

Ngành dệt may: Bất định thuế quan che mờ triển vọng

Huỳnh Phương Bảo Khánh
Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
khánh.hpb@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ
Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

- Tốc độ hồi phục của ngành dệt may Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2026 vẫn diễn ra tương đối chậm khi kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ dưới áp lực suy yếu của sức mua nói chung. Mặc dù vậy, diễn biến này vẫn phù hợp với dự báo tăng trưởng xuất khẩu 2,5% cho cả năm 2026 của HSC.
- Bức tranh hồi phục của ngành đối mặt với nhiều lực cản khi rủi ro thuế quan từ thị trường Mỹ ngày càng trở nên khó lường, cùng với động thái siết chặt giám sát của nước này đối với các hoạt động thương mại của Việt Nam. Rủi ro trọng yếu không chỉ gói gọn ở mức thuế 12,5% hiện tại liên quan đến cáo buộc lao động cưỡng bức, mà chủ yếu đến từ các cuộc điều tra của Mỹ về tình trạng dư thừa công suất và quyền sở hữu trí tuệ. Đáng lưu ý, động thái điều tra sơ bộ đối với hành vi trung chuyển hàng hóa nhằm tránh thuế tiếp tục là yếu tố đe dọa trực tiếp đến triển vọng của ngành.
- Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 đối với TCM do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp trong Q2/2026, nhưng chỉ điều chỉnh nhẹ đối với TNG. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới; đồng thời hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ).

Xuất khẩu 7 tháng đầu năm 2026: tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ, gần như sát với dự báo

Tốc độ hồi phục của ngành dệt may Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2026 vẫn diễn ra tương đối chậm khi kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ dưới áp lực suy yếu của sức mua nói chung. Xét theo thị trường, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 7 tháng đầu năm 2026 của Việt Nam tăng trưởng tại hai thị trường chủ lực là Mỹ và EU, trong khi các thị trường khác có sự phân hóa sâu sắc.

KQKD Q2/2026 của các công ty dệt may niêm yết nhìn chung khả quan mặc dù toàn ngành đạt mức tăng trưởng khiêm tốn. Trong đó, TNG, MSH, VGT và VGG đều ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số ở cả doanh thu lẫn lợi nhuận thuần. Ngược lại, KQKD của TCM và STK lại có sự phân hóa.

Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, TNG và TCM tiếp tục ghi nhận KQKD trái chiều. TNG vẫn giữ vững đà tăng trưởng tích cực, với doanh thu thuần tăng 15,3% so với cùng kỳ, đạt 2.914 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 24,8% so với cùng kỳ, đạt 150 tỷ đồng. Trái ngược với đà tăng trưởng chung, KQKD của TCM đáng thất vọng khi lợi nhuận thuần giảm 44,5% so với cùng kỳ xuống còn 45 tỷ đồng, bất chấp doanh thu thuần vẫn tăng 10,9% so với cùng kỳ.

Triển vọng: Bất định thuế quan và áp lực chi phí đầu vào

Với KQKD trong 7 tháng đầu năm 2026 của toàn ngành gần như sát với kỳ vọng, HSC giữ nguyên dự báo mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam trong năm 2026 ở mức 2,5%. Bức tranh hồi phục của ngành đối mặt với nhiều lực cản khi rủi ro thuế quan tại thị trường Mỹ ngày càng trở nên khó lường, cùng với động thái siết chặt giám sát của nước này đối với các hoạt động thương mại của Việt Nam. Rủi ro trọng yếu không chỉ gói gọn ở mức thuế 12,5% hiện tại liên quan đến cáo buộc lao động cưỡng bức, mà chủ yếu đến từ các cuộc điều tra về tình trạng dư thừa công suất và quyền sở hữu trí tuệ. Đáng lưu ý, động thái điều tra sơ bộ đối với hành vi trung chuyển hàng hóa nhằm tránh thuế tiếp tục là yếu tố đe dọa trực tiếp đến triển vọng của ngành.

Về tỷ suất lợi nhuận, sự leo thang của chi phí đầu vào đang trở thành rủi ro trọng yếu đối với toàn ngành trong năm 2027. Giá bông và sợi tại Trung Quốc, cùng với giá bông Mỹ, bắt đầu tăng mạnh từ tháng 3/2026 và tiếp tục neo ở mức cao hơn nhiều so với cùng kỳ. Mặc dù các nhà xuất khẩu có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm này sang khách hàng, chúng tôi cho rằng năng lực đàm phán là tương đối hạn chế. Vì vậy, sự gia tăng của chi phí đầu vào được chúng tôi xác định là yếu tố rủi ro trọng yếu, đe dọa trực tiếp đến tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành dệt may.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng đối với TCM

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận đối với cả hai cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị (trong đó TCM được điều chỉnh giảm mạnh), HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới 19.600 đồng/cổ phiếu (giảm 17% từ mức 23.700 đồng trước đây), đồng thời hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ) với rủi ro giảm giá 12% tại giá mục tiêu mới là 14.900 đồng/cổ phiếu (giảm tới 33% từ mức 22.286 đồng trước đây).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
TCM	16,850	Giảm tỷ trọng	Năm giữ	14,900	(33.1)	(11.6)	13.7	14.8	4.55	4.82	2.97	2.97
TNG	16,700	Tăng tỷ trọng	-	19,600	(17.3)	17.4	5.56	5.85	5.73	5.79	8.98	8.98

Giá cổ phiếu tại ngày 8/9/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Ngành dệt may: Bất định thuế quan Mỹ vẫn là rủi ro trọng yếu 3

Bức tranh ngành 7 tháng đầu năm 2026: Xuất khẩu suy yếu, sát với dự báo 3

Q2/2026: KQKD của các công ty niêm yết tích cực, nhưng có sự phân hóa 5

Triển vọng: Bất định thuế quan Mỹ che phủ ngành dệt may 6

Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị 9

Báo cáo thành phần

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) 13

CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công (TCM) 21

Ngành dệt may: Bất định thuế quan Mỹ vẫn là rủi ro trọng yếu

Tốc độ hồi phục của ngành dệt may Việt Nam trong 7 tháng đầu năm 2026 vẫn diễn ra tương đối chậm khi kim ngạch xuất khẩu chỉ tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ dưới áp lực suy yếu của sức mua toàn cầu. Mặc dù vậy, diễn biến này vẫn phù hợp với dự báo tăng trưởng xuất khẩu 2,5% cho cả năm 2026 của HSC. Bức tranh hồi phục của ngành đối mặt với nhiều lực cản khi rủi ro thuế quan từ thị trường Mỹ ngày càng trở nên khó lường, cùng với động thái siết chặt giám sát của nước này đối với các hoạt động thương mại của Việt Nam. Rủi ro trọng yếu không chỉ gói gọn ở mức thuế 12,5% hiện tại liên quan đến cáo buộc lao động cưỡng bức, mà chủ yếu đến từ các cuộc điều tra về tình trạng dư thừa công suất và quyền sở hữu trí tuệ. Đáng lưu ý, động thái điều tra sơ bộ đối với hành vi trung chuyển hàng hóa nhằm tránh thuế tiếp tục là yếu tố đe dọa trực tiếp đến triển vọng của ngành. Tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành đứng trước nguy cơ thu hẹp khi gánh nặng chi phí đầu vào vẫn tăng mạnh và neo ở mức cao hơn nhiều so với cùng kỳ. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG (tiềm năng tăng giá 17%) và hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng.

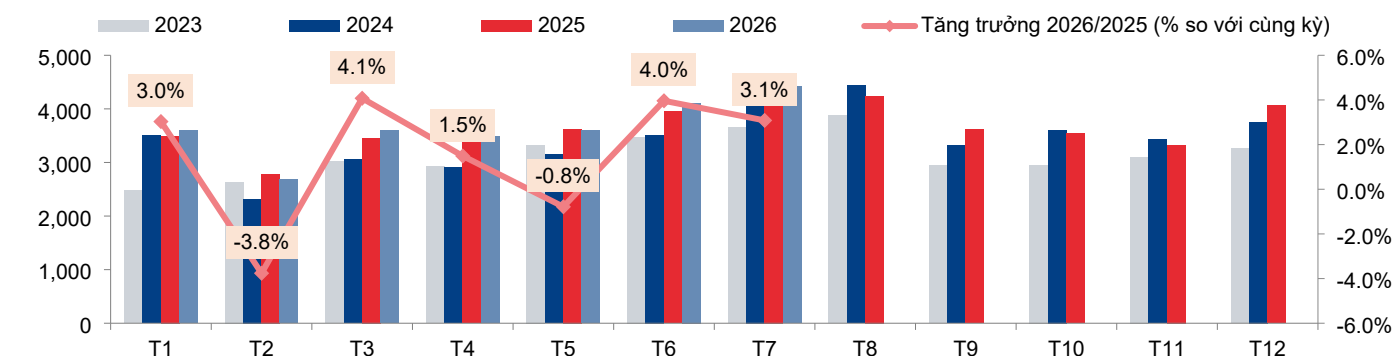
Bức tranh ngành 7 tháng đầu năm 2026: Xuất khẩu suy yếu, sát với dự báo

Kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc, vải và sợi) trong 7 tháng đầu năm 2026 đạt 25,5 tỷ USD (+1,8% so với cùng kỳ), cho thấy nhu cầu tiêu thụ nhìn chung vẫn còn nhiều thách thức. Tuy nhiên, kết quả này vẫn sát với kỳ vọng tăng trưởng 2,5% cho cả năm 2026 của HSC. Điểm đáng khích lệ là đã tăng trưởng xuất khẩu theo tháng đã cải thiện lên khoảng 3% so với cùng kỳ trong cả tháng 6 và tháng 7/2026 mặc dù so với mức nền cao, phản ánh đà phục hồi khiêm tốn (so với xu hướng suy yếu vào đầu năm).

