

CÔNG TY CỔ PHẦN SẢN XUẤT THƯƠNG MẠI MAY SÀI GÒN (HSX: GMC)

Nguyễn Thị Hồng Châu

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: chaunth@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) 6290 8686- Ext: 8932

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

1. Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018

GMC ghi nhận doanh thu thuần hợp nhất đạt 2.038,8 tỷ đồng (+27,03% yoy), hoàn thành 119,9% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 120,9 tỷ đồng (+84% yoy), hoàn thành 191,3% kế hoạch.

Doanh thu thuần hợp nhất tăng 27,03% yoy, đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất kể từ khi hoạt động, nhờ vào lượng đơn hàng tăng 40% yoy.

Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ tăng 84% yoy, biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 17,8% (+1,5%yoy), nhờ vào việc tiết giảm chi phí nhân công/sản phẩm do GMC áp công nghệ quản lý sản xuất Lean 5S¹ giúp năng suất lao động đạt 24,43 USD/người/ngày (+20,8% yoy) nên biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 17,8% (+1,55% yoy).

Cổ tức năm 2018, được chi trả dưới 2 hình thức:

- Cổ tức tiền mặt: đã chi trả 1.500 đồng/cổ phiếu (21/08/2018)
- Cổ tức bằng cổ phiếu: phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 15% (mỗi 100 cổ phiếu sở hữu được nhận 15 cổ phiếu mới), thời gian dự kiến trong 6 tháng cuối năm 2019.

2. Kế hoạch kinh doanh 2019

- **Doanh thu thuần:** 1.900 tỷ đồng (-6,7% yoy)
- **Lợi nhuận trước thuế (LNTT):** 78 tỷ đồng (-42,9% yoy)

Theo đánh giá của chúng tôi, GMC đặt kế hoạch năm 2019 khá thận trọng. Chúng tôi ước tính GMC có thể hoàn thành vượt kế hoạch năm nay với doanh thu thuần đạt 2.062,7 tỷ (+1,2% yoy), hoàn thành 108,6% kế hoạch và LNTT đạt 143,5 tỷ (+1,5% yoy), hoàn thành 184,04% kế hoạch.

Kết thúc quý I/2019, doanh thu thuần đạt 401,1 tỷ đồng (+3,2%yoy), hoàn thành 21,3% kế hoạch, LNTT đạt 34,6 tỷ đồng (+91%yoy), hoàn thành 44,4% kế hoạch.

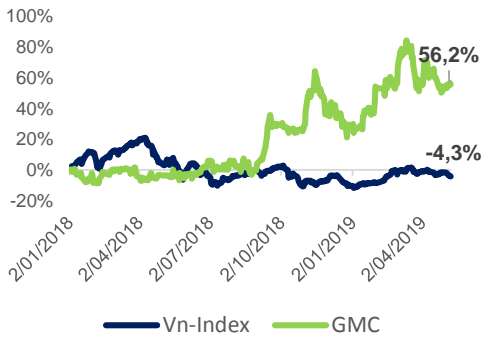
3. Kế hoạch đầu tư năm 2019: đầu tư 300 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động, đầu tư mở rộng thêm 7 dây chuyền tại nhà máy Tân Mỹ và Gamex Quảng Nam dự kiến năng lực sản xuất tăng thêm 11,3%.

4. Kế hoạch tăng vốn điều lệ: ĐHCĐ năm 2019 thông qua việc phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 50% với giá ưu đãi 15.000 đồng/cổ phiếu, thời gian dự kiến do Hội đồng quản trị quyết định.

Khuyến nghị đầu tư

Tại mức giá 42.800 đồng/cổ phiếu (ngày 06/05/2019), GMC đang được giao dịch ở mức P/E trailing 5,77 thấp hơn so với nhóm doanh nghiệp được so sánh là 6,16. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMC ở thời điểm hiện tại, lí do (1) sự tăng trưởng chậm lại của các nền kinh tế có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ sản phẩm, (2) khả năng trong thời gian tới Mỹ truy xuất nguồn các sản phẩm dệt may có nguyên phụ liệu đến từ Trung Quốc có thể sẽ ảnh hưởng lượng đơn hàng sắp tới. Chúng tôi ước tính EPS forward cho năm 2019 của GMC đạt 7.880 đồng/cổ phiếu, nhà đầu tư có thể xem xét mua khi GMC về mức giá khoảng 38.000 đồng/cp (+24,4% so với giá mục tiêu 47.280 đồng/cổ phiếu).

