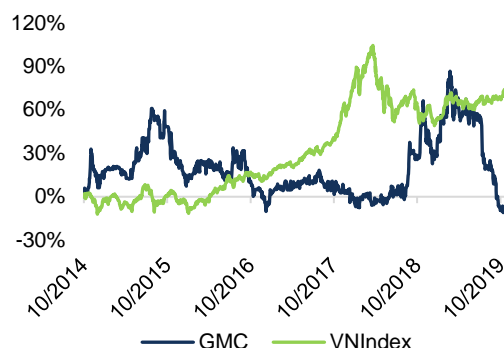


CÔNG TY CỔ PHẦN GARMEX SÀI GÒN (HSX: GMC)
Trương Thị Phúc Nguyễn

Chuyên viên phân tích

 Email: nguyenttp@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext: 7596

Giá ngày 09/12/2019 (đồng/cp)
19.600
Giá mục tiêu (đồng/cp)
22.400
Chênh lệch:
+ 14%
Khuyến nghị
THEO DÕI
Diễn biến giá cổ phiếu GMC

Thông tin giao dịch 09/12/2019

Giá hiện tại (đồng) 19.600

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 50.500

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 19.800

Số lượng CP niêm yết (cp) 17.880.928

Số lượng CP lưu hành (cp) 17.831.668

KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày) 11.443

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài 13,26%

Vốn hóa (tỷ đồng) 349,5

P/E trailing 12 tháng (lần) 4,35

EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) 4.819

Tổng quan doanh nghiệp

Tên CTCP Garmex Sài Gòn

 Địa chỉ 252 Nguyễn Văn Lượng,
Phường 17, Quận Gò Vấp, TP.
Hồ Chí Minh

 Doanh thu chính May gia công các sản phẩm
may mặc (quần áo thể thao, áo
jacket,...)

 Chi phí chính Chi phí nguyên phụ liệu, chi phí
nhân công

 Rủi ro chính - Phụ thuộc vào hai khách hàng
lớn Decathlon và Columbia
- Biến động lương nhân công

**CHƯA TÌM ĐƯỢC HƯỚNG ĐI TRONG
TÌNH HÌNH VĨ MÔ BIẾN ĐỘNG**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu GMC của Công ty Cổ phần Garmex Sài Gòn, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định giá mục tiêu của một cổ phiếu GMC là **22.400 đồng/cp**, cao hơn **14%** so với giá hiện tại.

GMC may gia công theo phương thức FOB cấp 1, hoạt động kinh doanh chưa có những lợi thế cạnh tranh rõ ràng trong khi đầu ra tại các thị trường xuất khẩu đang có nhiều biến động, do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMC ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét chốt lời ở mức giá 22.400 đồng (tương ứng mức sinh lời 14% so với mức giá đóng cửa ngày 09/12/2019 là 19.600 đồng/cp). Khuyến nghị được đưa ra dựa trên những phân tích sau:

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- **Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khiến nhu cầu dệt may toàn cầu chững lại.** Tăng trưởng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu dệt may 9 tháng đầu năm 2019 ở các thị trường lớn đều chậm lại so với cùng kỳ năm 2018. Đối với ngành dệt may Việt Nam, tăng trưởng giá trị xuất khẩu 9T/2019 cũng thấp hơn so với 9T/2018. Theo dự báo của Tổng cục Hải quan, tăng trưởng giá trị xuất khẩu của ngành dệt may Việt Nam cả năm 2019 và 2020 sẽ tiếp tục giảm so với năm 2018.

- **Hai khách hàng lớn của GMC có xu hướng đặt đơn hàng với giá trị nhỏ hơn nhằm chờ đợi những diễn biến tiếp theo từ chiến tranh thương mại.** Columbia và Decathlon là hai khách hàng lớn lâu năm của GMC (chiếm 83% doanh thu năm 2018). Do các diễn biến khó lường của chiến tranh thương mại, hai khách hàng này có xu hướng đặt các đơn hàng có giá trị nhỏ hơn trong tâm lý chờ đợi các diễn biến tiếp theo từ cuộc chiến.

- **Khả năng GMC có thể tận dụng được ưu đãi thuế quan từ Hiệp định thương mại tự do Việt Nam và EU (EVFTA) vẫn chưa rõ ràng.** Để được hưởng ưu đãi thuế quan 0%, các doanh nghiệp phải đáp ứng được quy tắc xuất xứ "từ vải trở đi" của EVFTA, theo đó, doanh nghiệp phải sử dụng vải được sản xuất trong nước hoặc từ các nước cùng có hiệp định thương mại tự do với Việt Nam và EU như Hàn Quốc, Nhật Bản và một số nước ASEAN. Hiện nay, GMC đang nhập khẩu vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định (trên 70% lượng vải được nhập khẩu từ Singapore). Việc GMC

không chủ động được nguồn nguyên liệu sẽ ảnh hưởng đến khả năng đáp ứng quy tắc xuất xứ của EVFTA.

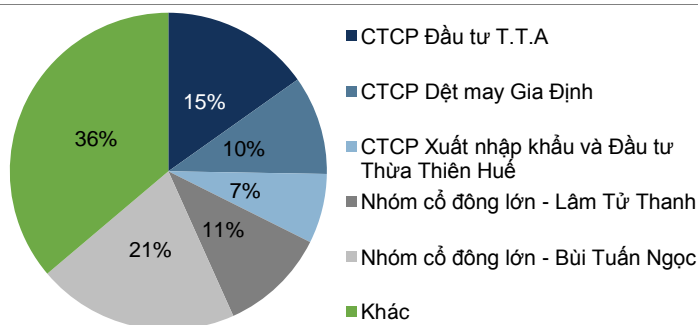
- **Khả năng di dời nhà máy trong tương lai sẽ gây gián đoạn sản xuất.** Trong số 4 nhà máy của GMC, hiện có đến 3 nhà máy đang đặt tại vùng I (vùng có mức lương tối thiểu vùng cao nhất), lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hằng năm sẽ làm gia tăng áp lực chi phí hoạt động ở các nhà máy này. Doanh nghiệp có dự định di dời nhà máy sang các vùng III và IV, tuy nhiên, chưa có kế hoạch cụ thể. Với đặc thù thâm dụng lao động, vấn đề lớn nhất khi di dời nhà máy sang vùng khác là việc tìm kiếm và đào tạo nghề cho lao động mới. Quá trình này có thể gây gián đoạn sản xuất, ngoài ra, trong giai đoạn đầu khi năng suất lao động chưa cao có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

CTCP Garmex Sài Gòn được thành lập vào năm 1976, khởi đầu là một doanh nghiệp quốc doanh mang tên Liên hiệp Các Xí nghiệp May TP.HCM, là đơn vị quản lý các xí nghiệp xuất khẩu hàng may mặc ở TP.HCM. Năm 1993, Liên hiệp Các Xí nghiệp May TP.HCM được tổ chức lại thành Công ty Sản Xuất - Xuất nhập khẩu May Sài Gòn. Công ty được cổ phần hóa năm 2004 và chính thức niêm yết trên sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán là GMC vào năm 2006. Ngày 5/3/2019 CTCP Sản xuất – Thương mại May Sài Gòn đổi tên thành CTCP Garmex Sài Gòn.



BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu cổ đông GMC tại ngày 09/12/2019

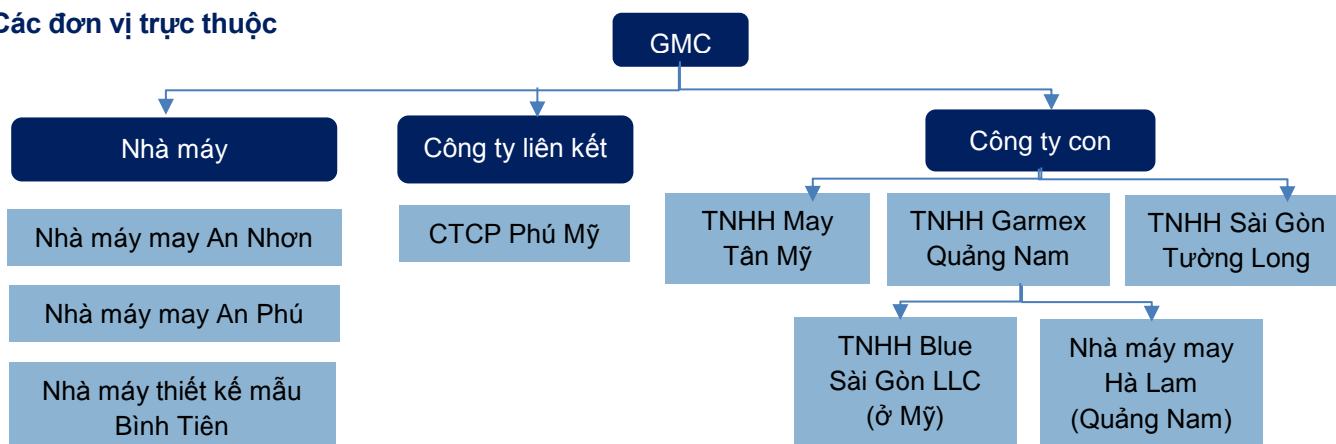


Nguồn: FPTIS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của GMC khá phân mảnh khi tỷ lệ sở hữu không tập trung ở một tổ chức, cá nhân nào. Ngày 05/12/2018 GMC đã tổ chức họp ĐHCĐ bất thường để bầu cử Hội đồng quản trị nhiệm kỳ IV (5 năm), các thành viên Hội đồng quản trị nhiệm kỳ mới là nhóm cổ đông lớn nhất của GMC với 51,87%.

Các đơn vị trực thuộc



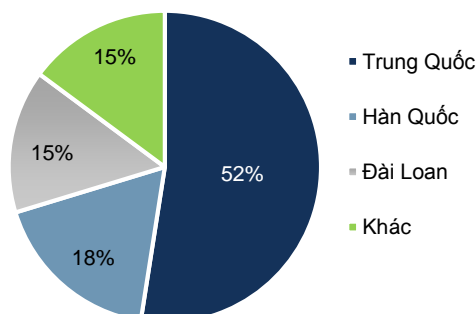
(Xem thêm Phụ lục 1: Công ty con, công ty liên kết của GMC)

TỔNG QUAN MẢNG MAY VIỆT NAM

Chuỗi giá trị ngành dệt may Việt Nam gồm 3 mảng sản xuất chính: (1) Mảng sợi, (2) Mảng vải và (3) Mảng may. Mảng may là động lực tăng trưởng chính của ngành, đóng góp trên 80% tổng kim ngạch xuất khẩu qua các năm.

