264	146	204	204
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	267	264	146	204	393	388
Chỉ số tài chính (%)	2014A	2015A	2016A	2017A	2018F	9M2018
Tăng trưởng						
Doanh thu	24%	-3%	20%	68%	12%	15%
Lợi nhuận sau thuế	9%	58%	57%	31%	23%	51%
Tổng tài sản	-4%	0%	18%	36%	21%	13%
Tổng vốn chủ sở hữu	5%	3%	15%	24%	32%	13%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	17%	18%	21%	16%	17%	16%
Tỷ suất EBIT	8%	12%	10%	9%	9%	7%
Tỷ suất EBITDA	8%	12%	10%	9%	9%	8%
Tỷ suất lãi ròng	4%	6%	8%	7%	7%	6%
ROA	5%	8%	11%	11%	11%	5%
ROE	12%	18%	26%	28%	27%	14%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	4.9	6.6	9.8	7.3	5.7	8.1
Vòng quay hàng tồn kho	5.2	4.0	3.6	5.3	4.9	2.3
Vòng quay khoản phải trả	15.7	14.6	15.0	11.2	9.1	6.2
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.32	1.37	1.13	1.21	1.35	1.26
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.90	0.85	0.47	0.79	0.81	0.61
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	59%	58%	59%	62%	59%	62%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	146%	137%	141%	166%	144%	166%
Vay ngắn hạn/VCSH	139%	134%	140%	165%	140%	165%
Vay dài hạn/VCSH	7%	2%	2%	1%	4%	0%

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7,

Tp. HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5478

Fax: (84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (84-28) 3 820 8068

Fax: (84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương, Trung Hòa Nhân Chính,

Quận Thanh Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình,

Tp.HCM.

Điện thoại: (84-28) 3 813 2401

Fax: (84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex, 19 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (84-225) 384 1810

Fax: (84-225) 384 1801