Biến động giá GMC và VN-Index



Thông tin giao dịch ngày 06/05/2019

Giá hiện tại (đồng/cp)	42.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	51.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng /cp)	23.461
Số lượng CP niêm yết (cp)	15.555.620
Số lượng CP lưu hành (cp)	15.506.360
KLGD bình quân 30 phiên (cp/phiên)	15.938
Vốn hóa (tỷ đồng)	657,47
EPS trailing (đồng)	7.418
P/E trailing (lần)	5,77

Tổng quan doanh nghiệp


Tên	CTCP Sản xuất thương mại may Sài Gòn
Địa chỉ	Số 252 Nguyễn Văn Lượng, Phường 17, Quận Gò Vấp, TP. Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	May - xuất khẩu hàng may mặc
Chi phí chính	Nguyên vật liệu, nhân công
Rủi ro chính	Phụ thuộc vào 2 khách hàng lớn

¹ Lean 5S: là cách sản xuất hàng hóa tối ưu thông qua việc loại bỏ các hao phí và thực hiện luồng, với cùng một mức sản lượng đầu ra nhưng có lượng đầu vào thấp hơn – ít thời gian hơn, ít mặt bằng hơn, ít nhân công hơn, ít máy móc hơn, ít vật liệu hơn và ít chi phí hơn. Năm 2018, mô hình Lean 5S được hoàn thiện hơn và nhân rộng ra toàn công ty giúp tiết giảm tốt chi phí và tăng năng suất lao động.

Các yếu tố cần theo dõi

- Phụ thuộc lớn vào đơn hàng của hai khách hàng lớn (chiếm 90,7% doanh thu), nên cần theo dõi doanh thu từ hai khách hàng này.
- Khả năng sẽ di dời nhà máy trong tương lai gây gián đoạn sản xuất: Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, hiện tại đa số các xí nghiệp của GMC được đặt tại vùng 1 ([Phụ lục 1](#)) chịu áp lực chi phí hoạt động tăng cao, trong khi phần lớn đơn hàng yêu cầu sản xuất giá rẻ nên sẽ dần không phù hợp. GMC có ý định sẽ chuyển dần và mở rộng các nhà máy sản xuất sang vùng 3, 4.
- Thanh khoản thấp: khối lượng giao dịch bình quân 30 phiên 15.938 cổ phiếu/phiên.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành	1993	Công ty cổ CP sản xuất thương mại may Sài Gòn thành lập với tiền thân là Công ty sản xuất-xuất nhập khẩu may Sài Gòn (Garmex Saigon JS).
	2004	Cổ phần hóa Garmex Saigon JS và trở thành Công ty CP Sản xuất – Thương Mại May Sài Gòn (Garmex Saigon).
	2006	Ngày 22/12/2006: Công ty chính thức niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán TP HCM (HSX), với vốn điều lệ là 88,7 tỷ đồng, mã chứng khoán là GMC.

Công ty con

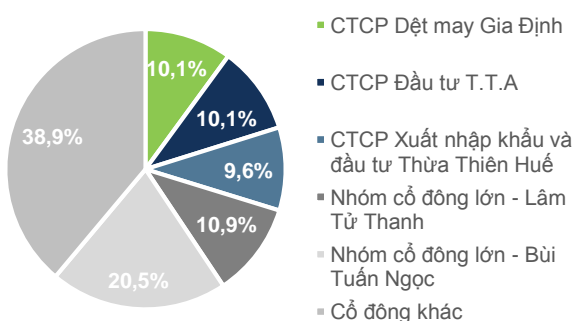
Bảng 1: Danh sách công ty con cập nhật đến 31/3/2019

Tên	Địa chỉ	Hoạt động kinh doanh chính	Tỷ lệ góp vốn
Công ty TNHH may Tân Mỹ	Cụm công nghiệp Hắc Dịch, Tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu.	Sản xuất kinh các loại hàng dệt kim và dệt thoi.	100%
Công ty TNHH Garmex Quảng Nam²	Cụm công nghiệp Hà Lam, Chợ Được, Tỉnh Quảng Nam	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 Long³	Khu công nghiệp Sóng Thần 2, Tỉnh Bình Dương.	May mặc	51%

Nguồn: GMC, FPTs research

Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông cập nhật đến 31/3/2019



Nguồn: GMC, FPTs research

Cơ cấu cổ đông của GMC khá phân mảnh khi tỷ lệ sở hữu không tập trung ở một tổ chức, cá nhân nào. Trong đó,

- Công ty CP Dệt May Gia Định nắm giữ 10,06% từ khi GMC bắt đầu cổ phần hóa.
- Nhóm cổ đông do Ông Bùi Tuấn Ngọc đại diện hiện đang nắm giữ 20.5%. Liên quan đến Ông Bùi Tuấn Ngọc là em trai Bùi Minh Tuấn đại diện CTCP Đầu tư T.T.A nắm 10,87%.
- Cổ đông nước ngoài hiện đang chiếm 12,61%.

²Công ty TNHH Garmex Quảng Nam: tên cũ Công ty TNHH MTV May Sài Gòn bao gồm: Nhà máy May Garmex Quảng Nam (tiền thân Xí nghiệp may Hà Lam) và Công ty kinh doanh hàng dệt may tại Hoa Kỳ (Blue Sài Gòn LLC).

³Từ tháng 3/2018, GMC đã chấm dứt hoạt động tại Công ty TNHH Sài Gòn -Tường Long. Sau khi xử lý xong khoản phải thu sẽ tiến hành giải thể. Giá trị đầu tư ban đầu là 20 tỷ đồng.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của GMC là may mặc theo phương thức FOB - mua nguyên liệu, bán thành phẩm và ODM - tự tìm kiếm khách hàng, tự phát triển mẫu và tự tìm nguyên vật liệu ([Phụ lục 2](#)). Sản phẩm chính là áo Jacket, quần áo trượt tuyết, quần áo thể thao,...