Thị trường Mỹ là động lực tăng trưởng chính cho nhịp phục hồi từ tháng 6/2026 vì đóng góp gần 70% mức tăng trưởng của toàn ngành trong hai tháng 6 và 7/2026. Theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố chính dẫn đến xu hướng này là việc nới lỏng chính sách thương mại khi áp dụng Mục 122 (mức thuế cơ sở 10% thay vì 20% theo IEEPA), qua đó giúp dòng đơn hàng được duy trì ổn định bất chấp mức nền so sánh cao của năm 2025 – thời điểm khách hàng đẩy mạnh nhập trữ hàng trước khi chính sách thuế quan mới có hiệu lực từ tháng 8/2025.

Biểu đồ 1: Tổng KNXK hàng dệt may hàng tháng (triệu USD), Việt Nam

Trong 7 tháng đầu năm 2026, tổng KNXK hàng dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc, vải và sợi) tăng nhẹ 1,8% so với cùng kỳ, đạt 25,5 tỷ USD



Nguồn: Cục Hải quan, HSC

Mỹ tiếp tục là thị trường chủ lực, trong khi châu Âu dẫn đầu tăng trưởng

Xét theo thị trường, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may 7 tháng đầu năm 2026 của Việt Nam ghi nhận đã tăng trưởng tại hai thị trường chủ lực là Mỹ và EU. Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất, đóng góp 46% tổng kim ngạch xuất khẩu, với giá trị đạt 10,5 tỷ USD (+2% so với cùng kỳ). Điểm sáng nổi bật nhất thuộc về EU – hiện là

thị trường lớn thứ hai của Việt Nam với 13% thị phần – ghi nhận mức tăng trưởng tích cực 7,1% so với cùng kỳ lên khoảng 3 tỷ USD.

Kim ngạch xuất khẩu tại các thị trường khác có sự phân hóa. Kim ngạch xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc giảm khoảng 6% so với cùng kỳ, lần lượt đạt 2,4 tỷ USD và 1,5 tỷ USD, trong khi xuất khẩu sang các thị trường thuộc khối CPTPP (ngoại trừ Nhật Bản) tăng trưởng khiêm tốn ở mức 2,3% so với cùng kỳ. Xuất khẩu sang Trung Quốc tăng 6,7% so với cùng kỳ đạt 0,8 tỷ USD, mặc dù thị trường này chỉ đóng góp 3,6% tổng kim ngạch xuất khẩu.

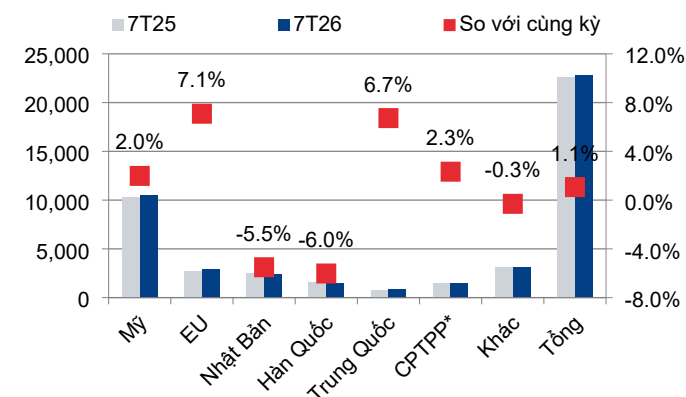
Nhìn chung, số liệu trên vẫn phản ánh bức tranh tăng trưởng khá trầm lắng của ngành xuất khẩu dệt may Việt Nam và tiếp tục phù hợp với dự báo trước đây của chúng tôi.

Việt Nam mở rộng thị phần tại Mỹ và EU

Dữ liệu mới nhất từ Văn phòng Dệt may Mỹ (OTEXA) cho thấy tổng kim ngạch nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ giảm 7% so với cùng kỳ xuống còn 47,6 tỷ USD trong nửa đầu năm 2026, phản ánh nhu cầu tiêu dùng vẫn còn nhiều thách thức. Tuy nhiên, điểm nhấn đáng chú ý hơn nằm ở xu hướng dịch chuyển thị phần giữa các nước xuất khẩu.

Biểu đồ 2: KNXK hàng dệt may của Việt Nam theo các thị trường (triệu USD), 7 tháng đầu năm 2026

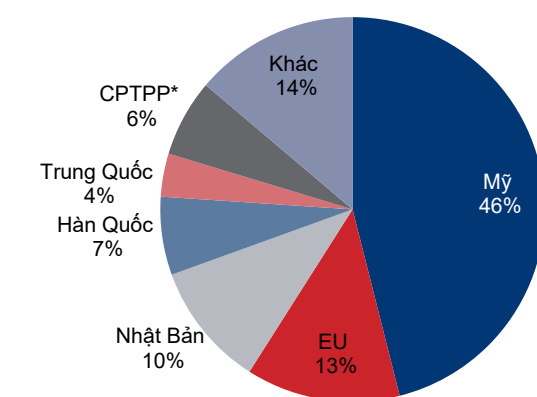
Các thị trường ghi nhận tăng trưởng chỉ gồm Mỹ, EU, CPTPP* và Trung Quốc



Ghi chú: *Các nước CPTPP không bao gồm Nhật Bản.
Nguồn: Cục Thống kê, HSC ước tính

Biểu đồ 3: KNXK hàng dệt may của Việt Nam theo các thị trường, 7 tháng đầu năm 2026

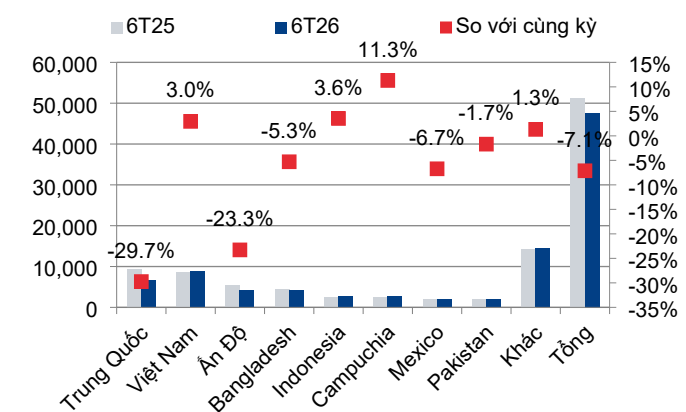
Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất, theo sau là EU



Nguồn: Cục Thống kê, HSC ước tính

Biểu đồ 4: KNNK hàng dệt may vào Mỹ theo các quốc gia chính (triệu USD)

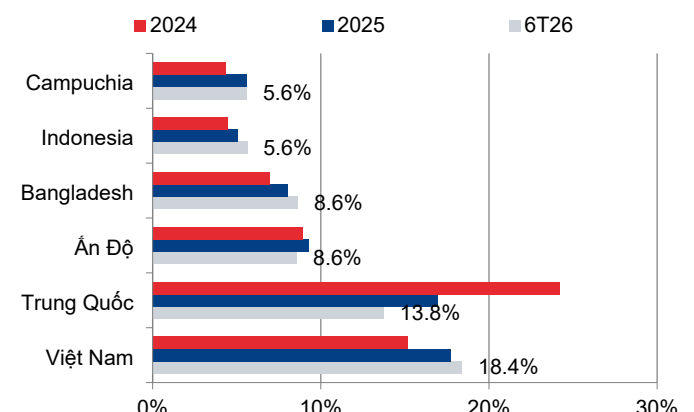
Chỉ Việt Nam, Indonesia và Campuchia ghi nhận tăng trưởng



Nguồn: US OTEXA, HSC ước tính

Biểu đồ 5: Thị phần nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ (%)

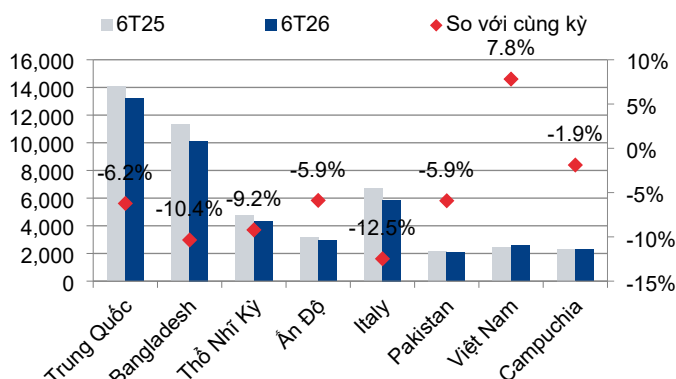
Việt Nam giành thêm thị phần tại thị trường Mỹ và vươn lên vị trí dẫn đầu