1. Đầu vào: nguyên liệu vải chủ yếu được nhập khẩu

BIỂU ĐỒ 2: Các thị trường nhập khẩu vải của Việt Nam năm 2018



Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam, FPTs tổng hợp

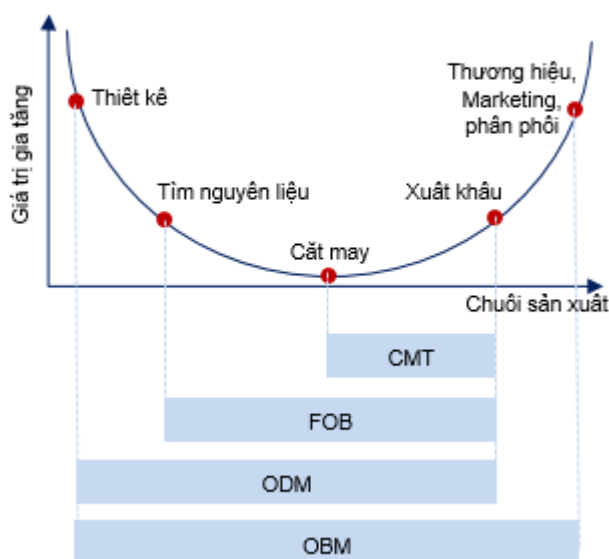
Do khâu dệt nhuộm trong nước chưa phát triển nên trên 70% nguyên liệu vải đầu vào của các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc phải nhập khẩu từ các nước khác. Điều này đến từ 2 nguyên nhân:

(1) Nhuộm và hoàn tất vải là công đoạn gây ô nhiễm môi trường cao do sử dụng nhiều loại thuốc nhuộm, hóa chất. Hệ thống xử lý nước thải đạt chuẩn đòi hỏi vốn đầu tư lớn, thời gian thu hồi lâu.

(2) Việt Nam không có lợi thế về quy mô sản xuất vải so với Trung Quốc. Hiện nay quy mô sản xuất vải của Việt Nam khoảng 2 tỷ mét/năm, trong khi quy mô sản xuất vải của Trung Quốc là 90 tỷ mét/năm, lợi thế về quy mô dẫn đến vải Trung Quốc luôn có giá rẻ hơn khoảng 30% so với Việt Nam.

2. Sản xuất: chủ yếu sản xuất theo phương thức CMT và có xu hướng chuyển đổi sang FOB, ODM và OBM

Sơ đồ 1: Giá trị gia tăng của các phương thức sản xuất



Nguồn: FPTs tổng hợp

Các doanh nghiệp vừa và nhỏ (chiếm 80% số lượng các doanh nghiệp dệt may) chủ yếu sản xuất theo phương thức CMT (nhận nguyên liệu từ bên đặt hàng, cắt may và xuất khẩu thành phẩm). CMT là phương thức có giá trị gia tăng thấp nhất, lợi nhuận thu về là phí gia công. Đây là khâu thâm dụng lao động, chi phí chủ yếu là chi phí nhân công, trong bối cảnh Việt Nam đang dần mất lợi thế nhân công giá rẻ thì biên lợi nhuận mà doanh nghiệp thu về sẽ ngày càng hẹp lại. Việc chuyển đổi sang các phương thức sản xuất cao hơn như FOB, ODM, OBM đang là xu hướng phát triển của ngành.

Các doanh nghiệp đầu ngành như May Thành Công (TCM), May Sông Hồng (MSH), Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) đều đã chuyển sang sản xuất chủ yếu theo FOB (mua nguyên liệu, thực hiện cắt may và xuất khẩu thành phẩm). Phương thức FOB mang lại giá trị gia tăng cao hơn CMT vì ngoài phí gia công như CMT, doanh nghiệp còn có thể nhận được lợi nhuận từ việc bỏ chi phí ra để mua nguyên liệu.

Một số doanh nghiệp khác như May Việt Tiến (VGG), May 10 (M10), May Nhà Bè (MNB),... ngoài sản xuất để xuất khẩu, cũng có một phần nhỏ sản xuất để bán lẻ ở thị trường nội địa với thương hiệu riêng (phương thức OBM).

[\(Xem thêm Phụ lục 2: Các phương thức sản xuất hàng may mặc\).](#)

Có một thực tế là Việt Nam xuất khẩu dệt may lớn thứ 3 thế giới nhưng chiếm lĩnh thị trường nội địa lại là các thương hiệu nước ngoài như Zara, GAP, H&M và mới nhất là Uniqlo. Hoạt động bán hàng ở thị trường nội địa yêu cầu doanh nghiệp phải đảm nhận thêm 2 công đoạn: thiết kế và thương hiệu. Đây là hai công đoạn có giá trị gia tăng cao nhất và cũng là điểm yếu nhất của các doanh nghiệp Việt Nam.

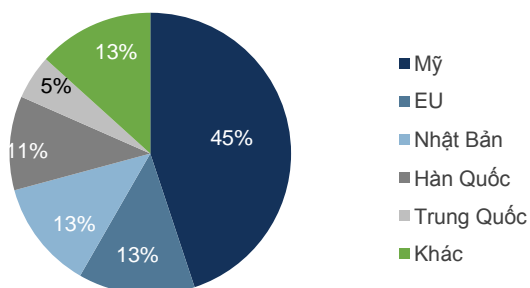


Thiết kế: Xu hướng thời trang nhanh (Fast fashion) đã tạo ra những thách thức đối với các doanh nghiệp dệt may nội địa. Xu hướng này yêu cầu phải thay đổi mẫu thiết kế liên tục và sản xuất với số lượng nhỏ. Như trường hợp của Zara, chỉ mất khoảng 7 – 10 ngày để đưa các mẫu thiết kế từ trên sàn diễn đến tay người tiêu dùng. Để làm được như vậy doanh nghiệp cần liên tục cập nhật các xu hướng thời trang mới và khả năng sản xuất nhanh chóng để đưa ra thị trường. Trong khi các doanh nghiệp may gia công đã quen với việc nhận mẫu thiết kế và sản xuất hàng nghìn đơn vị sản phẩm cho mỗi mẫu.

Thương hiệu: Để xây dựng thương hiệu doanh nghiệp cần có những nỗ lực lâu dài, vốn đầu tư lớn để tham gia vào các công đoạn: phân tích thị trường, định vị sản phẩm, marketing,... đây vốn không phải là thế mạnh của các doanh nghiệp dệt may Việt Nam. Trong khi các thương hiệu như Zara, H&M, Uniqlo đều là các thương hiệu bán lẻ đã nổi tiếng trên thế giới, cộng thêm với tâm lý ưa chuộng hàng ngoại là nguyên nhân khiến các doanh nghiệp dệt may Việt Nam khó cạnh tranh ở thị trường nội địa.

3. Đầu ra: bị ảnh hưởng bởi các yếu tố vĩ mô ở các thị trường xuất khẩu chủ lực

BIỂU ĐỒ 3: Các thị trường xuất khẩu dệt may Việt Nam 2018



Ngành dệt may Việt Nam phụ thuộc rất lớn vào các yếu tố vĩ mô ở các thị trường xuất khẩu chủ lực như Mỹ, EU, Nhật Bản, Hàn Quốc. Hai sự kiện vĩ mô đang có tác động lớn đến ngành dệt may Việt Nam là Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung và Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA).

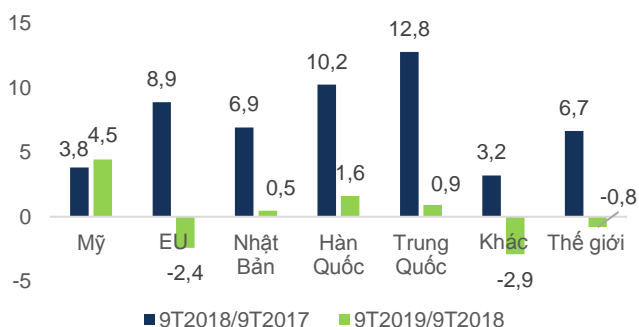
Nguồn: Hiệp hội Dệt may Việt Nam (VISTA), FPTS tổng hợp

3.1. Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khiến nhu cầu dệt may toàn cầu chững lại

Cuộc chiến thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc bắt đầu từ tháng 3/2018, đã trải qua hơn 19 tháng với các đợt áp thuế ngày càng gia tăng về cả giá trị và mức thuế áp dụng ([Xem thêm Phụ lục 2: Diễn biến chiến tranh thương mại](#)).

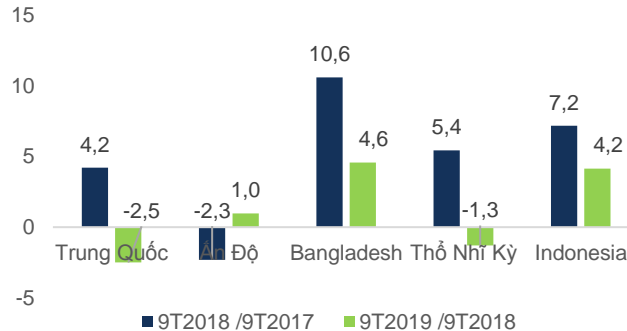
Những diễn biến khó lường của cuộc chiến khiến nhu cầu dệt may toàn cầu chững lại. Tăng trưởng giá trị xuất khẩu và nhập khẩu dệt may toàn cầu 9T/2019 ở các thị trường lớn đều giảm so với 9T/2018. Nguyên nhân là do (1) Các nhà sản xuất đang cố gắng đẩy hết hàng tồn kho ra nhằm phòng ngừa rủi ro, (2) Các bên đặt hàng có xu hướng đặt đơn hàng ngắn hơn với giá trị đơn hàng nhỏ hơn trong tâm lý chờ đợi các diễn biến tiếp theo của cuộc chiến.

BIỂU ĐỒ 4: Tăng trưởng giá trị nhập khẩu dệt may 9T/2019 của các thị trường lớn (%)



Nguồn: VISTA, FPTS tổng hợp

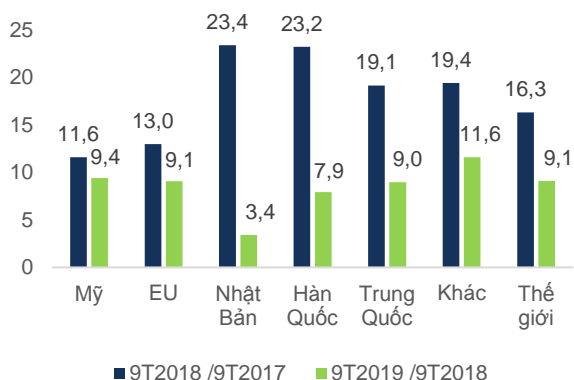
BIỂU ĐỒ 5: Tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may 9T/2019 của các thị trường lớn (%)



Nguồn: VISTA, FPTS tổng hợp

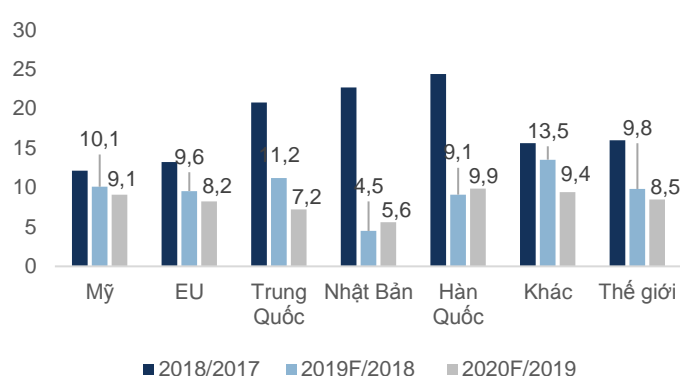
Theo dự báo của Tổng cục Hải quan, tăng trưởng xuất khẩu dệt may Việt Nam năm 2019 và 2020 sẽ tiếp tục giảm. Tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam 9T/2019 tại các thị trường lớn đều giảm so với 9T/2018 và xu hướng này sẽ còn tiếp tục cho cả năm 2019 và năm 2020.