Năng lực sản xuất

Hiện tại GMC sở hữu 2 xí nghiệp may và 3 công ty trực thuộc, với 62 chuyền may đã sản xuất ổn định (công suất tối đa 115 chuyền may) và hơn 4.000 công nhân với năng suất lao động 2018 đạt 24,43 USD/người/ngày.

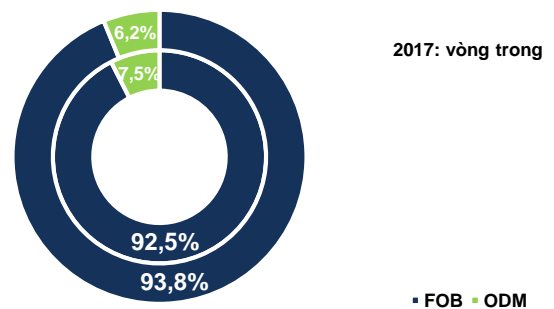
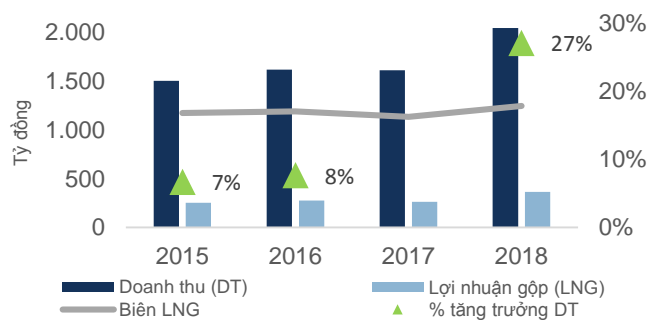
Xí nghiệp may An Nhơn (Gò Vấp, Tp.HCM)	Xí nghiệp may An Phú (Hóc Môn, Tp.HCM)	Công Ty TNHH May Tân Mỹ (Bà Rịa - Vũng Tàu)	Công ty TNHH May Garmex Quảng Nam (Tỉnh Quảng Nam)
<ul style="list-style-type: none"> • 15 chuyền sản xuất • Sản xuất kinh doanh các loại hàng dệt kim và dệt thoi. • Thị trường chủ yếu: Mỹ, Châu Âu, Nhật Bản 	<ul style="list-style-type: none"> • 20 chuyền sản xuất • Sản xuất kinh doanh hàng dệt kim • Thị trường chủ yếu: Mỹ, Châu Âu 	<ul style="list-style-type: none"> • 17 chuyền (công suất tối đa 36 chuyền) • Sản xuất kinh doanh các loại hàng dệt kim và dệt thoi. • Thị trường chủ yếu: Mỹ, Châu Âu 	<ul style="list-style-type: none"> • 10 chuyền (công suất tối đa 30 chuyền) • Sản xuất hàng dệt kim, dệt thoi, bán buôn máy móc, thiết bị và phụ tùng máy móc, bán buôn vải, hàng may sẵn, giày dép. • Thị trường chủ yếu: Mỹ, Châu Âu

Nguồn: GMC, FPTs research

Hoạt động sản xuất

GMC sản xuất chủ yếu theo phương thức FOB chiếm 93,8% doanh thu và ODM chiếm 6,2% doanh thu với dòng sản phẩm chủ lực của công ty là áo Jacket.

Biểu đồ 2: Doanh thu và lợi nhuận giai đoạn 2015-2018 **Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu theo nghiệp vụ năm 2017-2018**



Nguồn: GMC, FPTs research

Phương thức FOB: Vì GMC sản xuất chủ yếu theo phương thức FOB cấp 1⁴ nên yếu tố biến động giá nguyên vật liệu chính không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận gộp của GMC. Tuy nhiên, phương thức FOB cấp 2⁵ có biên lợi nhuận gộp là 19%-22% nên GMC định hướng chuyển dần từ FOB cấp 1 sang FOB cấp 2.

⁴ FOB cấp 1: doanh nghiệp may được chỉ định nguồn nguyên liệu từ bên đặt hàng.

⁵ FOB cấp 2: doanh nghiệp may chủ động chọn nguyên vật liệu theo giá cả cạnh tranh sẽ giúp công ty tiết kiệm chi phí, qua đó gia tăng biên lợi nhuận.