Nguồn: US OTEXA, HSC ước tính

Biểu đồ 6: KNNK hàng dệt may vào EU theo các quốc gia chính (triệu USD)

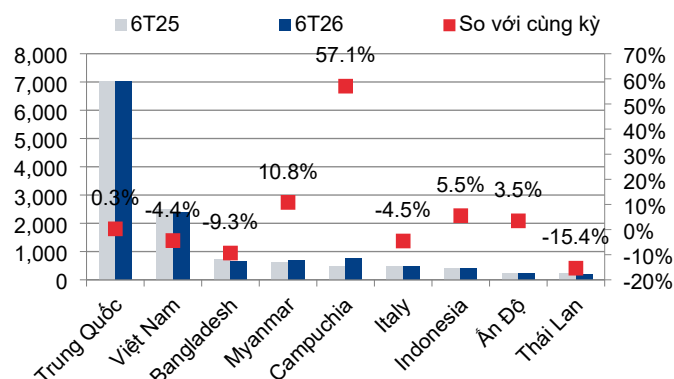
Việt Nam là quốc gia xuất khẩu duy nhất ghi nhận tăng trưởng vào thị trường EU trong 6 tháng đầu năm 2026



Nguồn: ITC Trademap, HSC

Biểu đồ 7: KNNK hàng dệt may vào Nhật Bản theo các quốc gia chính (triệu USD)

KNNK hàng dệt may của Việt Nam sang Nhật Bản giảm 4,4% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2026



Nguồn: ITC Trademap, HSC

Trong số các nhà cung ứng chủ lực, Việt Nam, Indonesia và Campuchia là ba nước ghi nhận mức tăng trưởng dương, với kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ lần lượt tăng 3% so với cùng kỳ, 3,6% so với cùng kỳ và 11,3% so với cùng kỳ, bất chấp đà sụt giảm chung của toàn thị trường nhập khẩu Mỹ. Ngược lại, kim ngạch xuất khẩu của Trung Quốc giảm 30% so với cùng kỳ, khiến nước này đánh mất vị thế nhà xuất khẩu hàng may mặc lớn nhất vào thị trường Mỹ, qua đó mở đường cho Việt Nam vươn lên vị trí dẫn đầu. Các nước xuất khẩu lớn khác cũng ghi nhận mức giảm đáng kể, bao gồm Ấn Độ (-23,3% so với cùng kỳ), Bangladesh (-5,3% so với cùng kỳ) và Mexico (-6,7% so với cùng kỳ).

Theo số liệu từ Trung tâm Thương mại Quốc tế (ITC), Việt Nam tiếp tục cho thấy tăng trưởng tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh trong cơ cấu nhập khẩu dệt may của EU. Trong nhóm các nước xuất khẩu chủ lực ngoài khối EU, Việt Nam là nước xuất khẩu duy nhất ghi nhận mức tăng trưởng dương trong nửa đầu năm 2026, với giá trị xuất khẩu tăng 7,8% so với cùng kỳ đạt khoảng 2,6 tỷ USD. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu của các đối thủ cạnh trọng yếu khác (Trung Quốc, Bangladesh, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ, Campuchia) vào thị trường này đồng loạt sụt giảm.

Q2/2026: KQKD của các công ty niêm yết tích cực, nhưng có sự phân hóa

Trong Q2/2026, doanh thu của các công ty dệt may niêm yết nhìn chung đều tăng trưởng ấn tượng ở mức hai chữ số, vượt trội so với mức tăng khiêm tốn 1,6% so với cùng kỳ của tổng kim ngạch xuất khẩu toàn ngành.

Mức tăng trưởng lợi nhuận hợp nhất của toàn ngành thậm chí còn tăng mạnh hơn, với tổng lợi nhuận thuần tăng vọt 40,7% so với cùng kỳ. Mặc dù vậy, đà khởi sắc này không diễn ra trên diện rộng: Trong khi lợi nhuận của TNG, May Sông Hồng (MSH; chưa khuyến nghị), Tập đoàn Dệt May Việt Nam (VGT; chưa khuyến nghị) và Tổng Công ty May Việt Tiến (VGG; chưa khuyến nghị) đều đạt mức tăng trưởng hai chữ số đầy ấn tượng, thì lợi nhuận thuần của TCM lại giảm 44,5% so với cùng kỳ, còn CTCP Sợi Thế Kỷ (STK; chưa khuyến nghị) vẫn tiếp tục thua lỗ. Sự phân hóa này hoàn toàn nhất quán với quan điểm của chúng tôi rằng, dù đà tăng trưởng chung của toàn ngành còn trầm lắng, KQKD giữa các công ty tiếp tục có sự phân hóa mạnh, tùy thuộc vào khả năng cạnh tranh và năng lực thực thi của mỗi đơn vị.

Trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, TNG và TCM tiếp tục ghi nhận KQKD trái chiều. TNG vẫn giữ vững đà tăng trưởng tích cực, với doanh thu thuần tăng 15,3% so với cùng kỳ, đạt 2.914 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 24,8% so với cùng kỳ, đạt 150 tỷ đồng, khẳng định vị thế dẫn đầu nhờ số lượng đơn hàng dồi dào và năng lực triển khai hiệu quả. Trái ngược với đà tăng trưởng chung, KQKD của TCM đáng thất vọng khi lợi nhuận thuần giảm 44,5% so với cùng kỳ xuống còn 45 tỷ đồng, bất chấp doanh thu thuần vẫn tăng 10,9% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sụt giảm chủ yếu do chi phí nhân công, nguyên vật liệu và năng lượng tăng vọt, trực tiếp bào mòn tỷ suất lợi

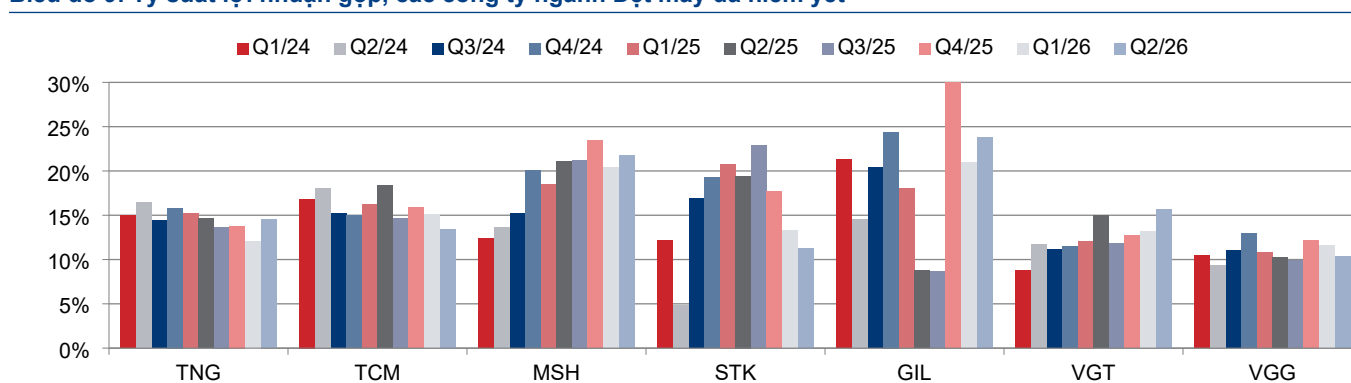
nhuận. Điều này cho thấy trong quý vừa qua, TCM chưa thể chuyển phần tăng thêm của chi phí đầu vào sang khách hàng một cách hiệu quả.