BIỂU ĐỒ 6: Tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam 9T/2019 (%)



Nguồn: VISTA, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 7: Dự báo tăng trưởng giá trị xuất khẩu dệt may Việt Nam 2019 – 2020 (%)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, FPTS tổng hợp

3.2. Hiệp định thương mại tự do Việt Nam – EU (EVFTA)

EVFTA được ký kết vào ngày 30/06/2019, hiện đang được phê chuẩn nội bộ ở EU và Việt Nam để có thể chính thức có hiệu lực (dự kiến vào đầu năm 2020).

BẢNG 1: Thuế xuất khẩu của hàng dệt may Việt Nam sang EU

	Thuế MFN	Thuế GSP hiện nay	Thuế khi EVFTA có hiệu lực	Ghi chú
Nguyên phụ liệu (xơ, sợi, vải)	8%	4,5%	0%	Xóa bỏ ngay
Hàng may mặc	12%	8,5%	0%	Cắt giảm theo lộ trình từ 3 – 7 năm

Nguồn: Trung tâm WTO và Hội nhập (VCCI), European Commission, FPTS tổng hợp

Ưu đãi thuế quan từ EVFTA sẽ giúp tăng tính cạnh tranh của hàng dệt may Việt Nam tại thị trường EU

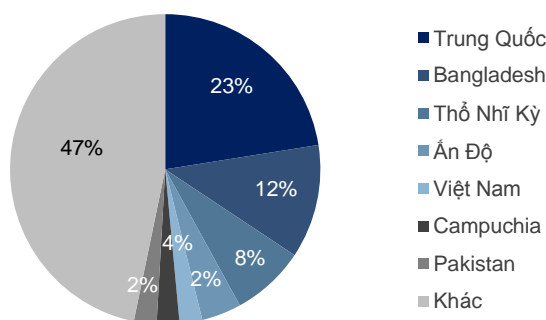
Hiện nay, hàng dệt may Việt Nam xuất khẩu sang EU với mức thuế GSP¹, thấp hơn so với thuế MFN². Khi EVFTA có hiệu lực, thuế GSP hiện tại sẽ vẫn được duy trì trong 2 – 3 năm đầu, sau đó sẽ giảm theo lộ trình về đến 0%. Như vậy, nếu EVFTA có hiệu lực vào đầu năm 2020 thì khả năng các doanh nghiệp có thể đẩy mạnh xuất khẩu sang EU sẽ bắt đầu từ năm 2022. ([Xem thêm Phụ lục 4: Điều khoản 3, Phụ lục 2-A hiệp định EVFTA](#)).

So với các đối thủ cạnh tranh tại thị trường EU, thuế GSP đang áp dụng cho hàng dệt may Việt Nam hiện thấp hơn mức thuế MFN của Thổ Nhĩ Kỳ, nhưng cao hơn thuế theo EBA³ của Bangladesh và Campuchia. Khi EVFTA có hiệu lực, hàng dệt may Việt Nam sẽ về cùng mức thuế 0% với Bangladesh và Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lợi thế của Việt Nam sẽ ổn định hơn Bangladesh và Campuchia do danh sách các quốc gia được hưởng thuế theo EBA sẽ phải xem xét định kỳ và nếu không còn đáp ứng được các tiêu chí đưa ra sẽ bị loại bỏ khỏi danh sách, trong khi ưu đãi thuế quan mà Việt Nam được hưởng từ EVFTA sẽ được duy trì sau khi hiệp định có hiệu lực.

¹ GSP (Generalized System of Preferences – Chương trình ưu đãi thuế quan phổ cập): là ưu đãi thuế mà các nước phát triển dành cho một số hàng hóa nhập khẩu từ các nước đang phát triển.

² MFN (Most Favoured Nation – Nguyên tắc đối xử tối huệ quốc): là nguyên tắc bình đẳng và không phân biệt đối xử giữa tất cả các nước thành viên WTO.

³ EBA (Everything But Arms – Mọi thứ trừ vũ khí): tất cả các hàng hóa điều được hưởng thuế suất 0%, trừ vũ khí và chất nổ.

BIỂU ĐỒ 8: Các nước xuất khẩu hàng may mặc chính ở thị trường EU 2018


Nguồn: International Trade Center (ITC), FPTTS tổng hợp

BẢNG 9: Thuế xuất khẩu dệt may vào EU của các nước xuất khẩu chính

Quốc gia	Thuế áp dụng
Thổ Nhĩ Kỳ	MFN
Trung Quốc	GSP
Ấn độ	GSP
Việt Nam	GSP
Pakistan	GSP
Bangladesh	EBA
Campuchia	EBA

Nguồn: Bộ Công Thương, FPTTS tổng hợp

Rào cản lớn nhất để các doanh nghiệp có thể tận dụng được EVFTA là quy tắc xuất xứ

Để được hưởng ưu đãi thuế quan thì hàng dệt may Việt Nam phải đáp ứng được quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” của EVFTA. Theo đó, các công đoạn từ vải đến việc sản xuất hàng may mặc phải được thực hiện tại Việt Nam. Hoặc sử dụng vải nhập khẩu từ nước mà Việt Nam và EU cùng ký kết hiệp định thương mại tự do, kể cả hiện tại (Hàn Quốc) và tương lai (Nhật Bản và một số nước ASEAN đang đàm phán FTA với EU); và thực hiện khâu sản xuất hàng may mặc tại Việt Nam.

Hiện nay, trên 52% nhu cầu vải của Việt Nam được nhập khẩu từ Trung Quốc, để tận dụng được EVFTA, các doanh nghiệp cần phải tìm kiếm được nguyên liệu vải thay thế cho vải Trung Quốc bằng cách: (1) Hợp tác với các doanh nghiệp sản xuất vải trong nước để tạo tính liên kết cho chuỗi giá trị, (2) Tăng cường nhập khẩu vải từ các nước có hiệp định thương mại với cả Việt Nam và EU như Hàn Quốc, Nhật Bản.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

I. Sản phẩm chính

GMC là một doanh nghiệp tiêu biểu của ngành may Việt Nam với hoạt động sản xuất chính là sản xuất các sản phẩm may mặc như quần áo thể thao, áo jacket, ... xuất khẩu sang thị trường Mỹ, EU, Nhật Bản.



Áo jacket



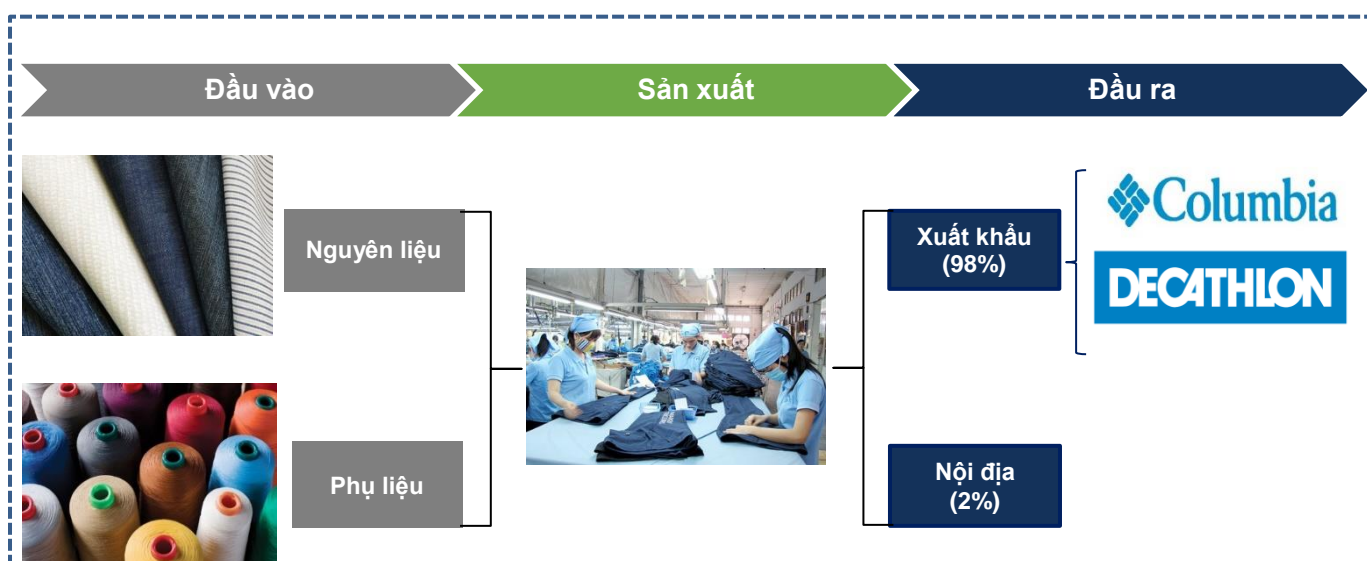
Quần áo thể thao



Quần áo thông dụng

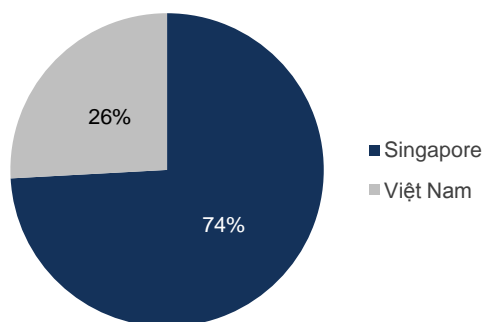
II. Chuỗi giá trị doanh nghiệp

Chuỗi giá trị của GMC nằm ở khâu hạ nguồn trong chuỗi giá trị ngành dệt may, khá tương đồng với các doanh nghiệp ngành may khác: đầu vào chủ yếu được nhập khẩu, doanh nghiệp thực hiện cắt may và xuất khẩu cho các thương hiệu thời trang lớn trên thế giới.



1. Đầu vào

BIỂU ĐỒ 10: Nguồn nguyên liệu vải GMC 2018



Nguồn: GMC, FPTs tổng hợp

Đầu vào sản xuất hàng may mặc gồm nguyên liệu (vải các loại) và phụ liệu (chỉ, khóa kéo, nút,...), chiếm hơn 60% chi phí sản xuất kinh doanh và được đáp ứng chủ yếu bằng nhập khẩu.

Nguyên liệu: GMC chủ yếu may theo phương thức FOB cấp 1 nên nhập khẩu vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định. Hiện nay, trên 70% sản lượng vải được GMC nhập khẩu từ công ty con của Decathlon ở Singapore (Decathlon là khách hàng lớn của GMC, chiếm 33% doanh thu năm 2018). Về giải pháp trung và dài hạn, công ty đang nỗ lực nâng cấp các đơn hàng FOB cấp 1 hiện tại lên FOB cấp 2 để chủ động về nguồn nguyên liệu.

Phụ liệu: Các phụ liệu dệt may như vải lót, khóa kéo, nút, chỉ,... GMC mua từ các nhà cung cấp trong nước.

GMC may theo phương thức FOB cấp 1 nên doanh nghiệp sẽ mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định. Do đó, lợi nhuận gộp của doanh nghiệp sẽ không phụ thuộc vào biến động giá vải trên thị trường. Thay vào đó, GMC và bên đặt hàng sẽ thỏa thuận trước một mức biên lợi nhuận theo phần trăm trên giá trị hợp đồng ký kết.