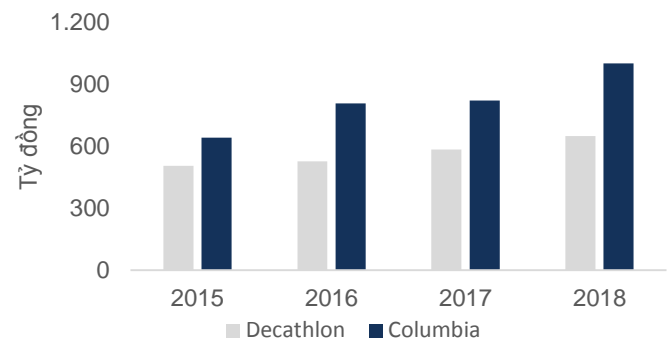
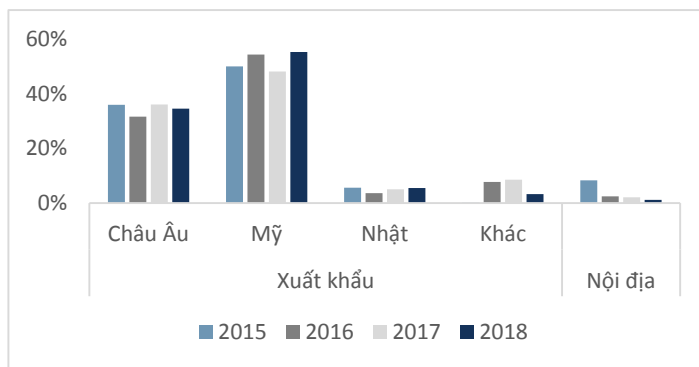
Phương thức ODM: Đối với hoạt động nhượng quyền thương hiệu Gramicci tại Blue Sài Gòn LLC⁶, do phải thuê nguồn nhân lực và thiết kế tại Mỹ với chi phí tối thiểu là 6,97 – 13,95 tỷ đồng/năm, trong khi lượng sản phẩm bán ra chưa cao khiến mảng này lỗ lũy kế đến năm 2018 là 63,9 tỷ đồng. Tại ngày 31/12/2018, GMC đã chấm dứt hoàn toàn hoạt động nhượng quyền thương hiệu của Gramicci.

Thị trường tiêu thụ sản phẩm

Trên 97% doanh thu của GMC đến từ xuất khẩu, nội địa chỉ chiếm 2,1%. Sản phẩm của GMC tập trung phân phối ở phân khúc thị trường trung - cao cấp. Thị trường xuất khẩu chính là Châu Âu (41% doanh thu xuất khẩu), Mỹ (46% doanh thu xuất khẩu) và Nhật Bản (7% doanh thu xuất khẩu),... Những khách hàng lớn là Decathlon (Pháp), Craft (Thụy Điển), Columbia (Mỹ), Cutter & Buck (Mỹ), Jamescambell (Mỹ), Teijin Frontier (Nhật Bản), ...

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo thị trường giai đoạn 2015-2018

Biểu đồ 5: Doanh thu theo khách hàng lớn giai đoạn 2015-2018



Nguồn: GMC, FPTs research

Doanh thu GMC chủ yếu đến từ xuất khẩu, thị trường nội địa chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ và chủ yếu sản xuất những mặt hàng gia công đơn giản, biên lợi nhuận thấp cho những mùa thấp điểm và có xu hướng giảm dần qua các năm do GMC tập trung vào phương thức FOB.

Đóng góp lớn nhất vào doanh thu xuất khẩu của GMC là hai khách hàng lớn Columbia Sportswear (Mỹ) và Decathlon (Pháp) với lượng đơn đặt hàng tăng trưởng trung bình 10%-20%/năm giai đoạn 2014-2018, chiếm 90,7% doanh thu (năm 2018).

- Columbia Sportswear là một công ty của Mỹ chuyên sản xuất và phân phối quần áo thể thao, giày dép, được bán tại khoảng 90 quốc gia. Đặc điểm của các khách hàng này là thường đặt hàng sản xuất tại nhiều quốc gia khác nhau, chủ yếu tập trung tại Trung Quốc, Campuchia, Bangladesh, Việt Nam,...Hiện Columbia Sportswear (Mỹ) là khách hàng lớn nhất của GMC. Năm 2018 trị giá đơn hàng thông qua phương thức FOB của Columbia là 1.200,1 tỷ đồng (chiếm 58,9% doanh thu).
- Decathlon (Pháp) là chuỗi bán lẻ đồ thể thao lớn nhất của Pháp hiện có 1.352 điểm bán trải dài 39 nước. GMC chủ yếu thực hiện các đơn hàng trung, cao cấp, sản xuất áo jacket, đồ thể thao dưới nước,... thông qua phương thức FOB cho Decathlon, với sản lượng khá lớn, chiếm khoảng 30% tổng sản lượng xuất khẩu. Năm 2018 trị giá đơn hàng của Decathlon là 649,2 tỷ đồng (chiếm 31,8% doanh thu).