Bảng 8: Doanh thu thuần các công ty ngành Dệt may đã niêm yết, Q2/2026

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
TNG	2,528	1,952	2,914	15.3%	49.3%	4,038	4,866	20.5%
TCM	873	1,010	968	10.9%	-4.2%	1,884	1,978	5.0%
MSH	1,467	1,041	1,657	13.0%	59.1%	2,503	2,698	7.8%
STK	333	268	395	18.4%	47.1%	710	663	-6.6%
GIL	129	197	250	93.8%	26.6%	255	447	75.4%
VGT	4,429	4,486	5,008	13.1%	11.6%	8,697	9,494	9.2%
VGG	2,918	2,057	2,973	1.9%	44.5%	5,174	5,029	-2.8%
Tổng	12,677	11,012	14,164	11.7%	28.6%	23,261	25,176	8.2%

Nguồn: FiinPro, HSC

Biểu đồ 9: Tỷ suất lợi nhuận gộp, các công ty ngành Dệt may đã niêm yết



Nguồn: FiinPro, HSC

Bảng 10: Lợi nhuận thuần của các công ty ngành Dệt may đã niêm yết, Q2/2026

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
TNG	120	60	150	24.8%	148.5%	163	210	28.6%
TCM	81	66	45	-44.5%	-31.3%	160	111	-30.5%
MSH	158	82	203	29.2%	149.1%	242	285	17.8%
STK	-7	-34	-38	482.3%	11.7%	29	-73	N/a
GIL	-71	10	10	N/a	1.4%	-68	21	N/a
VGT	181	242	285	57.9%	17.9%	353	528	49.5%
VGG	100	90	134	34.1%	48.6%	192	223	16.6%
Tổng*	532	488	749	40.7%	53.4%	1,071	1,305	21.9%

*Ghi chú: Không bao gồm tỷ lệ sở hữu 30,4% của VGT tại VGG.
Nguồn: FiinPro, HSC

Nhìn chung, KQKD Q2/2026 và nửa đầu năm 2026 củng cố quan điểm của chúng tôi rằng ngành dệt may Việt Nam ngày càng phân hóa sâu sắc. Trong bối cảnh tăng trưởng toàn ngành vẫn còn trầm lắng, thị phần tiếp tục xu hướng tập trung vào các công ty đầu ngành có năng lực thực thi vượt trội.

Triển vọng: Bất định thuế quan Mỹ che phủ ngành dệt may

Chính sách thuế quan của Mỹ vẫn là yếu tố gây biến động chính

Chính sách thương mại của Mỹ tiếp tục là yếu tố gây biến động lớn nhất đối với ngành dệt may Việt Nam, do có mức độ phụ thuộc cao vào thị trường này khi Mỹ đóng góp gần 50% tổng kim ngạch xuất khẩu toàn ngành.

Gần đây nhất, vào ngày 23/7/2026, Mỹ đã áp mức thuế Mục 301 mới ở mức 12,5% liên quan đến lo ngại về "lao động cưỡng bức" đối với hàng xuất khẩu của Việt Nam, thay thế mức thuế cơ sở 10% trước đó theo Mục 122. Do mức thuế suất của Việt Nam hiện chỉ cao hơn 2,5 điểm phần trăm so với mức 10% áp dụng cho các đối thủ cạnh tranh chính (bao gồm Bangladesh, Campuchia, Ấn Độ, Indonesia, Pakistan và

Mexico), HSC đánh giá biên độ chênh lệch này vẫn nằm trong tầm kiểm soát và khó có khả năng đơn phương làm xói mòn đáng kể năng lực cạnh tranh của Việt Nam.

Rủi ro không chỉ đến từ câu chuyện thuế quan hiện tại

Bên cạnh tác động từ mức thuế suất hiện hành 12,5%, rủi ro lớn nhất mà HSC lo ngại chính là khả năng phát sinh thêm các biện pháp áp thuế bổ sung khi phạm vi điều tra thương mại của Mỹ tiếp tục được mở rộng.

Trong thời gian gần đây, Mỹ bắt đầu tăng cường giám sát đối với Việt Nam trên nhiều phương diện, đáng chú ý nhất là tình trạng dư thừa công suất công nghiệp và việc thực thi về quyền sở hữu trí tuệ. Theo kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo sau khi tiến hành điều tra về dư thừa công suất, chính quyền Mỹ có thể đi đến mức thuế bổ sung 7,5%-12,5%, cộng dồn vào mức thuế hiện hành 12,5% theo Mục 301 liên quan đến "lao động cưỡng bức". Các biện pháp có thể được triển khai trong tương lai liên quan đến quyền sở hữu trí tuệ tạo thêm một tầng rủi ro khác, dù kịch bản triển khai và mức độ ảnh hưởng thực tế vẫn đang là một biến số.

Điều này tạo ra một kịch bản thuế quan tiềm ẩn nhiều thách thức hơn so với mức thuế hiện hành 12,5%. Đặc biệt, rủi ro thuế chống thuế ngày càng hiện hữu khi các cuộc điều tra độc lập có khả năng dẫn đến việc áp thêm các mức thuế mới cộng dồn lên các biện pháp hiện hành.

Siết chặt kiểm soát hàng trung chuyển: Thêm một tầng rủi ro

Trong một diễn biến khác, Mỹ đã khởi động các bước đi đầu tiên nhằm điều tra những hành vi bị nghi ngờ là trung chuyển hàng hóa bất hợp pháp. Việc Nhà Trắng công bố báo cáo ["The Great Transshipment Scam"](#) (tạm dịch: Trò gian lận trung chuyển quy mô lớn) vào ngày 13/8/2026, đánh dấu một bước tiến quan trọng, thiết lập khung pháp lý sơ bộ nhằm nhận diện và điều tra các hoạt động trung chuyển tiềm ẩn này.

Theo quan điểm của chúng tôi, đây là một yếu tố rủi ro quan trọng khác trong trung hạn. Dù chưa có kết luận chính thức ở giai đoạn hiện tại, các phát hiện bất lợi sau cùng có thể dẫn đến việc áp thuế bổ sung hoặc các biện pháp hạn chế thương mại mới, kéo theo rủi ro sụt giảm tiềm ẩn đối với ngành dệt may Việt Nam. Để có thêm thông tin, nhà đầu tư có thể tham khảo thêm báo cáo phân tích vĩ mô của HSC về thuế quan theo Mục 301 ["Thuế lao động cưỡng bức Mục 301: Tác động hiện vẫn hạn chế"](#) được chúng tôi phát hành ngày 3/8/2026, và báo cáo phân tích về ẩn phẩm ["The Great Transshipment Scam"](#) của Nhà Trắng ["Rủi ro trung chuyển gia tăng song chưa có kết luận rõ ràng"](#) được chúng tôi phát hành ngày 19/8/2026.

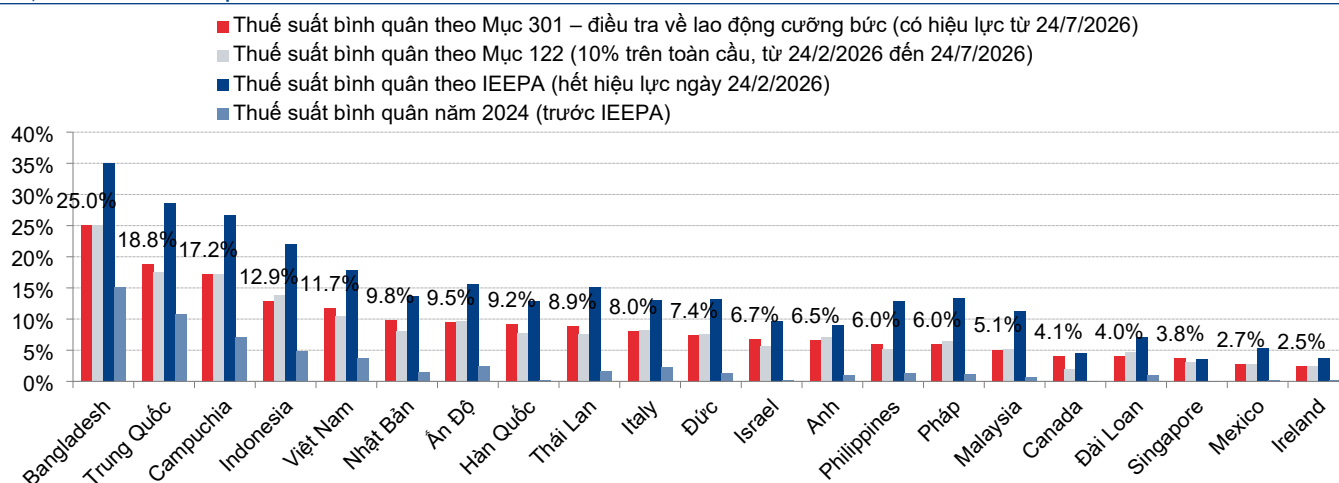
Mối lo ngại lớn nhất không nằm ở thuế quan, mà là sự bất định chính sách

Nhìn chung, HSC nhận thấy sự bất định về mặt chính sách – thay vì mức thuế 12,5% hiện hành – mới chính là rủi ro trọng yếu đối với triển vọng ngành dệt may Việt Nam. Mức chênh lệch thuế quan hiện tại so với các đối thủ xuất khẩu lớn vẫn tương đối khiêm tốn và, theo quan điểm của chúng tôi, hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát. Tuy nhiên, việc Mỹ mở rộng phạm vi điều tra sang các chủ đề dư thừa công suất, bảo hộ sở hữu trí tuệ và gian lận trung chuyển đang tạo ra rủi ro đáng kể về các biện pháp thuế bổ sung, dẫn đến tình trạng thuế chống thuế.

Kịch bản trên tiềm ẩn nguy cơ nới rộng khoảng cách thuế quan bất lợi giữa Việt Nam và các đối thủ xuất khẩu, từ đó làm suy yếu vị thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế, cản trở đà phục hồi của số lượng đơn hàng xuất khẩu và trực tiếp bào mòn tỷ suất lợi nhuận của các nhà sản xuất hàng dệt may trong nước. Chừng nào phạm vi, lộ trình áp dụng và nguy cơ cộng dồn các sắc thuế này chưa được làm rõ, chính sách thương mại của Mỹ vẫn sẽ là biến số rủi ro lớn nhất che phủ lên triển vọng của toàn ngành.