2. Sản xuất

2.1. Phương thức sản xuất

Sớm chuyển đổi phương thức sản xuất từ CMT sang FOB cấp 1. Khác với các doanh nghiệp khác chủ yếu may theo phương thức CMT (chỉ thực hiện cắt may và nhận phí gia công), GMC đã sớm chuyển đổi sang phương thức FOB cấp 1 (mua nguyên liệu từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định, cắt may và chuyển trả lại thành phẩm). Tại thời điểm cổ phần hóa năm 2004, doanh thu GMC gồm 40% may theo phương thức CMT và 60% may theo phương thức FOB cấp 1, sau đó GMC đã từng bước gia tăng tỷ trọng FOB cấp 1, giảm tỷ trọng CMT trong cơ cấu doanh thu, đến năm 2015 GMC chỉ may theo phương thức FOB cấp 1.



Ảnh 1: Cửa hàng Gramicci của GMC ở Mỹ

Phát triển lên phương thức OBM nhưng chưa thành công.

Năm 2015, nhằm phát triển lên phương thức sản xuất cao hơn là OBM (bán sản phẩm dưới tên thương hiệu riêng), GMC đã nhượng quyền thương hiệu thể thao Gramicci ở Mỹ trong thời hạn 5 năm. So với nhiều thương hiệu thời trang khác tại Mỹ, Gramicci là một thương hiệu nhỏ nhưng có hệ thống phân phối ở 7 tiểu bang của Mỹ và trên mạng Amazon. Để thuận tiện cho việc quản lý, GMC đã đầu tư thêm 600.000 USD vốn pháp định để thành lập chi nhánh công ty tại Mỹ (Blue Sài Gòn LLC). Tuy nhiên, Blue Sài Gòn LLC lỗ lũy kể đến 31/12/2018 là 2.312.995 USD. Hiện GMC đã chấm dứt nhượng quyền thương hiệu Gramicci từ ngày 31/12/2018 và đang giải quyết hàng tồn kho để thu hồi công nợ.

- **Đánh giá:** Một số doanh nghiệp dệt may có khả năng bán sản phẩm dưới tên thương hiệu riêng như May Việt Tiến (VGG), May Hòa Thọ (HTG),...cũng mới chỉ dừng lại ở thị trường nội địa, việc GMC nhượng quyền thương hiệu nước ngoài để làm OBM chúng tôi cho rằng là bước đi khá mạo hiểm. Bởi việc phát triển hệ thống phân phối ở nước ngoài (đặc biệt là các thị trường lớn như Mỹ hay EU) đòi hỏi phải có vốn lớn, sự hiện diện lâu dài và thường xuyên trong các hoạt động quảng cáo, marketing thì mới mong có thể tồn tại được.

2.2. Năng lực sản xuất

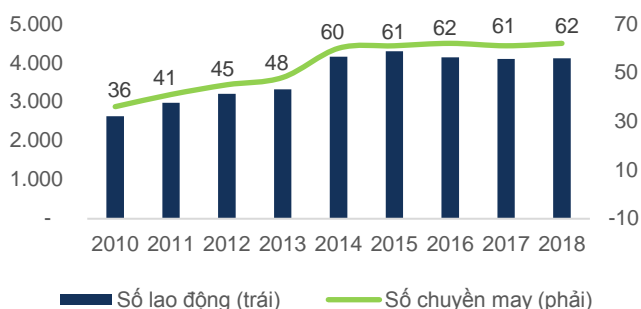
BẢNG 3: Các nhà máy sản xuất của GMC

STT	Tên nhà máy	Địa điểm	Diện tích	Số chuyền may	Vùng	Lương (đồng)
1	An Nhơn	Gò Vấp, TP.HCM	14.000 m ²	15	I	4.180.000
2	An Phú	Hóc Môn, TP.HCM	14.000 m ²	20	I	4.180.000
3	Tân Mỹ	KCN Hắc Dịch, thị xã Phú Mỹ, Vũng Tàu	50.000 m ²	17 (tối đa 36)	I	4.180.000
4	Hà Lam	KCN Hà Lam, huyện Thăng Bình, Quảng Nam	27.000 m ²	10 (tối đa 30)	III	3.250.000

Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

Các nhà máy đang đặt ở vùng I phải chịu áp lực chi phí hoạt động. Trong số 4 nhà máy của GMC có đến 3 nhà máy hiện đang đặt tại vùng I là An Nhơn, An Phú và Tân Mỹ, các nhà máy này phải chịu áp lực chi phí hoạt động cao hơn các vùng khác ([Xem thêm Phụ lục 5: Bảng phân vùng lương tối thiểu](#)).

Ngoài ra, lộ trình tăng lương tối thiểu vùng hàng năm sẽ làm tăng các khoản trích lập theo lương (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 1% bảo hiểm thất nghiệp và 2% kinh phí công đoàn), vùng I có mức lương tối thiểu cao hơn các vùng khác nên khoản trích lập cũng sẽ cao hơn. GMC có kế hoạch chuyển dần các nhà máy sản xuất sang vùng III và vùng IV (thuộc khu vực tỉnh Quảng Nam và tỉnh Lâm Đồng), tuy nhiên chưa có kế hoạch cụ thể. Vấn đề lớn nhất khi dịch chuyển nhà máy sang các vùng khác là việc tìm kiếm và đào tạo nghề cho lao động mới có thể gây gián đoạn sản xuất, ngoài ra trong giai đoạn đầu năng suất lao động chưa cao có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

BIỂU ĐỒ 11: Năng lực sản xuất GMC 2010 - 2018


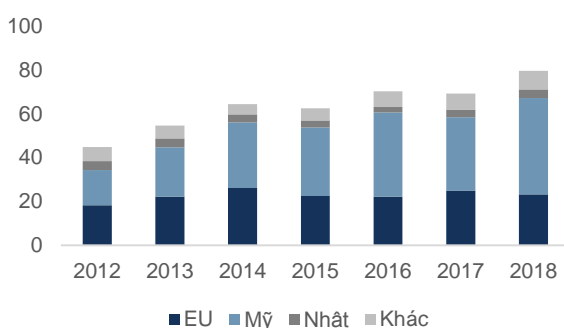
Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

GMC không gia tăng năng lực sản xuất trong giai đoạn 2014 – 2018. GMC có 4 nhà máy sản xuất với tổng công suất hiện tại là 69 chuyền may, tổng công suất thiết kế tối đa là 101 chuyền may, mỗi chuyền may có khoảng 60 - 70 công nhân. Nhà máy Hà Lam là nhà máy mới nhất của GMC đi vào hoạt động từ đầu năm 2014. Giai đoạn 2014 – 2018, GMC không gia tăng năng lực sản xuất do nhà máy Tân Mỹ và Hà Lam vẫn chưa hoạt động tối đa công suất thiết kế.

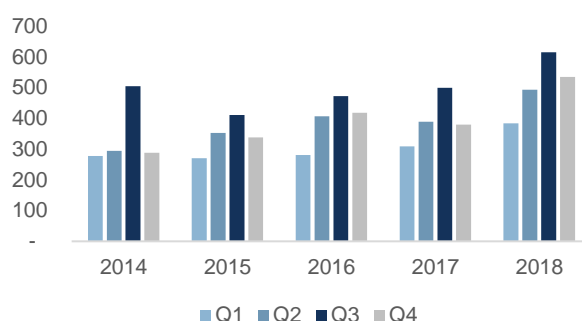
3. Đầu ra

3.1. Trên 90% doanh thu đến từ các thị trường xuất khẩu và có tính “thời vụ”

Doanh thu của GMC chủ yếu đến từ các thị trường xuất khẩu (chiếm trên 90% doanh thu qua các năm), doanh thu nội địa chiếm tỷ trọng rất nhỏ. Sản phẩm chủ lực của GMC là áo khoác, quần áo thể thao,... xuất khẩu chủ yếu sang Mỹ và EU nên doanh thu thường rơi vào quý 3 hàng năm. Mùa cao điểm là mùa thu đông (bắt đầu từ tháng 5 và đạt mức cao nhất vào tháng 8 hàng năm), mùa thấp điểm là mùa xuân hè (từ tháng 11 năm trước đến tháng 4 năm sau).

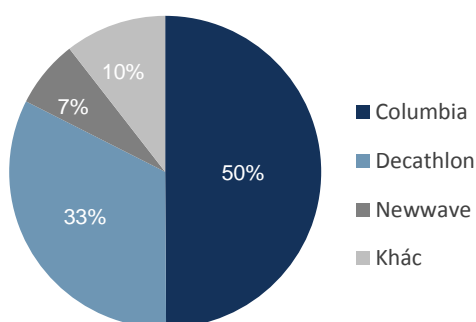
BIỂU ĐỒ 12: Doanh thu các thị trường xuất khẩu chính (tỷ USD)


Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp và ước tính

BIỂU ĐỒ 13: Doanh thu xuất khẩu theo quý (tỷ đồng)


Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

3.2. Columbia và Decathlon là hai khách hàng lớn nhất của GMC

BIỂU ĐỒ 14: Cơ cấu doanh thu theo khách hàng của GMC năm 2018


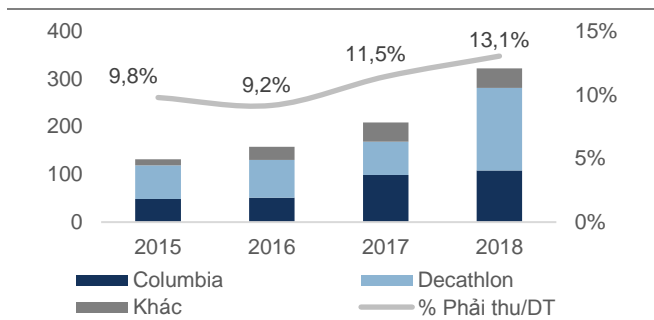
Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp và ước tính

Hai khách hàng có kết quả kinh doanh tốt, rủi ro thanh toán thấp

Columbia (Mỹ) (NASDAQ: COLM) là một công ty chuyên phân phối các sản phẩm thể thao với hơn 13.000 cửa hàng bán lẻ tại 71 quốc gia. Columbia có kết quả kinh doanh tốt trong giai đoạn 2013 – 2018, các chỉ số tài chính đều tốt hơn so với trung bình ngành (trung bình của 23 doanh nghiệp cùng ngành trên sàn NASDAQ) ([Xem thêm Phụ lục 6: Kết quả kinh doanh của Columbia](#)).

Decathlon (EU – Pháp) là một trong những tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực đồ thể thao với 1.520 cửa hàng bán lẻ ở 52 quốc gia. Với các đơn hàng của Decathlon, GMC sẽ mua vải từ công ty con của Decathlon ở Singapore (Công ty TNHH Desipro), thực hiện cắt may và chuyển trả thành phẩm cho Decathlon tại Mỹ. Decathlon cũng có kết quả kinh doanh khả quan trong giai đoạn 2013 – 2018 ([Xem thêm Phụ lục 7: Kết quả kinh doanh của Decathlon](#)).

Chúng tôi đánh giá rủi ro thanh toán của hai khách hàng này là thấp, tuy nhiên, việc GMC phụ thuộc quá nhiều vào hai khách hàng lớn sẽ khiến cho doanh thu của GMC biến động theo đơn đặt hàng của hai khách hàng này và làm cho khả năng đàm phán của doanh nghiệp bị hạn chế.