⁶ Blue Sài Gòn LLC: nhận tiền hàng từ người mua thanh toán và chuyển về cho Gamex Quảng Nam cho đơn hàng FOB tại Mỹ và HongKong. Blue Sài Gòn LLC tự quản lí và điều hành hoạt động thương hiệu Gramicci bao gồm thiết kế, tìm nguyên phụ liệu tạo bộ sưu tập từ thương hiệu Gramicci.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Bảng 2: Kết quả kinh doanh năm 2018 của GMC (Đơn vị tính: tỷ đồng)

	2017	2018	%yoy	Các tỷ lệ biên	2017	2018
Doanh thu thuần	1.605	2.038,8	+27,0%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,3%	17,8%
Bán hàng	1604	2.033,8	+26,8%	Chi phí bán hàng/Doanh thu	3,1%	3,1%
<i>Xuất khẩu</i>	1.571,7	2.020,1	+28,5%	Chi phí quản lí/Doanh thu	8,8%	7,7%
<i>Nội địa</i>	32,3	13,7	-52,6%	Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	3,7%	5,9%
Dịch vụ	1	5				
Lợi nhuận gộp	261	363,6	+39,3%		Doanh thu	LNTT
Chi phí bán hàng	50,5	63,4	+25,5%	Thực hiện	2.038,8	141,5
Chi phí quản lí	141,8	156,2	+10,2%	Kế hoạch	1.700	70,6
EBIT	68,7	144	+109,6%	%Thực hiện/ kế hoạch	119,9%	200,4%
Doanh thu tài chính	5,6	17,1	+205,4%			
Chi phí tài chính	12,3	22,5				
<i>Chi phí lãi vay</i>	9,1	12,5	+37,4%			
Lợi nhuận khác	12,8	2,6	-79,7%			
Lợi nhuận trước thuế	74,8	141,2	+88,8%			
Lợi nhuận sau thuế	58,6	120,4	+105,5%			
<i>LNST thuộc cổ đông công ty mẹ</i>	65,7	120,9	+84%			
EPS* (đồng)	3.540	7.418	+109,5%			

*EPS đã điều chỉnh quỹ khen thưởng phúc lợi

Nguồn: GMC, FPTs research

Năm 2018, doanh thu thuần hợp nhất đạt 2.038,8 tỷ đồng (+27,03% yoy), hoàn thành 119,9% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 120,9 tỷ đồng (+84% yoy), hoàn thành 191,3% kế hoạch.

Doanh thu thuần hợp nhất tăng +27,03% yoy, tốc độ tăng trưởng cao nhất kể từ khi hoạt động, nhờ vào lượng đơn hàng tăng trung bình 40% so với cùng kì. Chiến tranh thương mại Mỹ-Trung tạo điều kiện để hàng hóa ngành may mặc của Việt Nam tăng sức cạnh tranh tại thị trường Mỹ. Trong năm 2018, thị trường này tăng trưởng 7,2% yoy, đóng góp 55,4% doanh thu thuần cho GMC.

Biên lợi nhuận gộp năm 2018 đạt 17,8% (+1,5%yoy), nhờ vào việc tiết giảm chi phí nhân công do GMC áp công nghệ quản lí sản xuất Lean 5S giúp năng suất lao động đạt 24,43 USD/ người/ngày (+20,8% yoy) hỗ trợ tiết giảm chi phí nhân công/sản phẩm nên biên lợi nhuận gộp cải thiện đạt 17,8% (+1,55% yoy).

Doanh thu tài chính đạt 17,1 tỷ đồng (+ 204,5% yoy), trong đó, lợi nhuận từ chuyển nhượng CTCP da giày Sagoda là 4,9 tỷ. Cổ tức được chia là 1,98 tỷ (gấp 10,1 lần so với cùng kì). Lãi từ chênh lệch tỷ giá là 10,04 tỷ (+85%yoy).

Lợi nhuận khác chỉ đạt 2,6 tỷ giảm 79,7% yoy, do trong năm GMC không còn ghi nhận lợi nhuận 12,98 tỷ đồng đến từ việc thanh lí tài sản cố định từ quyền sử dụng đất và tài sản tại số 332 Lũy Bán Bích như năm 2017.

Cổ tức: Cổ tức năm 2018, được chi trả dưới 2 hình thức:

- Cổ tức tiền mặt: đã chi trả 1.500 đồng/cổ phiếu (ngày 21/8/2018)
- Cổ tức bằng cổ phiếu: phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 15%, mỗi 100 cổ phiếu sở hữu được nhận 15 cổ phiếu mới. Thời gian dự kiến: do Hội đồng quản trị (HĐQT) quyết định.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019

1. ĐHCĐ thường niên năm 2019 của GMC đã thông qua kế hoạch sản xuất kinh doanh như sau:

Bảng 3: Kế hoạch kinh doanh năm 2019 của GMC (Đơn vị tính: tỷ đồng)

	Kế hoạch 2019	Thực hiện 2018	% yoy	Dự phóng
Doanh thu thuần	1.900	2.038,8	-6,8	2.062,7
LNTT	78	141,5	-44,8	143,5
Chuyển may hoạt động	69	62		

Nguồn: ĐHCĐ GMC, FPTS research

Chúng tôi đánh giá ban lãnh đạo GMC đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng, do kế hoạch đặt ra dựa trên những đơn hàng đã ký kết cuối năm 2018, với doanh thu thuần đạt 1.900 tỷ đồng, giảm 6,8% yoy và LNTT đạt 78 tỷ đồng, giảm 44,8% yoy.