Biểu đồ 11: Thuế nhập khẩu trung bình của Mỹ đối với tất cả các sản phẩm, theo quốc gia

Việc chuyển sang áp dụng khuôn khổ Mục 301 đã khiến mức thuế nhập khẩu trung bình của Mỹ đối với tất cả các sản phẩm nhập khẩu từ Việt Nam và một số nước trong khu vực là các đối tác chủ chốt tăng lên, bao gồm Singapore, Thái Lan, Philippines, Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản



Ghi chú: Việc tính toán mức thuế theo IEEPA dựa trên biểu thuế cuối cùng có hiệu lực trước phán quyết của Tòa án Tối cao Mỹ, bao gồm tất cả các điều chỉnh thuế có hiệu lực từ ngày 7/8/2025 và các thỏa thuận thương mại riêng với từng quốc gia. Ví dụ, mức thuế thực tế áp dụng đối với hàng hóa Trung Quốc giảm 11 điểm phần trăm khi chuyển từ cơ chế IEEPA sang giai đoạn áp dụng Mục 122, sau khi bỏ mức thuế “đối ứng” 10% và mức thuế 10% “liên quan đến fentanyl” sau phán quyết của Tòa án Tối cao.

Nguồn: USTR, Nhà Trắng, HSC

Giữ nguyên dự báo tăng trưởng xuất khẩu 2,5% trong năm 2026

Với KQKD 7 tháng đầu năm 2026 của toàn ngành gần như sát với kỳ vọng, HSC giữ nguyên dự báo mức tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam trong năm 2026 ở mức 2,5%. Tuy nhiên, đối với năm 2027, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng xuất khẩu trước yếu tố bất định ngày càng lớn từ chính sách thương mại của Mỹ, đặc biệt là rủi ro áp thêm các mức thuế bổ sung mang tính cộng dồn như đã thảo luận ở phần trên. Bên cạnh tác động tiềm tàng lên các yếu tố cơ bản, sự bất định về chính sách này nhiều khả năng sẽ tiếp tục là yếu tố đè nặng lên tâm lý nhà đầu tư đối với nhóm cổ phiếu xuất khẩu dệt may niêm yết của Việt Nam.

Chi phí đầu vào leo thang: Thách thức lớn cho tỷ suất lợi nhuận

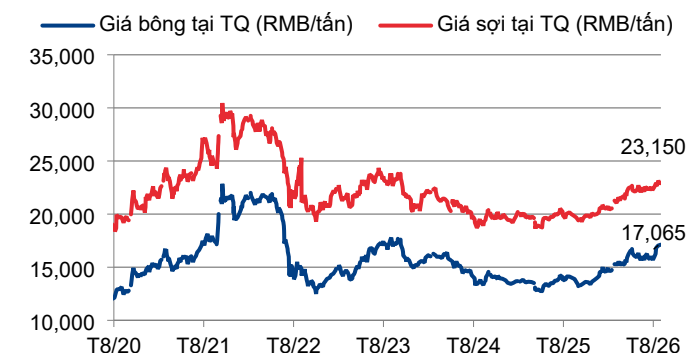
Tính đến cuối tháng 8/2026, giá bông tại thị trường Trung Quốc đã chạm mốc 17.000 RMB/tấn, ghi nhận mức tăng 17% kể từ đầu năm và cao hơn 26% so với bình quân năm 2025. Giá sợi Trung Quốc cũng diễn biến theo xu hướng tương tự, dù mức độ tăng giá bớt gay gắt hơn, chạm mốc 22.900 RMB/tấn, tăng 11% kể từ đầu năm và cao hơn 16% so với bình quân năm 2025. Trong khi đó, giá bông Mỹ ghi nhận đà bứt phá mạnh kể từ tháng 3/2026 lên trên 0,91 USD/lb, tương ứng mức tăng 43% kể từ đầu năm và cao hơn 40% so với bình quân năm 2025.

Trong bối cảnh này, chúng tôi nhận định chi phí đầu vào leo thang là yếu tố rủi ro chính làm thu hẹp tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành trong năm 2027. Khi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục neo ở mức cao hơn nhiều so với cùng kỳ kể từ tháng 3/2026, chúng tôi dự báo chi phí thu mua tăng cao sẽ dẫn phần ảnh vào hàng tồn kho, từ đó gây áp lực bào mòn tỷ suất lợi nhuận gộp khi lượng hàng tồn kho giá thấp cạn kiệt. Tác động này có thể xuất hiện sớm hơn ở các công ty sản xuất bắt buộc phải sớm tiêu thụ lượng nguyên liệu có chi phí cao hơn.

Dù các nhà sản xuất có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm sang khách hàng, nhưng mức độ chuyển giao phụ thuộc phần lớn vào vị thế đàm phán cũng như mối quan hệ với khách hàng của từng công ty. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành sẽ tiếp tục chịu áp lực trong năm 2027, với mức độ tác động có sự phân hóa đáng kể giữa các doanh nghiệp, tùy thuộc vào khả năng thương lượng giá bán và năng lực kiểm soát chi phí đầu vào.

Biểu đồ 12: Giá bông và sợi tại Trung Quốc

Giá bông và sợi của Trung Quốc đã tăng kể từ tháng 3/2026



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Giá bông tại Mỹ

Giá bông tại Mỹ vẫn ở mức cao, trên 0,9 USD/pound



Nguồn: HSC

Bảng 14: Dự báo cũ và mới, các công ty ngành Dệt may trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần của TCM trong khi điều chỉnh nhẹ dự báo đối với TNG

Tỷ đồng	Thực tế 2025	Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
TNG										
Doanh thu thuần	8,699	10,305	10,731	11,175	18.5%	4.1%	4.1%	4.4%	1.2%	-0.4%
Lợi nhuận thuần	393	472	453	493	20.1%	-4.1%	8.9%	9.0%	3.9%	-2.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.6%	4.2%	4.4%	6 điểm cơ bản	-36 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	11 điểm cơ bản	-9 điểm cơ bản
TCM										
Doanh thu thuần	3,644	3,672	3,612	3,815	0.8%	-1.7%	5.6%	-1.4%	-6.3%	-5.1%
Lợi nhuận thuần	269	193	169	189	-28.1%	-12.6%	11.6%	-19.5%	-25.3%	-23.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.4%	5.3%	4.7%	4.9%	-212 điểm cơ bản	-59 điểm cơ bản	27 điểm cơ bản	-118 điểm cơ bản	-119 điểm cơ bản	-116 điểm cơ bản
Tổng										
Doanh thu thuần	12,343	13,977	14,343	14,990	13.2%	2.6%	4.5%	2.8%	-0.8%	-1.6%
Lợi nhuận thuần	662	666	621	681	0.5%	-6.6%	9.6%	-1.1%	-6.1%	-9.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.4%	4.8%	4.3%	4.5%	-60 điểm cơ bản	-43 điểm cơ bản	21 điểm cơ bản	-19 điểm cơ bản	-25 điểm cơ bản	-37 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị

TNG: Số lượng đơn hàng dồi dào; Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng dù giảm giá mục tiêu

Dựa trên KQKD Q2/2026 vượt kỳ vọng cùng với đà tăng trưởng doanh thu được duy trì sang tháng 8/2026, HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, nhưng gần như giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028 nhằm phản ánh quan điểm thận trọng về triển vọng toàn ngành và các giả định về tỷ suất lợi nhuận. Thông tin chi tiết về các dự báo mới của chúng tôi như sau:

- **Doanh thu thuần:** Chúng tôi tăng 4,4% dự báo doanh thu thuần cho năm 2026 nhưng giữ nguyên dự báo cho năm 2027-2028. Theo đó, doanh thu thuần năm 2026 dự kiến đạt khoảng 10,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 18,5%, tương ứng với tốc độ tăng trưởng CAGR 3 năm là 8,7% trong giai đoạn 2025-2028. Đà tăng trưởng doanh thu vẫn vững chắc, nhờ mở rộng công suất, bao gồm việc giải ngân đầu tư nhà máy mới và tích cực tuyển dụng nhân sự nhằm đáp ứng số lượng đơn hàng ngày càng tăng.

Dù vẫn lưu tâm đến rủi ro các đợt áp thuế bổ sung từ Mỹ có thể gây áp lực lên năng lực cạnh tranh của ngành Dệt may Việt Nam, HSC tin rằng năng lực thực thi vượt trội, lịch sử giao hàng uy tín cùng hồ sơ tuân thủ ESG vững chắc sẽ tạo nền tảng vững vàng giúp TNG tiếp nhận dòng đơn hàng từ tệp khách hàng đa dạng. Điều này được thể hiện rõ nét qua cơ cấu doanh thu hiện tại của công ty: Tỷ trọng đóng góp từ thị trường EU đã tăng lên 33,7% tổng doanh thu trong nửa đầu năm

2026 (so với mức 25,5% của cùng kỳ). Tỷ trọng doanh thu từ thị trường Mỹ giảm xuống còn 40,8% (từ mức 47,7% của cùng kỳ).