BIỂU ĐỒ 15: Khoản phải thu từ Columbia và Decathlon của GMC 2015 – 2018 (tỷ đồng)


Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

Lịch sử hợp tác: Đây là hai khách hàng lớn lâu năm của GMC, trong đó, GMC đã hợp tác với Decathlon trên 10 năm, trước cả Columbia. Tỷ lệ khoản phải thu trên doanh thu đến từ hai khách hàng này tăng dần trong giai đoạn 2016 – 2018 do chính sách nới lỏng thanh toán của GMC dành khách hàng để thúc đẩy đơn hàng ký kết.

Tình hình đơn hàng: Các khách hàng Decathlon và Columbia có xu hướng đặt đơn hàng có giá trị nhỏ hơn do tâm lý chờ đợi các diễn biến tiếp theo từ chiến tranh thương mại. Đồng thời dịch chuyển các đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, tuy nhiên, dòng dịch này đến với các doanh nghiệp miền Bắc nhờ lợi thế vị trí địa lý gần Trung Quốc hơn là các doanh nghiệp miền Nam như GMC.

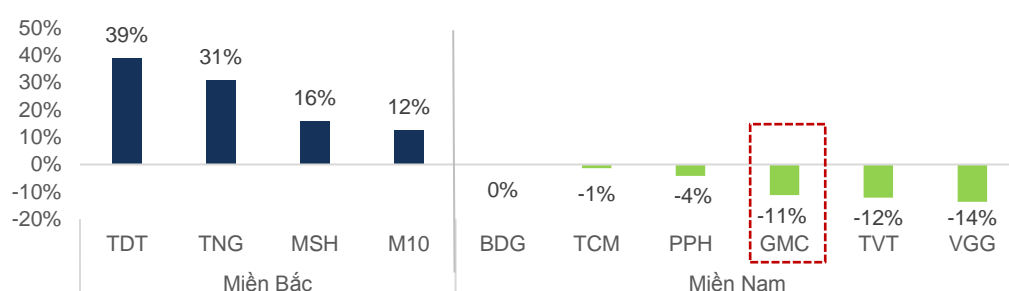
BẢNG 4: Tình hình đơn hàng của GMC

STT	Nội dung hợp đồng	Khách hàng	Ngày ký hợp đồng	Thời gian thực hiện	Giá trị hợp đồng (USD)
1	Hàng may mặc	Decathlon	25/12/2015	02/01/2017	64.000.000
2	Hàng may mặc	Newwave	10/02/2016	28/02/2017	13.000.000
3	Hàng may mặc	Columbia	14/01/2016	03/02/2017	38.675.410
Nguồn: Bản cáo bạch GMC 2016					
1	Hàng may mặc	Decathlon	31/05/2019	31/05/2020	10.000.000
2	Hàng may mặc	Newwave	10/02/2019	28/02/2020	5.000.000
3	Hàng may mặc	Columbia	31/05/2019	31/05/2020	10.000.000
Nguồn: Bản cáo bạch GMC 2019					

Nguồn: FPTS tổng hợp

Ở Việt Nam, ngoài GMC Decathlon còn đặt hàng cho TNG. Tương tự, ngoài GMC Columbia còn đặt hàng cho TNG và MSH (đây là các doanh nghiệp dệt may lớn, niêm yết trên sàn chứng khoán và được đặt hàng nhiều từ hai khách hàng này, ngoài ra còn có các đơn vị nhỏ lẻ khác).

Trường hợp của Decathlon, đây cũng là khách hàng lớn của TNG (chiếm 40% doanh thu của TNG năm 2018). Tuy nhiên, trong khi GMC bị giảm giá trị đơn hàng từ Decathlon thì TNG đã nhận đủ đơn hàng đến cuối năm 2019 và dự kiến sẽ tăng đơn hàng năm 2020 (theo thông tin từ TNG). Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ dòng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do lo ngại chiến tranh thương mại. Các nhà máy của TNG đặt tại miền Bắc (tỉnh Thái Nguyên) có vị trí địa lý thuận lợi hơn GMC (tại Tp.HCM) để tiếp nhận dòng dịch chuyển này. Điều này cũng phản ánh vào kết quả kinh doanh 9T/2019 của các doanh nghiệp dệt may, trong khi các doanh nghiệp ở miền Nam có tăng trưởng doanh thu âm, các doanh nghiệp miền Bắc vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu khá tốt.

BIỂU ĐỒ 16: Tăng trưởng doanh thu của các doanh nghiệp dệt may 9T/2019


Nguồn: FPTS tổng hợp

3.3. Hợp tác với doanh nghiệp dệt tạo chuỗi khép kín nhằm đón đầu EVFTA nhưng chưa thành công

EVFTA kết thúc đàm phán vào ngày 1/12/2015, văn bản hiệp định được công bố vào ngày 1/2/2016 và đã được chính thức ký kết vào 30/6/2019.

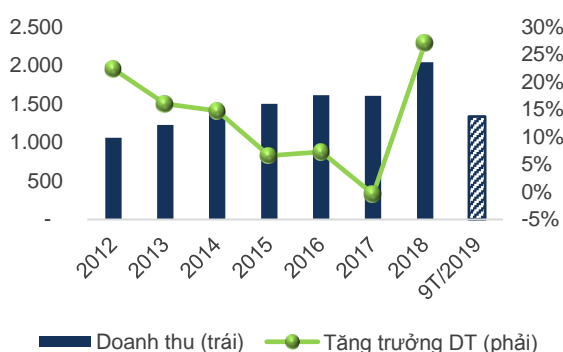
GMC đã sớm có sự chuẩn bị để đón đầu EVFTA bằng cách hợp tác với Công ty TNHH Dệt Tường Long để tạo chuỗi khép kín, đáp ứng quy tắc xuất xứ “từ vải trở đi” của EVFTA. Năm 2017, GMC hợp tác với Công ty TNHH Dệt Tường Long (công ty tư nhân chuyên sản xuất vải jean) để thành lập Công ty TNHH Sài Gòn Tường Long tại tỉnh Bình Dương với vốn điều lệ 20 tỷ đồng, trong đó Garmex Sài Gòn góp 51% và Công ty TNHH Dệt Tường Long góp 49%. Hai bên hợp tác mong muốn sử dụng năng lực riêng của mình để hình thành quy trình sản xuất khép kín, Tường Long lo khâu dệt vải, Garmex lo khâu sản xuất. Tuy nhiên, sau gần 1 năm đi vào hoạt động, đến tháng 3/2018 hoạt động kinh doanh của Công ty vẫn còn lỗ do năng suất chưa cao nhưng phải đảm bảo tiền lương cho người lao động. Năm 2018, Công ty đã ngưng hoạt động và hiện đang trong giai đoạn xử lý các khoản phải thu, sau khi xử lý xong sẽ tiến hành giải thể chấm dứt hoạt động.

➤ **Đánh giá:** Chúng tôi đánh giá đầu ra của GMC trong thời gian tới không có nhiều khả quan do: (1) Trong ngắn hạn, ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại khiến các khách hàng lớn của GMC có xu hướng đặt đơn hàng nhỏ lẻ và chưa có dấu hiệu rõ ràng sẽ tăng đơn hàng trong tương lai, (2) Trong dài hạn, EVFTA được xem là điểm sáng chung của ngành, tuy nhiên, những nỗ lực của GMC để đáp ứng quy tắc xuất xứ của EVFTA vẫn chưa mang lại hiệu quả.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Tốc độ tăng trưởng doanh thu chứng lại

BIỂU ĐỒ 17: Doanh thu (tỷ đồng) và tăng trưởng doanh thu (%) của GMC



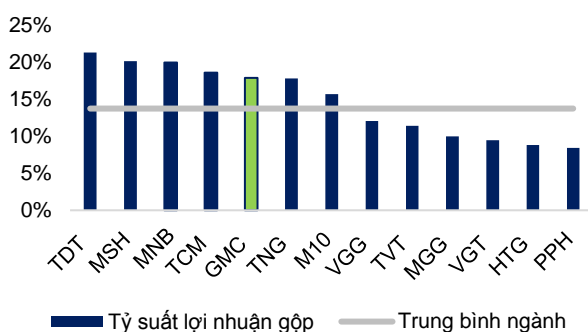
Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2012 – 2017, tốc độ tăng trưởng doanh thu của GMC chứng lại do tình hình đơn từ hai khách hàng lớn (Columbia và Decathlon) giảm. Năm 2018 doanh thu tăng trưởng đột biến (+27%yoy) chủ yếu do trong Q3 và Q4 năm 2018, hai khách hàng lớn là Columbia và Decathlon chuyển bớt đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do lo ngại tác động từ chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, nhưng đi kèm với doanh thu đột biến từ hai khách hàng này là khoản phải thu tăng mạnh từ 209 tỷ đồng (2017) lên 323 tỷ đồng (2018), tăng 54% yoy.

9 tháng đầu năm 2019, doanh thu đạt 1.336 tỷ (giảm 11,2% so với 9T/2018), đạt 70% kế hoạch năm 2019.

2. Tỷ suất lợi nhuận gộp thuộc nhóm cao so với các doanh nghiệp cùng ngành

BIỂU ĐỒ 18: Tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp dệt may năm 2018 (%)

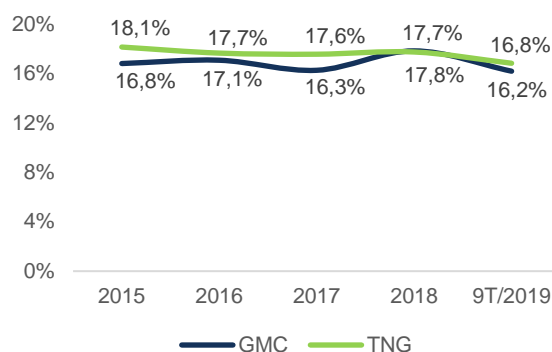


Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

Đối với sản xuất hàng may mặc, tỷ lệ lợi nhuận gộp cao hay thấp phụ thuộc vào:

(1) Sản phẩm sản xuất

- Các doanh nghiệp sản xuất chủ yếu là áo khoác, quần áo thể thao như May Sài Gòn (GMC), May Thành Công (TCM), Đầu tư và Phát triển TNG (TNG), có tỷ suất lợi nhuận gộp vào khoảng 14 – 18%.
- Các doanh nghiệp sản xuất chủ yếu là áo veston như May Nhà Bè (MNB), đòi hỏi cao về kỹ thuật nên tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn, vào khoảng 20%.
- Các doanh nghiệp chủ yếu sản xuất áo sơ mi như May 10 (M10), May Việt Tiến (VGG), May Việt Thắng (TVT) có tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ khoảng 12 – 14%.

BIỂU ĐỒ 19: Tỷ suất lợi nhuận gộp của GMC và TNG 2014 – 9T/2019 (%)


Nguồn: GMC, TNG, FPTS tổng hợp

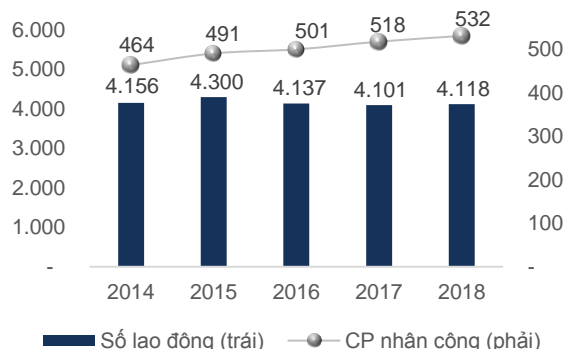
(2) Phương thức sản xuất

Ba doanh nghiệp có cùng sản phẩm chủ lực là áo khoác và quần áo thể thao là GMC, TCM và TNG. Trong đó, TCM có ba mảng sản xuất kinh doanh là mảng sợi, mảng vải và mảng may còn GMC và TNG chỉ có mảng sản xuất hàng may mặc.