Quý I/2019, GMC ghi nhận doanh thu đạt 401,1 tỷ đồng (+3,2% yoy), hoàn thành 21,3% kế hoạch, LNTT đạt 34,6 tỷ đồng (+91% yoy), hoàn thành 44,4% kế hoạch, nhờ vào:

- Tổng đơn hàng tăng 1,7% yoy do hàng Athleisure⁷- xu hướng thời trang thể thao rất phát triển từ cuối 2018 so với các năm trước.
- Biên LNTT cải thiện lên 19,1% (+2,1%yoy) nhờ vào: (1) Giá vốn hàng bán/doanh thu giảm 1,4% yoy nhờ cải tiến sản xuất (2) Chi phí bán hàng giảm 50,8% yoy do giảm hình thức kinh doanh theo phương thức DDP⁸ sang phương thức DAT⁹.

Chúng tôi đánh giá năm 2019, GMC có thể đạt doanh thu 2.062,7 tỷ đồng (+1,2% yoy), hoàn thành 108,6% kế hoạch, và lợi nhuận trước thuế đạt 143,5 tỷ đồng (+1,5%yoy), hoàn thành 184,04% kế hoạch, dựa trên cơ sở:

Về doanh thu:

- Năm 2018, đơn hàng của GMC tăng đột biến 40% yoy từ hai khách hàng khách hàng lớn (Columbia và Decathlon) nhờ vào sự dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam do lo ngại về chiến tranh thương mại Mỹ -Trung, và đón làn sóng các hiệp định tự do thương mại ([Phụ lục 3](#)). Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, năm 2019, khách hàng Columbia và Decathlon dự kiến tăng đơn hàng 20-30% yoy, tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, GMC chỉ có thể sản xuất tăng thêm được 1-3% so với cùng kì năm 2018 do các nhà máy của GMC đã đạt trung bình 94,2% công suất và 7 chuyển may mới dự kiến chưa kịp hoạt động trong năm 2019.
- Hiện tại các đơn hàng hàng của GMC đã ký kết cho đến hết quý III/2019 (trị giá 1.900 tỷ đồng); doanh nghiệp đang đàm phán tiếp với hai khách hàng lớn Columbia và Decathlon về lượng đơn hàng mới sắp tới thêm 30% - 40% yoy cho quý còn lại của 2019 và 2020, dự kiến cuối quý II/2019 sẽ có kết quả. Bên cạnh đó, mùa xuân hè (quý I-II) thường mùa thấp điểm khách hàng chỉ đạt 20-30% năng lực của mùa thu đông (quý III-IV) và với kết quả quý I đạt được (quý I/2019 hoàn thành 21,3% kế hoạch) thì dự kiến những quý còn lại, với năng lực sản xuất của GMC thì hoàn toàn có thể đạt mục tiêu doanh thu.

⁷ **Athleisure** - xu hướng thời trang thể thao: trang phục được thiết kế vừa để tập thể thao vừa có thể mặc cho nhu cầu chung

⁸ **DDP (Delivery Duty Paid)** – Điều kiện DDP thể hiện nghĩa vụ tối đa của người bán: Người bán chịu mọi chi phí và rủi ro liên quan để đưa hàng hóa tới nơi đến và có nghĩa vụ thông quan cho hàng hóa, không chỉ thông quan xuất khẩu mà còn thông quan nhập khẩu, trả các khoản thuế, phí và thực hiện các thủ tục cho thông quan xuất và nhập khẩu.

⁹ **DAT (Deliver at Terminal)** người bán giao hàng, khi hàng hóa sau khi đã dỡ khỏi phương tiện vận tải, được đặt dưới sự định đoạt của người mua tại một bến chỉ định, tại cảng hoặc tại nơi đến chỉ định. Người bán không có nghĩa vụ làm thủ tục nhập khẩu hay trả bất kỳ khoản thuế nhập khẩu nào hay tiến hành các thủ tục thông quan nhập khẩu.

Vì vậy chúng tôi ước tính doanh thu đạt 2.062,7 tỷ đồng (+1,2% yoy), hoàn thành 108,6% kế hoạch nhờ đơn hàng gia tăng 1,3% yoy.

Về lợi nhuận:

- Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp đạt 18,2% (+0,4%yoy) nhờ việc: (1) Mô hình Lean 5S¹⁰ đã hoàn thiện trong năm 2018 (áp dụng cho cả 4 nhà máy của GMC), giảm lỗi thành phẩm (defect rate) xuống dưới 2%, (2) Chấm dứt hoạt động nhượng quyền thương hiệu của Gramicci (mỗi năm lỗ bình quân 12,9 tỷ đồng giai đoạn 2013-2018);
- Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) và chi phí bán hàng (CPBH)/doanh thu thuần giảm 0,1% yoy nhờ vào hoạt động thu hẹp văn phòng tại Mỹ (thay vì thuê văn phòng làm văn phòng đại diện với chi phí 3.000 USD/tháng, GMC chỉ thuê một địa điểm nhỏ với chi phí 50-100 USD/tháng để liên lạc), giảm hình thức kinh doanh theo phương thức DDP¹¹ sang phương thức DAT¹².

Do đó, chúng tôi ước tính tỷ suất LNTT đạt 143,5 tỷ đồng (+1,5% yoy), hoàn thành 184,04% kế hoạch.