Chúng tôi cho rằng chiến lược đa dạng hóa thị trường liên tục này sẽ giúp TNG giảm phụ thuộc vào thị trường Mỹ, đồng thời tạo ra vùng đệm phòng vệ trước điều kiện thương mại với Mỹ ngày càng xấu đi.

- **Tỷ suất lợi nhuận:** HSC tăng nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028 sau khi công ty công bố KQKD Q2/2026 vượt kỳ vọng. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng từ năm 2027 trở đi, với dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa ở mức 13,8% (so với 14,2% trong năm 2026), phản ánh mặt bằng chi phí đầu vào neo cao cùng tác động tiềm ẩn từ các đợt áp thuế bổ sung của Mỹ.

Các giả định của chúng tôi có phần thận trọng hơn quan điểm của BLĐ – vốn vẫn tự tin vào khả năng giữ vững tỷ suất sinh lời bất chấp những yếu tố khó khăn này. Tuy nhiên, trên cơ sở số liệu đã được báo cáo, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2027 đạt 13,8%, gần như không đổi so với mức 13,9% của năm 2026 do các khoản mục không thường xuyên tác động đến KQKD năm 2026.

Cần lưu ý rằng, sự chênh lệch giữa tỷ suất lợi nhuận báo cáo và chuẩn hóa trong năm 2026 phản ánh việc ghi nhận chi phí không thường xuyên vào giá vốn hàng bán trong Q1/2026. Khoản chi phí này trên thực tế đã được bù trừ phần lớn nhờ tiền bồi thường bảo hiểm thiệt hại do bão lũ vốn được ghi nhận tại mục thu nhập khác.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, 2027 và 2028 đạt lần lượt 472 tỷ đồng (tăng trưởng 20,1%), 453 tỷ đồng (-4,1% so với cùng kỳ) và 493 tỷ đồng (tăng trưởng 8,9%). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 7,8% và 8,7%, phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi về tỷ suất lợi nhuận từ năm 2027 trở đi.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua và giảm 33% từ mức đỉnh vào đầu tháng 3/2026, TNG hiện đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn (tương đương 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 7,1 lần – mức định giá khá hấp dẫn. So với các công ty cùng ngành, TNG đang giao dịch với P/E năm 2026-2027 lần lượt khoảng 5,7 lần và 5,9 lần, thấp hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước (bao gồm TCM) ở mức khoảng 10 lần (năm 2026) và thấp hơn nhiều so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực ở mức 17,4 lần. Với mức cổ tức tiền mặt hàng năm khoảng 1.500 đồng/cổ phiếu, TNG mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 9%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG, với giá mục tiêu 19.600 đồng, cho thấy tiềm năng tăng giá là 17%.

Bảng 15: Biến động giá cổ phiếu, các công ty ngành Dệt may trong phạm vi phân tích của HSC

Giá cổ phiếu giảm bình quân 11,5% trong 3 tháng vừa qua

	1 tháng	3 tháng	6 tháng	12 tháng
TNG	-1.8%	-5.4%	-25.8%	-1.3%
TCM	1.2%	-17.6%	-29.1%	-38.3%
Bình quân	-0.3%	-11.5%	-27.4%	-19.8%
VN Index	3.5%	2.2%	3.5%	12.7%

Ghi chú: *Dữ liệu tính đến ngày 8/9/2026.
Nguồn: FiinPro, HSC ước tính

Bảng 16: So sánh các công ty cùng ngành, ngành Dệt may

Theo ước tính của chúng tôi, TNG đang giao dịch với P/E 2026 và P/E 2027 khá thấp, trong khi định giá của TCM ở cả hai bội số đều cao

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12 tháng	P/E 2026	P/E 2027
Các công ty cùng ngành trong nước						
Tập đoàn Dệt May Việt Nam	VGT VN	Việt Nam	222	7.0	N/a	N/a
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	132	5.6	6.1	6.2
CTCP Sợi Thế kỷ	STK VN	Việt Nam	50	N/a	N/a	N/a
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			134.8	6.3	6.1	6.2
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	164	13.0	12.8	12.0
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	459	17.2	14.1	12.1
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	7,082	10.4	9.2	8.1
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,578	11.0	10.0	9.0
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	1,104	37.9	28.0	22.1
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	269	113.4	N/a	N/a
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	322	20.8	18.4	15.3
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	596	56.9	29.2	19.3
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			1,572	35.1	17.4	14.0
Bình quân, toàn bộ các công ty cùng ngành			1,180	29.3	16.0	13.0
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	Việt Nam	83	4.9	5.7	5.9
CTCP Dệt may – ĐT – TM Thành Công	TCM VN	Việt Nam	76	10.3	13.7	14.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

TCM: Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do tỷ suất lợi nhuận giảm mạnh

HSC nhận thấy triển vọng lợi nhuận trung hạn từ hoạt động kinh doanh cốt lõi của TCM đang xấu đi. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với các giả định về tỷ suất lợi nhuận.

- **Doanh thu:** Chúng tôi tiếp tục xác định mảng vải là động lực tăng trưởng then chốt nhờ hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sang nguồn cung vải trong nước và được nâng đỡ bởi nhu cầu tiêu thụ vững chắc trong nước.

Ngược lại, triển vọng mảng may mặc cốt lõi có phần ảm đạm hơn do lực cầu từ khách hàng lớn tại các thị trường chủ lực như Hàn Quốc và Nhật Bản suy yếu, khiến nỗ lực đa dạng hóa thị trường xuất khẩu của TCM chưa đủ sức bù đắp khoảng trống doanh thu từ hai thị trường quan trọng này.

Nhằm phản ánh triển vọng thách thức của toàn ngành cùng với quan điểm cập nhật về các yếu tố cơ bản của TCM, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 4,3% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2026-2028. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 10,8% dự báo doanh thu mảng may mặc, đồng thời tăng 9,8% và 10,8% dự báo doanh thu mảng vải và mảng sợi 10,8%, dựa trên kỳ vọng đà tăng trưởng bền vững của mảng vải sẽ phần nào bù đắp cho sự suy yếu của mảng may mặc cốt lõi.

- **Tỷ suất lợi nhuận:** Mặc dù doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ trong Q2/2026, lợi nhuận thuần lại giảm tới 45% so với cùng kỳ, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp. Áp lực thu hẹp tỷ suất lợi nhuận cho thấy công ty không thể chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng. Trước triển vọng bất định về chính sách thuế quan của Mỹ cùng chi phí đầu vào leo thang trong thời gian trong thời gian gần đây, chúng tôi giảm bình quân 1,6 điểm phần trăm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028, lần lượt xuống còn 14%, 13,4% và 13,8%.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, 2027 và 2028 đạt lần lượt 193 tỷ đồng (-28,1% so với cùng kỳ), 169 tỷ đồng (-12,6% so với cùng kỳ) và 189 tỷ đồng (tăng trưởng 11,6%), phản ánh việc điều chỉnh giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận cho cả giai đoạn 2026-2028. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận suy giảm với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2025-2028) ở mức 11,2%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 19% so với VN Index, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 14,4 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), vẫn thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn (hoặc 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 17,8 lần. Trong khi đó, TCM đang giao dịch với P/E năm

2026 và 2027 lần lượt ở mức 13,7 lần và 14,8 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ) với giá mục tiêu mới là 14.900 đồng/cổ phiếu, tương ứng với rủi ro giảm giá 12%.

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

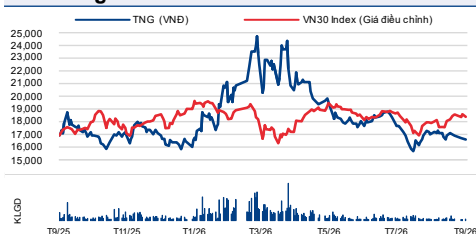
Giá mục tiêu: VNĐ19,600 (từ VNĐ23,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/9/2026)	16,700
Mã Bloomberg	TNG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,677-24,715
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,633
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,150
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	82.8
Slg CP lưu hành (tr.đv)	129
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	63.1
Slg CP NN được mua (tr.đv)	27.8
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	27.4%
Tỷ lệ freefloat	63.2%
Cổ đông lớn	Nguyễn Văn Thời (19.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(1.76)	(5.44)	(1.30)
So với chỉ số	(4.63)	(6.96)	(9.39)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,003	3,043	(1.3)
2027F	2,855	3,202	(10.8)
2028F	3,194	3,343	(4.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TNG là một trong những công ty may mặc lớn nhất Việt Nam, chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hàng may mặc xuất khẩu.