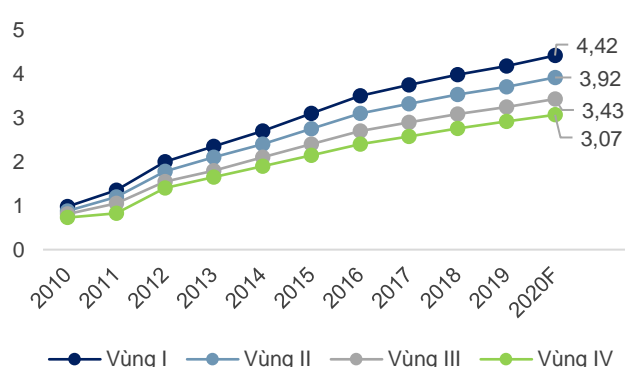
So sánh tỷ suất lợi nhuận gộp của GMC và TNG trong giai đoạn 2014 – 9T/2019 có thể thấy TNG luôn có tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn GMC mặc dù GMC may hoàn toàn theo phương thức FOB 1 còn TNG luôn có tỷ trọng may CMT từ 20 – 30% mỗi năm. Nguyên nhân nằm ở cách ghi nhận giá vốn của hai phương thức này, giá vốn của FOB 1 bao gồm cả chi phí nguyên liệu vải (mua từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định), còn giá vốn của CMT không bao gồm chi phí nguyên liệu vải (do chỉ nhận vải từ bên đặt hàng). Cách ghi nhận chi phí này làm cho tỷ suất lợi nhuận gộp của CMT cao hơn FOB 1.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của GMC không có sự thay đổi lớn qua các năm do doanh nghiệp vẫn sản xuất theo phương thức FOB cấp 1. Đối với các đơn hàng FOB cấp 1, GMC sẽ mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định, nên lợi nhuận gộp của công ty sẽ không phụ thuộc vào biến động giá vải trên thị trường. Thay vào đó, công ty sẽ đàm phán trước một mức biên lợi nhuận theo phần trăm giá trị hợp đồng ký kết, khoảng 16 – 17%/năm. Riêng năm 2018, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 17,8% nhờ các khách hàng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do lo ngại ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại, doanh nghiệp cũng có khả năng đàm phán một mức biên lợi nhuận cao hơn trong bối cảnh này. Đến 9T/2019, tỷ suất lợi nhuận gộp quay về mức 16,2%.

3. Chi phí nhân công tăng theo lộ trình tăng lương tối thiểu vùng

BIỂU ĐỒ 20: Số lượng lao động (người) và chi phí nhân công (tỷ đồng) của GMC 2014 – 2018


Nguồn: GMC, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 21: Lộ trình tăng lương tối thiểu vùng giai đoạn 2010 – 2020F (triệu đồng)


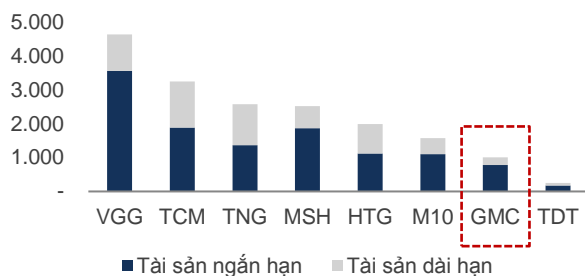
Nguồn: FPTS tổng hợp

Sản xuất hàng may mặc là công đoạn thâm dụng lao động nên đối với các doanh nghiệp sản xuất hàng may mặc chi phí nhân công là khoản mục chi phí trọng yếu. Đa số lượng của công nhân may ở các doanh nghiệp đều đã cao hơn mức lương tối thiểu vùng, tuy nhiên, tăng lương tối thiểu vùng sẽ làm tăng các khoản trích lập theo lương (gồm: 17,5% bảo hiểm xã hội, 3% bảo hiểm y tế, 1% bảo hiểm thất nghiệp, 2% kinh phí công đoàn).

Chi phí nhân công của một doanh nghiệp may sẽ tăng do tăng số lượng lao động và/hoặc tăng các khoản trích lập theo lương. Số lượng lao động của GMC trong giai đoạn 2014 – 2018 giảm, do đó, chi phí nhân công của GMC tăng trong giai đoạn này là do tăng các khoản trích lập theo lộ trình tăng lương tối thiểu vùng.

4. Cơ cấu tài sản và cơ cấu nguồn vốn khá tương đồng với các doanh nghiệp trong ngành

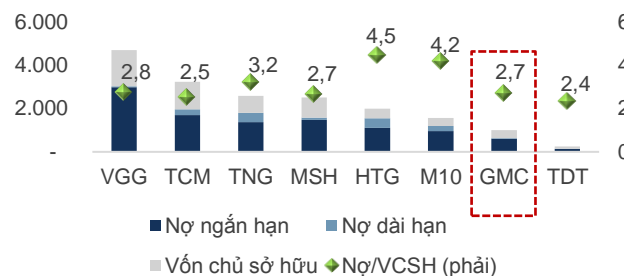
BIỂU ĐỒ 22: Quy mô và cơ cấu tài sản các doanh nghiệp dệt may năm 2018 (tỷ đồng)



Nguồn: FPTIS tổng hợp

Do đặc thù chung của ngành dệt may, tài sản ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản (trung bình khoảng 67%), chủ yếu là khoản phải thu khách hàng và hàng tồn kho.

BIỂU ĐỒ 23: Quy mô và cơ cấu nguồn vốn các doanh nghiệp dệt may năm 2018 (tỷ đồng)



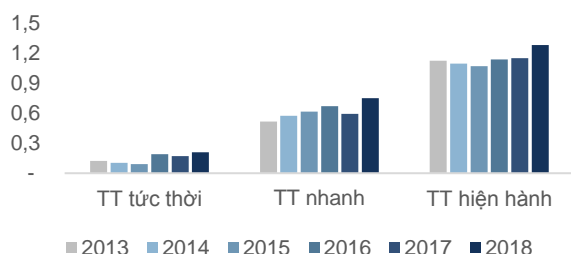
Nguồn: FPTIS tổng hợp

Do đặc thù của các công ty sản xuất hàng may mặc ít thâm dụng vốn (chủ yếu là thâm dụng lao động) nên nợ dài hạn chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu vốn, chủ yếu là nợ ngắn hạn để tài trợ cho các tài sản ngắn hạn.

5. Khả năng thanh toán được cải thiện và hiện cao hơn trung bình ngành

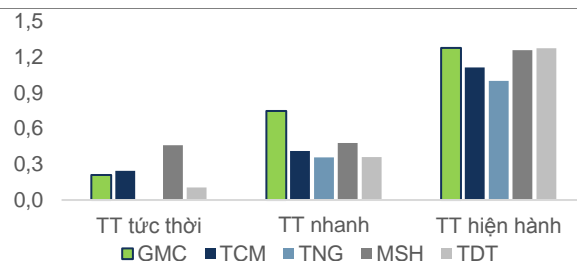
Do đặc thù chung của các doanh nghiệp dệt may, tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản và cơ cấu nguồn vốn, nên các chỉ số khả năng thanh toán là chỉ tiêu quan trọng để đánh giá khả năng chi trả các khoản nợ ngắn hạn của doanh nghiệp. Các chỉ số khả năng thanh toán của GMC đều được cải thiện qua các năm và hiện cao hơn mức trung bình ngành.

BIỂU ĐỒ 24: Các chỉ số thanh toán GMC 2013 - 2018



Nguồn: GMC, FPTIS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 25: Chỉ số thanh toán các doanh nghiệp 2018



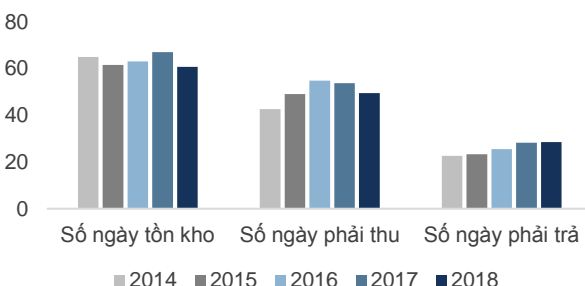
Nguồn: GMC, FPTIS tổng hợp

6. Hiệu quả hoạt động

Số ngày tồn kho của GMC biến động qua các năm và thấp hơn so với các doanh nghiệp khác. GMC chỉ sản xuất hàng may mặc nên hàng tồn kho của GMC chủ yếu là vải và thường đi theo đơn đặt hàng nên số ngày tồn kho không lâu. TCM và MSH có số ngày tồn kho cao do ngoài sản xuất hàng may mặc, TCM còn có sản xuất sợi và vải, MSH còn có sản xuất đệm và chăn ga gối nên hàng tồn kho nhiều hơn và biến động tùy thuộc vào tình hình kinh doanh.

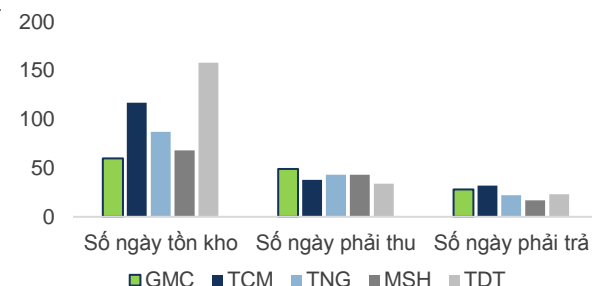
Số ngày phải thu của GMC giảm dần trong giai đoạn 2016 – 2018, tuy nhiên vẫn cao hơn so với trung bình ngành. Nguyên nhân đến từ chính sách nới lỏng thanh toán của GMC dành cho hai khách hàng Columbia và Decathlon để thúc đẩy đơn hàng từ hai khách hàng này.