2. Tình hình xử lý hoạt động tại Blue Sài Gòn LLC

Cuối năm 2018, Blue Sài Gòn LLC lỗ lũy kế là 53,8 tỷ đồng (tương đương 2,312 triệu USD), trong đó mảng FOB lãi 6,5 tỷ đồng, mảng nhượng quyền Gramicci lỗ lũy kế 63.937,5 tỷ đồng. Hàng tồn kho 23 tỷ đồng, GMC đã trích lập dự phòng 10,95 tỷ đồng. Trong năm 2019, GMC đã thanh lý 10,8 tỷ đồng hàng tồn kho với giá 6,9 tỷ đồng, hiện hàng tồn kho còn lại là 9,2 tỷ đồng, chúng tôi đánh giá, GMC có khả năng thu về 4,6 tỷ đồng từ lượng hàng tồn kho còn lại này.

3. Kế hoạch đầu tư năm 2019: đầu tư 300 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động, đầu tư mở rộng thêm 7 dây chuyền tại Công Ty TNHH May Tân Mỹ và Công ty TNHH May Garmex Quảng Nam, dự kiến năng lực sản xuất tăng thêm 11,3%.

4. Đại hội đồng cổ đông thông qua chính sách cổ tức và tăng vốn điều lệ năm 2019

Cổ tức năm 2019 dự kiến, được chi trả dưới 2 hình thức:

- Cổ tức tiền mặt: dự kiến 500-1.500 đồng/cổ phiếu
- Cổ tức bằng cổ phiếu: phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 15%, mỗi 100 cổ phiếu sở hữu được nhận 15 cổ phiếu mới. Thời gian dự kiến: do Hội đồng quản trị quyết định.

Kế hoạch tăng vốn điều lệ: Phát hành cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với giá 15.000 đồng/cổ phiếu, tỷ lệ phát hành 2:1 (nhà đầu tư nắm 2 cổ phiếu tại ngày chốt danh sách cổ đông sẽ được mua thêm 1 cổ phiếu mới). Dự kiến vốn điều lệ tăng 89,16 tỷ đồng lên 267,98 tỷ đồng.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Phụ thuộc lớn vào đơn hàng của hai khách hàng lớn (Columbia và Decathlon, chiếm 90,7% doanh thu) nên biến động kinh doanh của GMC hoàn toàn phụ thuộc vào tình hình hoạt động của hai nhà đặt hàng này.

Khả năng sẽ di dời nhà máy trong tương lai gây gián đoạn sản xuất, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, hiện tại các xí nghiệp An Nhơn, An Phú, Tân Mỹ của GMC được đặt tại vùng 1 chịu áp lực chi phí hoạt động (lương nhân công, chi phí thuê đất, chi phí điện nước,...) tăng cao trong khi phần lớn đơn hàng yêu cầu sản xuất giá rẻ nên sẽ dần không phù hợp.

¹⁰ **Lean 5S:** là cách sản xuất hàng hóa tối ưu thông qua việc loại bỏ các hao phí và thực hiện luồng, với cùng một mức sản lượng đầu ra nhưng có lượng đầu vào thấp hơn – ít thời gian hơn, ít mặt bằng hơn, ít nhân công hơn, ít máy móc hơn, ít vật liệu hơn và ít chi phí hơn. Năm 2018, mô hình Lean 5S được hoàn thiện hơn và nhân rộng ra toàn công ty giúp tiết giảm tốt chi phí và tăng năng suất lao động.

¹¹ **DDP (Delivery Duty Paid)** – Điều kiện DDP thể hiện nghĩa vụ tối đa của người bán: Người bán chịu mọi chi phí và rủi ro liên quan để đưa hàng hóa tới nơi đến và có nghĩa vụ thông quan cho hàng hóa, không chỉ thông quan xuất khẩu mà còn thông quan nhập khẩu, trả các khoản thuế, phí và thực hiện các thủ tục cho thông quan xuất và nhập khẩu.

¹² **DAT (Deliver at Terminal)** người bán giao hàng, khi hàng hóa sau khi đã dỡ khỏi phương tiện vận tải, được đặt dưới sự định đoạt của người mua tại một bến chỉ định, tại cảng hoặc tại nơi đến chỉ định. Người bán không có nghĩa vụ làm thủ tục nhập khẩu hay trả bất kỳ khoản thuế nhập khẩu nào hay tiến hành các thủ tục thông quan nhập khẩu.

Doanh nghiệp có ý định chuyển dần và mở rộng các nhà máy sản xuất sang vùng 3, 4 (thuộc khu vực tỉnh Quảng Nam, và tỉnh Lâm Đồng), tuy nhiên chưa có kế hoạch chi tiết.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra các doanh nghiệp để so sánh với GMC hoạt động trong ngành dệt may. Dữ liệu được sử dụng trong BCTC năm gần nhất.