Chuyên viên phân tích

Huỳnh Phương Bảo Khánh

Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
khanh.hp@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ đơn hàng dồi dào; giảm giá mục tiêu

- HSC giảm 17% giá mục tiêu đối với TNG xuống 19.600đ, chủ yếu do áp dụng các giả định định giá thận trọng hơn. Với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.
- HSC điều chỉnh dự báo sau khi KQKD Q2/2026 cao hơn kỳ vọng. Cho năm 2026, chúng tôi nâng 4,4% dự báo doanh thu thuần và 9% dự báo lợi nhuận thuần lên 472 tỷ đồng (tăng trưởng 20%), hơi cao hơn mục tiêu 450 tỷ đồng của TNG. Tuy nhiên, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo cho các năm 2027-2028.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 33% từ mức đỉnh tháng 3/2026 và 5% trong 3 tháng qua, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 7,1 lần, đồng thời có lợi suất cổ tức khoảng 9%.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q2/2026

Lợi nhuận thuần Q2/2026 đạt 150 tỷ đồng, tăng 24,8% so với cùng kỳ (và 148,5% so với quý trước, nhờ yếu tố mùa vụ thường thấy), cao hơn dự báo của HSC. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2026 đạt 210 tỷ đồng, tăng 28,6% so với cùng kỳ và bằng 49% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD. KQKD Q2 vượt dự báo hoàn toàn nhờ mảng may mặc cốt lõi, với doanh thu thuần tăng 15,3% so với cùng kỳ đạt 2.914 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp đi ngang ở mức 14,6%, cao hơn kỳ vọng. Tăng trưởng trong quý chủ yếu đến từ thị trường Tây Âu, tăng 54% so với cùng kỳ, cùng hai đối tác lớn là Decathlon và Haddad. Trong khi đó, doanh thu tại Mỹ gần như đi ngang, còn doanh thu tại Nga giảm 28% so với cùng kỳ.

Gần đây hơn, TNG công bố doanh thu thuần 8 tháng đầu năm 2026 đạt 7.230 tỷ đồng, tăng 22% so với cùng kỳ; riêng doanh thu tháng 7-8 tăng 25,8%, cho thấy đà tăng đơn hàng vẫn tích cực.

Tác động: Nâng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026; giữ nguyên dự báo năm 2027-2028

HSC nâng 4,4% dự báo doanh thu thuần và 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhờ KQKD Q2/2026 cao hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần các năm 2027-2028 do thận trọng hơn đối với các giả định về tỷ suất lợi nhuận. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến đạt 472 tỷ đồng trong năm 2026, 453 tỷ đồng trong năm 2027 và 493 tỷ đồng trong năm 2028.

Dự báo mới của chúng tôi cho giai đoạn 2026-2028 – hơi thấp hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 7,8% (dự báo trước đó: 8,7%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua và 33% từ mức đỉnh, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 7,1 lần - mức định giá này tương đối hấp dẫn, trong khi lợi suất cổ tức đạt khoảng 9%. Chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu xuống 19.600đ do giả định WACC tăng lên mức 9,6% (vì hệ số beta tăng nhẹ), cùng giả định cao hơn về vốn đầu tư và vốn lưu động khiến dòng tiền tự do của TNG giảm đáng kể. Đáng chú ý, chúng tôi nâng giả định vốn đầu tư và vốn lưu động do vốn đầu tư thực tế trong nửa đầu năm 2026 đạt 467 tỷ đồng, gần bằng dự báo trước đó cho cả năm 2026 là 490 tỷ đồng. Với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	882	930	1,055 ▲	1,104	1,188
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	315	393	472 ▲	453	493
EPS ĐC (đồng)	1,889	2,500	3,003 ▲	2,855	3,194
DPS (đồng)	2,000	1,000	1,500 ▼	1,500	1,500
BVPS (đồng)	14,701	15,555	17,509	19,274	21,342
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.29	6.05	5.73	5.79	5.41
P/E ĐC (lần)	8.84	6.68	5.56	5.85	5.23
Lợi suất cổ tức (%)	12.0	5.99	8.98	8.98	8.98
P/B (lần)	1.14	1.07	0.95	0.87	0.78
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	32.3	20.1	(4.90)	11.9
ROAE (%)	16.8	20.2	22.2	19.1	18.8

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm giá mục tiêu do áp dụng giả định định giá thận trọng hơn; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 17%

Lợi nhuận thuần Q2/2026 của TNG tăng trưởng tích cực và cao hơn dự báo, trong khi doanh thu tháng 7-8 vừa công bố tăng 26% so với cùng kỳ, giúp doanh thu thuần 8 tháng đầu năm tăng 22%. Nhờ đó, HSC nâng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng gần như giữ nguyên dự báo các năm 2027-2028 do thận trọng về giả định tỷ suất lợi nhuận. Bên cạnh đó, việc tăng giả định vốn đầu tư và nhu cầu vốn lưu động, cùng với việc tăng nhẹ giả định WACC khiến chúng tôi giảm 17% giá mục tiêu xuống 19.600đ. Sau khi giá cổ phiếu giảm 33% từ mức đỉnh đầu tháng 3/2026, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ, với lợi suất cổ tức 9%. Với tiềm năng tăng giá 17% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Đánh giá KQKD Q2/2026: Tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn kỳ vọng

TNG công bố lợi nhuận thuần Q2/2026 sau soát xét đạt 150 tỷ đồng, tăng 24,8% so với cùng kỳ (và 148,5% so với quý trước nhờ yếu tố mùa vụ thường thấy), cao hơn dự báo của HSC nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn dự kiến. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2026 đạt 210 tỷ đồng, tăng 28,6% so với cùng kỳ và bằng 49,0% dự báo cả năm 2026 của chúng tôi trước kỳ công bố KQKD.

KQKD Q2 vượt dự báo hoàn toàn nhờ mảng kinh doanh may mặc cốt lõi. Doanh thu thuần đạt 2.914 tỷ đồng, tăng 15,3% so với cùng kỳ (và 49,3% so với quý trước); lợi nhuận gộp tăng 14,6% đạt 424 tỷ đồng; và EBIT tăng 15,1% đạt 250 tỷ đồng. Tỷ suất lợi nhuận gộp đi ngang so với cùng kỳ ở mức 14,6%, phục hồi rõ rệt từ mức 12,1% trong Q1/2026. Trong nửa đầu năm 2026, doanh thu thuần đạt 4.866 tỷ đồng, tăng 20,5% so với cùng kỳ, còn lợi nhuận thuần đạt 210 tỷ đồng, tăng 28,6% và bằng 49% dự báo trước đó cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Theo thị trường, châu Âu đóng góp lớn nhất vào mức tăng doanh thu tuyệt đối trong quý. Doanh thu tại châu Âu tăng 54% so với cùng kỳ đạt 991 tỷ đồng và chiếm 34% tổng doanh thu, so với mức 25% trong cùng kỳ năm trước. Mỹ vẫn là thị trường riêng lẻ lớn nhất của TNG, với doanh thu 1.120 tỷ đồng, tương đương 38% doanh thu thuần, và gần như đi ngang khi chỉ tăng 2,7% so với cùng kỳ. Canada tăng 28,7% đạt 254 tỷ đồng, trong khi Nga giảm 28% xuống 220 tỷ đồng. Các thị trường khác tăng 13,4% đạt 329 tỷ đồng.

Bảng 17: KQKD Q2/2026 và 6 tháng đầu năm 2026 hợp nhất, TNG

Lợi nhuận thuần Q2 đạt 150 tỷ đồng, vượt dự báo của chúng tôi là 140 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ	2026 HSCF (cũ)	% HSCF
Doanh thu thuần	2,528	1,952	2,914	15.3%	49.3%	4,038	4,866	20.5%	9,866	49%
Lợi nhuận gộp	370	236	424	14.6%	79.8%	600	660	10.0%	1,329	50%
Chi phí BH&QL	(152)	(122)	(174)	13.9%	41.9%	(273)	(296)	8.5%	(595)	50%
EBIT	218	114	250	15.1%	120.6%	327	364	11.3%	734	50%
Chi phí tài chính ròng	(65)	(63)	(70)	8.1%	11.6%	(120)	(133)	10.1%	(248)	54%
Thu nhập thuần khác	(3)	25	2	-156.0%	-93.4%	(3)	26	N/m	55	48%
Lợi nhuận thuần	120	60	150	24.8%	148.5%	163	210	28.6%	433	49%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.6%	12.1%	14.6%			14.9%	13.6%		13.5%	
Chi phí BH&QL / doanh thu thuần	6.0%	6.3%	6.0%			6.8%	6.1%		6.0%	
Tỷ suất EBIT	8.6%	5.8%	8.6%			8.1%	7.5%		7.4%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.7%	3.1%	5.1%			4.0%	4.3%		4.4%	

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 18: Cơ cấu doanh thu thuần theo thị trường, TNG

Thị trường EU dẫn dắt tăng trưởng doanh thu với mức tăng 54% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/25	Q2/26	So với cùng kỳ
Mỹ	1,090	1,120	2.7%
EU	644	991	54.0%
Canada	197	254	28.7%
Nga	306	220	-28.0%
Các thị trường khác	290	329	13.4%
Doanh thu thuần	2,528	2,914	15.3%