BIỂU ĐỒ 26: Hiệu quả hoạt động của GMC 2014 – 2018



Nguồn: GMC, FPTIS tổng hợp

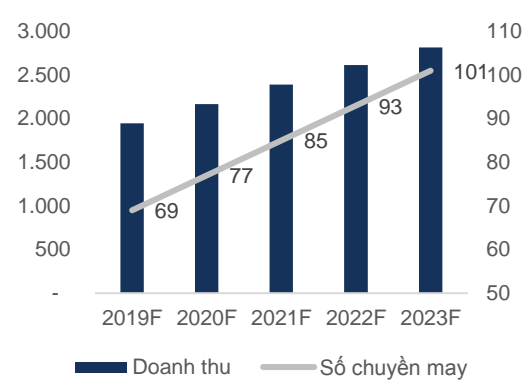
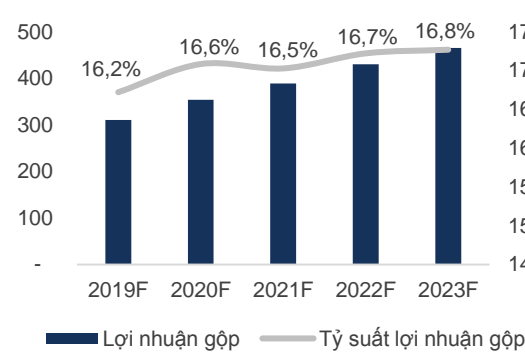
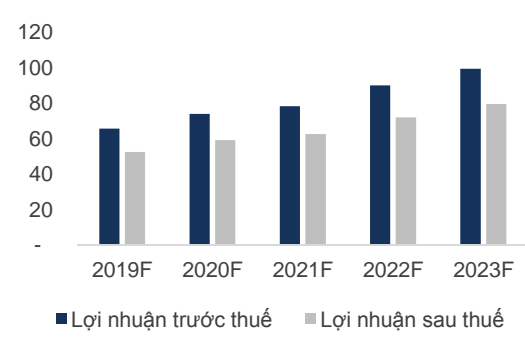
BIỂU ĐỒ 27: Hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp 2018



Nguồn: GMC, FPTIS tổng hợp

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dựa trên những phân tích về tổng quan ngành dệt may Việt Nam, hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của doanh nghiệp, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của GMC giai đoạn 2019F – 2023F với các giả định như sau:

Chỉ tiêu	Giả định	Biểu đồ																		
Doanh thu	Doanh thu GMC giai đoạn 2019F – 2023F tăng trưởng với CAGR +9,7%. Doanh thu phụ thuộc vào tình hình đơn hàng và khả năng sản xuất của doanh nghiệp. Về <i>tình hình đơn hàng</i> , chúng tôi cho rằng tình hình đơn hàng trong giai đoạn tới không mấy khả quan do ảnh hưởng từ chiến tranh thương mại và rào cản quy tắc xuất xứ của EVFTA. Về <i>năng lực sản xuất</i> , doanh nghiệp đặt mục tiêu tăng số chuyền may lên 150 chuyền năm 2024, tuy nhiên, do các nhà máy cũ hiện vẫn chưa hoạt động hết công suất và doanh nghiệp cũng chưa có kế hoạch cụ thể về việc xây nhà máy mới, do đó, chúng tôi giả định số chuyền may có thể tăng tối đa bằng công suất thiết kế của các nhà máy cũ là 101 chuyền.	<p>Kết quả dự phóng doanh thu và số chuyền may của GMC</p>  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Giai đoạn</th> <th>Doanh thu (tỷ VND)</th> <th>Số chuyền may</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019F</td> <td>~1,900</td> <td>69</td> </tr> <tr> <td>2020F</td> <td>~2,100</td> <td>77</td> </tr> <tr> <td>2021F</td> <td>~2,300</td> <td>85</td> </tr> <tr> <td>2022F</td> <td>~2,500</td> <td>93</td> </tr> <tr> <td>2023F</td> <td>~2,600</td> <td>101</td> </tr> </tbody> </table>	Giai đoạn	Doanh thu (tỷ VND)	Số chuyền may	2019F	~1,900	69	2020F	~2,100	77	2021F	~2,300	85	2022F	~2,500	93	2023F	~2,600	101
Giai đoạn	Doanh thu (tỷ VND)	Số chuyền may																		
2019F	~1,900	69																		
2020F	~2,100	77																		
2021F	~2,300	85																		
2022F	~2,500	93																		
2023F	~2,600	101																		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp GMC giai đoạn 2019F – 2023F tăng trưởng với CAGR +10,6%. GMC may theo phương thức FOB cấp 1 (mua vải từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định) nên tỷ suất lợi nhuận gộp không phụ thuộc vào biến động giá vải trên thị trường, mà doanh nghiệp sẽ đàm phán trước một mức lợi nhuận theo tỷ lệ phần trăm trên giá trị hợp đồng. Do doanh nghiệp chưa có sự thay đổi trong phương thức sản xuất để cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp, cộng thêm với tình hình đơn hàng không khả quan trong thời gian tới sẽ ảnh hưởng đến khả năng đàm phán của doanh nghiệp với bên đặt hàng. Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp vẫn duy trì ở mức 16 – 17%.	<p>Kết quả dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp của GMC</p>  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Giai đoạn</th> <th>Lợi nhuận gộp (tỷ VND)</th> <th>Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019F</td> <td>~300</td> <td>16,2%</td> </tr> <tr> <td>2020F</td> <td>~350</td> <td>16,6%</td> </tr> <tr> <td>2021F</td> <td>~380</td> <td>16,5%</td> </tr> <tr> <td>2022F</td> <td>~420</td> <td>16,7%</td> </tr> <tr> <td>2023F</td> <td>~450</td> <td>16,8%</td> </tr> </tbody> </table>	Giai đoạn	Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	2019F	~300	16,2%	2020F	~350	16,6%	2021F	~380	16,5%	2022F	~420	16,7%	2023F	~450	16,8%
Giai đoạn	Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)																		
2019F	~300	16,2%																		
2020F	~350	16,6%																		
2021F	~380	16,5%																		
2022F	~420	16,7%																		
2023F	~450	16,8%																		
Lợi nhuận trước thuế	Lợi nhuận trước thuế GMC giai đoạn 2019F – 2023F tăng trưởng với CAGR +10,9%. Ngoài những ảnh hưởng từ lợi nhuận gộp qua các năm, lợi nhuận trước thuế của GMC giai đoạn tới sẽ giảm so với giai đoạn 2016 – 2018 do mất đi thu nhập khác từ việc cho thuê quyền sử dụng đất và tài sản tại số 332 Lũy Bán Bích (TPHCM).																			
Lợi nhuận sau thuế	Giả định thuế suất thuế TNDN của doanh nghiệp trong giai đoạn này bằng với mức thuế suất các năm trước là 20%, do đó lợi nhuận sau thuế của GMC trong giai đoạn này chiếm khoảng 80% lợi nhuận trước thuế.	<p>Kết quả dự phóng LNTT và LNST của GMC</p>  <table border="1"> <thead> <tr> <th>Giai đoạn</th> <th>Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)</th> <th>Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019F</td> <td>~65</td> <td>~52</td> </tr> <tr> <td>2020F</td> <td>~75</td> <td>~60</td> </tr> <tr> <td>2021F</td> <td>~80</td> <td>~64</td> </tr> <tr> <td>2022F</td> <td>~90</td> <td>~72</td> </tr> <tr> <td>2023F</td> <td>~100</td> <td>~80</td> </tr> </tbody> </table>	Giai đoạn	Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	2019F	~65	~52	2020F	~75	~60	2021F	~80	~64	2022F	~90	~72	2023F	~100	~80
Giai đoạn	Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)																		
2019F	~65	~52																		
2020F	~75	~60																		
2021F	~80	~64																		
2022F	~90	~72																		
2023F	~100	~80																		

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ GMC

Chúng tôi định giá cổ phiếu GMC sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu GMC theo 2 phương pháp có mức bình quân là 22.400 đồng/cp, cao hơn 14% so với mức giá đóng cửa ngày 09/12/2019. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu này cho thời điểm hiện tại.

Kết quả định giá

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	21.000	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	23.700	50%
Giá mục tiêu (đồng/cp)		22.400	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	8,3%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ	3,4%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,11
Chi phí sử dụng VCSH	13,6%	Tăng trưởng dài hạn	2%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	6,5%	Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu đồng)		711.293.504
(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn (triệu đồng)		1.109.455
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu đồng)		338.348.844
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		374.054.116
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)		17.831.668
Giá mục tiêu (đồng/cp)		21.000
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu đồng)		422.555.274
Số lượng cổ phiếu lưu hành (cp)		17.831.668
Giá mục tiêu (đồng/cp)		23.700
Giá mục tiêu		22.400

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
(Đơn vị: Tỷ đồng)

HĐKD	2017	2018	2019F	2020F	CĐKT	2017	2018	2019F	2020F
Doanh thu thuần	1.605	2.039	1.771	1.962	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	1.344	1.677	1.484	1.637	+ Tiền và tương đương	97	128	214	62
Lợi nhuận gộp	261	364	287	325	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	60	69	49	59	+ Các khoản phải thu	242	327	75	236
- Chi phí quản lí DN	142	197	159	179	+ Hàng tồn kho	267	291	484	533
Lợi nhuận thuần HĐKD	60	97	79	87	+ Tài sản ngắn hạn khác	50	31	29	32
- (Lỗ)/lãi HĐTC	-7	-5	-19	-19	Tổng tài sản ngắn hạn	655	778	801	864
- Lợi nhuận khác	13	3	0	0	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	356	369	369	369
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	66	94	60	67	+ Khấu hao lũy kế	(171)	(194)	(221)	(247)
- Chi phí lãi vay	9	13	11	11	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	185	175	148	122
Lợi nhuận trước thuế	75	110	60	67	+ Đầu tư tài chính dài hạn	19	17	17	17
- Thuế TNDN	18	33	12	13	+ Tài sản dài hạn khác	25	25	25	25
- Thuế hoãn lại	0	0	0	0	+ Xây dựng cơ bản dở dang	12	12	12	12
LNST	59	95	48	54	Tổng tài sản dài hạn	253	232	204	177
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-1	-1	0	-1	Tổng Tài sản	908	1.011	1.005	1.041
LNST của cổ đông CT Mẹ	59	95	48	54		-	-	-	-
EPS (đ)	0	0	0	0	Nợ & Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
EBITDA	94	123	88	94	+ Phải trả người bán	122	146	160	177
Khấu hao	28	28	28	27	+ Vay và nợ ngắn hạn	316	325	336	349
Tăng trưởng doanh thu	0%	27%	-13%	11%	+ Quỹ khen thưởng	17	5	7	8
Tăng trưởng LN HĐKD	-25%	63%	-19%	10%	Nợ ngắn hạn	0	0	0	0
Tăng trưởng EBIT	-13%	43%	-36%	12%	+ Vay và nợ dài hạn	36	14	7	-
Tăng trưởng EPS	-18%	38%	-55%	13%	+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Chỉ số khả năng sinh lợi					Nợ dài hạn	47	21	7	-
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,3%	17,8%	16,2%	16,6%	Tổng nợ	588	630	631	668
Tỷ suất LNST	3,6%	4,7%	2,7%	2,7%	+ Thặng dư	28	28	28	28
ROE DuPont	19,9%	27,2%	12,8%	14,5%	+ Vốn điều lệ	156	156	156	156
ROA DuPont	6,6%	9,9%	4,8%	5,3%	+ LN chưa phân phối	69	131	125	125
Tỷ suất EBIT	4,1%	4,6%	3,4%	3,4%	Vốn chủ sở hữu	320	381	375	374
LNST/LNTT	79,5%	86,4%	80,8%	81,1%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	(0)	(1)
LNTT / EBIT	113,7%	117,3%	100,0%	100,0%	Tổng cộng nguồn vốn	908	1.011	1.005	1.041
Vòng quay tổng tài sản	1,8	2,1	1,8	1,9					
Đòn bẩy tài chính	3,0	2,7	2,7	2,7					