So sánh GMC với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành dệt may

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	Tỷ suất lợi nhuận trước thuế (%)	EPS (đồng)	ROE (%)	D/A (lần)	P/E (lần)
TCM	1.550	3.664	323,4	8,8	4.778	22,07	0,61	6,00
TNG	1.129	3.613	214,3	5,9	3.968	25,74	0,71	5,49
VGG	2.912	9.715	414,1	4,3	10.273	29,03	0,64	6,43
GIL	692	2.253	206,9	9,2	8.553	25,72	0,62	4,24
EVE	604	1,183	95,7	8,1	1.815	8,35	0,64	8,76
Trung bình								6,16
GMC	679	3.038	141,2	4,6	7.418	34,51	0,62	5,77

Nguồn: FPTs research

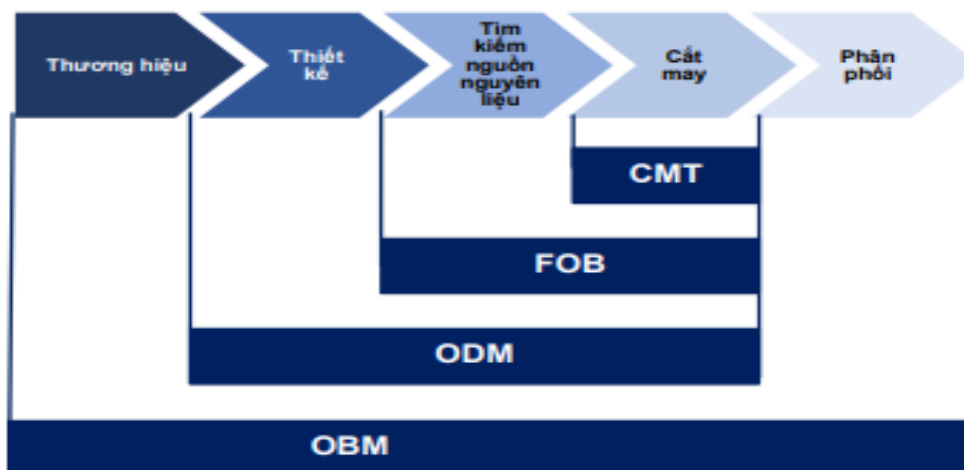
Lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp ước đạt 122,2 tỷ đồng (+1,5% yoy), tương ứng với mức EPS forward cho năm 2019 của GMC đạt 7.880 đồng/cổ phiếu. Tại mức giá 42.800 đồng/cổ phiếu (ngày 06/5/2019), GMC đang được giao dịch tại mức P/E trailing 5,77 thấp hơn so với mức P/E trailing trung bình của nhóm doanh nghiệp được so sánh là 6,16. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GMC tại thời điểm hiện tại, nhà đầu tư có thể xem xét mua khi GMC về mức giá khoảng 38.000 đồng/cổ phiếu (mức sinh lời +24,4% so với mức giá mục tiêu 47.280 đồng/cổ phiếu).

PHỤ LỤC

PHỤ LỤC 1: PHÂN VÙNG TẠI TP.HỒ CHÍ MINH VÀ BÀ RỊA-VŨNG TÀU

Tỉnh/TP trực thuộc TW	Quận/huyện/thị xã/thành phố trực thuộc tỉnh	Vùng	Lượng tối thiểu vùng
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
Bà Rịa - Vũng Tàu	- Thành phố Vũng Tàu - Thị xã Phú Mỹ	I	
	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
Lâm Đồng	- Thành phố Đà Lạt, Bảo Lộc	II	3.710.000
	- Các huyện Đức Trọng, Di Linh	III	3.250.000
	- Các huyện Lạc Dương, Đơn Dương, Lâm Hà, Bảo Lâm, Đạ Huoai, Đạ Tẻh, Cát Tiên, Đam Rông	IV	2.920.000

PHỤ LỤC 2: PHƯƠNG THỨC SẢN XUẤT HÀNG MAY MẶC



PHỤ LỤC 3: MỘT SỐ HIỆP ĐỊNH HỖ TRỢ NGÀNH MAY MẶC

Hiệp định	Thời gian	Thuế quan	Áp dụng
CPTPP	Ký kết ngày 8/3/2018, đang chờ phê chuẩn	Từng quốc gia có lộ trình giảm thuế riêng	Từ sợi trở đi
Việt Nam – EU (EVFTA)	Ký kết ngày 2/12/2015, đang chờ phê chuẩn	Sợi: 0% May mặc: Xóa bỏ mức thuế quan hiện tại (9,6%) trong vòng 7 năm 0%	Từ vải trở đi
Việt Nam – Hàn Quốc (VKFTA)	Có hiệu lực từ 12/2015	Sợi, May mặc: 0%	Cắt và may
Việt Nam – Úc/New Zealand (AANZFTA)	Có hiệu lực từ 01/2010	Sợi, May mặc: 0% từ 2018	Cắt và dệt kim
Việt Nam – Nhật Bản (VJEPA)	Có hiệu lực từ 12/2008	Sợi, May mặc: 0%	Từ vải trở đi

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 tư vấn 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 kỳ 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 7 cổ phiếu GMC và chuyên viên tư vấn nắm giữ không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

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 <https://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**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

**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: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

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

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888