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018	2019F	2020F	Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019F	2020F
Số ngày phải thu	53,8	49,4	38,0	38,0	Tiền đầu năm	104	97	128	214
Số ngày tồn kho	67,1	62,0	120,0	120,0	Lợi nhuận sau thuế	75	141	48	54
Số ngày phải trả	27,7	23,8	33,0	33,0	+ Khấu hao	28	28	28	27
Thời gian luân chuyển tiền	93,1	87,6	125,0	125,0	+ Điều chỉnh	-31	-45	-11	-11
COGS / Hàng tồn kho	3,07	3,07	3,07	3,07	+ Thay đổi vốn lưu động	-31	-46	61	-181
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018	2019F	2020F	Tiền từ hoạt động KD	40	98	128	-111
CS thanh toán hiện hành	1,28	1,29	1,31	1,31	+ Thanh lý tài sản cố định	14	1	0	0
CS thanh toán nhanh	0,51	0,49	0,48	0,46	+ Chi mua sắm TSCĐ	-23	-18	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,34	0,09	0,06	0,04	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	7	0	0
Nợ / Tài sản	0,34	0,34	0,33	0,33	+ Các hđ đầu tư khác	0	2	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,92	0,93	0,96	0,97	Tiền từ hđ đầu tư	-9	-8	0	0
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,90	0,93	0,96	0,97	+ Cổ tức đã trả	-47	-47	-47	-47
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,02	0,00	0,00	0,00	+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Khả năng TT lãi vay	7,23	7,52	5,21	6,02	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	12	13
					+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	-7	-7
					+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
					Tiền từ hoạt động TC	-39	-59	-42	-40
					Tổng lưu chuyển tiền tệ	-7	31	85	-151
					Tiền cuối năm	97	128	214	62

PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Công ty con, công ty liên kết của GMC [\(Trở về\)](#)

BẢNG 1: Danh sách công ty con, công ty liên kết của GMC

Công ty con	Địa chỉ	Ngành nghề kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH May Tân Mỹ	KCN Hắc Dịch, Bà Rịa – Vũng Tàu	Sản xuất kinh doanh các loại hàng dệt kim và dệt thoi	100%
Công ty TNHH Garmex Quảng Nam (Tên cũ: Sài Gòn Xanh)	252 Nguyễn Văn Lượng, P.17, Q.Gò Vấp, Tp.Hồ Chí Minh	May trang phục, sản xuất vải dệt thoi, bán buôn máy móc, thiết bị và phụ tùng máy móc, bán buôn vải, hàng may sẵn, giày dép.	100%
Công ty TNHH Sài Gòn – Tường Long	KCN Sóng Thần 2, Bình Dương	Mua bán, sản xuất quần áo các loại	51%
Công ty liên kết	Địa chỉ	Ngành nghề kinh doanh chính	Tỷ lệ sở hữu
Công ty Cổ phần Phú Mỹ	Khu phố Trảng Cát, Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	Kinh doanh hạ tầng kỹ thuật khu công nghiệp và cụm khu công nghiệp	32,47%

Nguồn: FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: Diễn biến chiến tranh thương mại [\(Trở về\)](#)

Mốc thời gian	Mỹ	Trung Quốc
7/2018	Áp thuế 25% lên 34 tỷ USD hàng từ Trung Quốc	Áp thuế 25% lên 34 tỷ USD hàng hóa từ Mỹ
8/2018	Áp thuế 25% lên 16 tỷ USD hàng từ Trung Quốc	Áp thuế 25% lên 16 tỷ USD hàng từ Mỹ
9/2018	Áp thuế 10% lên 200 tỷ USD hàng từ Trung Quốc	Áp thuế 5-10% lên 60 tỷ USD hàng từ Mỹ
5/2019	Tăng thuế từ 10% lên 15% cho gói 200 tỷ USD hàng hóa từ Trung Quốc	
6/2019		Áp thuế 25% lên 60 tỷ USD hàng hóa từ Mỹ
23/8/2019	Công bố mức thuế mới từ 25% lên 30% cho gói 250 tỷ USD hàng Trung Quốc (hiệu lực từ 01/10), tăng từ 10% lên 15% cho 300 tỷ USD hàng hóa còn lại (gói 112 tỷ USD có hiệu lực từ 01/09, gói 188 tỷ USD có hiệu lực từ 15/12)	Áp thuế 5-10% lên 75 tỷ USD hàng hóa từ Mỹ, hiệu lực từ 01/09 và 15/12/2019
25/8/2019	Tuyên bố sẵn sàng nối lại đàm phán với Trung Quốc	
9/2019		Đề đơn khiếu nại lên WTO

(*) Vòng tròn tượng trưng cho giá trị của các gói đánh thuế.

Phụ lục 2: Các phương thức sản xuất hàng may mặc [\(Trở về\)](#)

- **CMT** (Cut – Make – Trim): Bên đặt hàng sẽ cung cấp toàn bộ nguyên vật liệu và mẫu thiết kế, doanh nghiệp chỉ thực hiện việc cắt may.
- **FOB** (Free On Board): Bên đặt hàng sẽ cung cấp mẫu thiết kế, doanh nghiệp chịu trách nhiệm mua nguyên vật liệu và cắt may. Có hai hình thức FOB là FOB cấp 1 (doanh nghiệp phải mua nguyên vật liệu từ nhà cung cấp do bên đặt hàng chỉ định) và FOB cấp 2 (doanh nghiệp tự chịu trách nhiệm tìm nguồn nguyên liệu).
- **ODM** (Original Design Manufacturing): Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.
- **OBM** (Original Brand Manufacturing): Doanh nghiệp chịu trách nhiệm tự thiết kế sản phẩm mang thương hiệu của chính mình, nhập khẩu nguyên vật liệu, cắt may, và vận chuyển.

Phụ lục 4: Điều khoản 3 Phụ lục 2 – A Hiệp định EVFTA [\(Trở về\)](#)

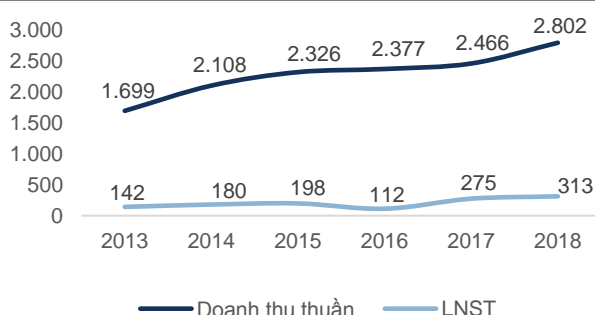
“Không ảnh hưởng tới Điều 2.7 (Cắt giảm hoặc Xóa bỏ Thuế quan), thuế suất ưu đãi của EU theo Hiệp định này trong bất kỳ trường hợp nào không được cao hơn mức thuế thông thường của EU áp dụng cho hàng hóa có xuất xứ từ Việt Nam vào ngày trước ngày Hiệp định có hiệu lực. Nghĩa vụ này áp dụng từ ngày đó tới năm thứ 7 sau khi Hiệp định có hiệu lực” (Link: http://bit.ly/Phuluc2A_EVFTA).

Phụ lục 5: Bảng phân vùng lương tối thiểu tại TP.Hồ Chí Minh, Vũng Tàu năm 2019 [\(Trở về\)](#)

Tỉnh/thành phố trực thuộc TW	Quận/huyện/thị xã/thành phố trực thuộc tỉnh	Vùng	Lương tối thiểu vùng (đồng)
Tp. Hồ Chí Minh	- Quận 1, Quận 2, Quận 3, Quận 4, Quận 5, Quận 6, Quận 7, Quận 8, Quận 9, Quận 10, Quận 11, Quận 12, Bình Thạnh, Tân Phú, Tân Bình, Bình Tân, Phú Nhuận, Gò Vấp, Thủ Đức - Các huyện Củ Chi, Hóc Môn, Bình Chánh, Nhà Bè	I	4.180.000
	- Huyện Cần Giờ	II	3.710.000
Vũng Tàu	- Thành phố Vũng Tàu - Thị xã Phú Mỹ	I	4.180.000
	- Thành phố Bà Rịa	II	3.710.000
	- Các huyện Long Điền, Đất Đỏ, Xuyên Mộc, Châu Đức, Côn Đảo	III	3.250.000
Quảng Nam	- Thành phố Hội An, Tam kỳ	II	3.710.000
	- Thị xã Điện Bàn - Các huyện Đại Lộc, Duy Xuyên, Núi Thành, Quế Sơn, Phú Ninh, Thăng Bình	III	3.250.000
	- Các huyện Bắc Hà My, Nam Trà My, Phước Sơn, Tiên Phước, Hiệp Đức, Nông Sơn, Đông Giang, Nam Giang, Tây Giang.	IV	2.920.000

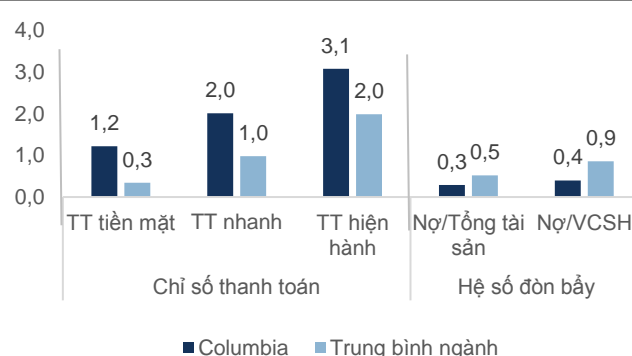
Phụ lục 6: Kết quả kinh doanh của Columbia [\(Trở về\)](#)

BIỂU ĐỒ 23: Doanh thu và LNST Columbia (nghìn USD)

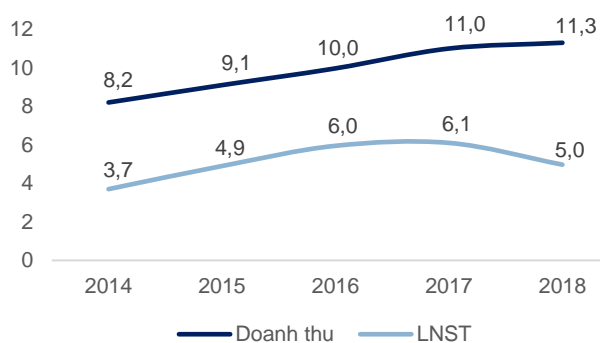


Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

BIỂU ĐỒ 24: Cấu trúc tài chính Columbia năm 2018



Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Phụ lục 7: Kết quả kinh doanh của Decathlon [\(Trở về\)](#)
BIỂU ĐỒ 23: Doanh thu và LNST Decathlon (tỷ EUR)


Nguồn: Decathlon's reports, FPTS tổng hợp

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của Decathlon tăng trưởng tốt trong giai đoạn 2014 – 2017. Riêng năm 2018, doanh thu tăng trưởng 5% và lợi nhuận sau thuế giảm 19% so với năm 2017. Chủ yếu do sự sụt giảm doanh thu của các cửa hàng Decathlon ở Pháp, Decathlon đưa ra 2 nguyên nhân lý giải cho việc này: (1) Decathlon đang tái cấu trúc lại các cửa hàng ở Pháp, (2) Do ảnh hưởng từ cuộc biểu tình “yellow vest” diễn ra ở Pháp vào cuối năm ngoái. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, sự suy giảm kết quả kinh doanh này chỉ là tạm thời và không ảnh hưởng nhiều đến khả năng thanh toán của Decathlon.

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 46 cổ phiếu GMC và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu GMC nào.

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**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

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,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax: (84.511) 3553888