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 19: Cơ cấu doanh thu thuần theo khách hàng, TNG

Decathlon và Haddad dẫn dắt tăng trưởng

Tỷ đồng	Q2/25	Q2/26	So với cùng kỳ
Decathlon	514	789	53.4%
Haddad	104	459	339.0%
Columbia	545	436	-20.0%
Asmara	247	336	36.0%
Khác	1,117	895	-19.9%
Doanh thu thuần	2,528	2,914	15.3%

Nguồn: TNG, HSC

Xét theo khách hàng, trong Q2/2026, doanh thu từ đối tác lớn nhất của TNG là Decathlon tăng 53,4% so với cùng kỳ đạt 789 tỷ đồng, chiếm 27% doanh thu thuần. Haddad nổi bật nhất trong quý với doanh thu tăng 339% so với cùng kỳ đạt 459 tỷ đồng, còn Asmara tăng 36% đạt 336 tỷ đồng. Doanh thu từ Columbia giảm 20% xuống 436 tỷ đồng và từ các khách hàng khác giảm 19,9% xuống 895 tỷ đồng. Bốn khách hàng chiến lược này đóng góp tổng cộng 69% doanh thu thuần Q2/2026, tăng từ mức 56% một năm trước, cho thấy quan hệ hợp tác giữa TNG và các thương hiệu này ngày càng sâu rộng.

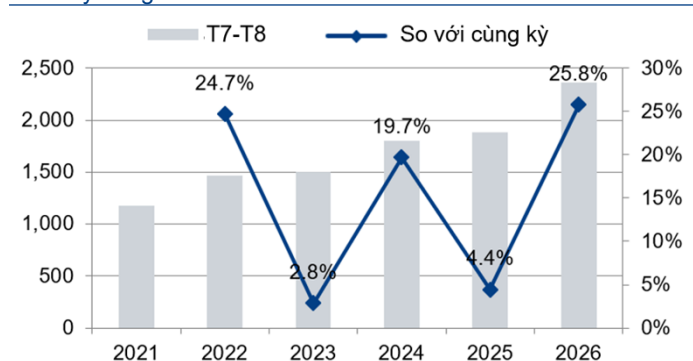
Doanh thu thuần 8 tháng đầu năm 2026 tăng 22% so với cùng kỳ

TNG gần đây đã công bố doanh thu thuần 8 tháng đầu năm 2026 đạt 7.230 tỷ đồng (tăng 22% so với cùng kỳ), bằng 73% dự báo cả năm 2026 của HSC trước kỳ công bố KQKD và 76% kế hoạch doanh thu năm 2026 của Công ty là 9.500 tỷ đồng. Đà tăng doanh thu theo tháng vẫn tích cực, với doanh thu thuần tháng 7 đạt 1.252 tỷ đồng (tăng 29,2% so với cùng kỳ) và tháng 8 đạt 1.114 tỷ đồng (tăng 22%).

Nhìn chung, KQKD cao hơn đáng kể so với kỳ vọng, giúp củng cố quan điểm của chúng tôi là lượng đơn hàng dồi dào cùng năng lực triển khai tốt của TNG sẽ tiếp tục hỗ trợ doanh thu tăng trưởng tích cực trong nửa cuối năm 2026.

Biểu đồ 20: Doanh thu tháng 7 & tháng 8 (tỷ đồng), TNG

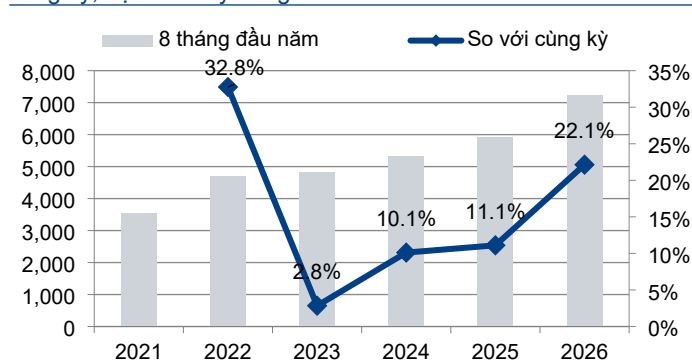
Doanh thu thuần T7-T8/2026 tăng 25,8% so với cùng kỳ, đạt 2.366 tỷ đồng



Nguồn: TNG, HSC

Biểu đồ 21: Doanh thu 8 tháng đầu năm (tỷ đồng), TNG

Theo đó, doanh thu 8 tháng đầu năm 2026 tăng 22,1% so với cùng kỳ, đạt 7.230 tỷ đồng



Nguồn: TNG, HSC

Triển vọng

Thông tin từ BLD

Với doanh thu thuần 8 tháng đầu năm 2026 đạt 7.230 tỷ đồng, BLD tự tin sẽ vượt cả kế hoạch doanh thu 9.500 tỷ đồng và kế hoạch lợi nhuận thuần 450 tỷ đồng, do các nhà máy đã kín đơn hàng từ nay đến cuối năm. Hoạt động sản xuất diễn ra liên tục với lực lượng lao động khoảng 20.000 người và Công ty đã bắt đầu nhận đơn hàng cho mùa vụ năm sau. Theo BLD, nhu cầu đơn hàng không phải là vấn đề đối với TNG. Công ty đã tuyển thêm khoảng 1.000 lao động trong nửa đầu năm 2026 nhưng vẫn chưa thể đáp ứng hết nhu cầu.

Về giá bán, BLD không kỳ vọng giá bán sẽ tăng, điều này nhất quán quan điểm của chúng tôi. TNG dự kiến cạnh tranh bằng chất lượng sản phẩm, thời gian giao hàng

ngắn và năng suất ngày càng cải thiện, thay vì chỉ cạnh tranh về giá. Do đó, BLĐ tin rằng tăng năng suất trên nền doanh thu tăng trưởng tích cực sẽ giúp TNG bảo vệ tỷ suất lợi nhuận gộp trước áp lực chi phí đầu vào tăng.

Dự báo mới: Nâng EPS năm 2026 nhưng giữ nguyên dự báo năm 2027-2028

Sau KQKD Q2/2026 cao hơn kỳ vọng và đà tăng doanh thu tiếp tục duy trì đến tháng 8, HSC nâng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng gần như giữ nguyên dự báo các năm 2027-2028 do thận trọng về triển vọng ngành và về các giả định tỷ suất lợi nhuận. Chi tiết dự báo mới như sau:

- **Doanh thu thuần:** HSC nâng 4,4% dự báo doanh thu thuần năm 2026 nhưng giữ nguyên dự báo các năm 2027-2028. Doanh thu thuần năm 2026 dự báo đạt khoảng 10,3 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 18,5%, tương ứng tăng trưởng với tốc độ CAGR đạt 8,7% trong giai đoạn 2025-2028. Đà tăng doanh thu vẫn tích cực nhờ Công ty tiếp tục mở rộng công suất, bao gồm đầu tư nhà máy mới và tuyển thêm lao động để đáp ứng nhu cầu đơn hàng ngày càng tăng.

Mặc dù rủi ro thuế quan bổ sung của Mỹ có thể làm suy giảm năng lực cạnh tranh của ngành dệt may Việt Nam nhưng chúng tôi vẫn cho rằng năng lực triển khai tốt, thành tích giao hàng đã được chứng minh và việc đáp ứng các tiêu chuẩn ESG giúp TNG có đủ lợi thế để thu hút đơn hàng từ tệp khách hàng đa dạng. Điều này đã thể hiện rõ trong cơ cấu doanh thu hiện tại của Công ty. Cụ thể, tỷ trọng doanh thu từ EU tăng từ 25,5% một năm trước lên 33,7% trong nửa đầu năm 2026, trong khi tỷ trọng từ Mỹ giảm từ 47,7% xuống 40,8% trong cùng giai đoạn.

Chúng tôi cho rằng quá trình đa dạng hóa này sẽ tiếp tục làm giảm mức độ phụ thuộc của TNG vào thị trường Mỹ và tạo vùng đệm trước nguy cơ điều kiện thương mại tại Mỹ xấu đi.

- **Tỷ suất lợi nhuận:** HSC nâng nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028 sau KQKD Q2/2026 cao hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng hơn từ năm 2027 và dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa giảm từ mức 14,2% trong năm 2026 xuống 13,8% trong năm 2027, phản ánh chi phí đầu vào duy trì ở mức cao và tác động tiềm tàng từ thuế quan bổ sung của Mỹ.

Các giả định của chúng tôi thận trọng hơn phần nào so với quan điểm của BLĐ – BLĐ tin rằng Công ty vẫn có thể duy trì khả năng sinh lời bất chấp những yếu tố bất lợi trên. Tuy nhiên, trên cơ sở số liệu báo cáo, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2027 đạt 13,8%, nhìn chung ổn định so với mức 13,9% trong năm 2026, do tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2026 chịu ảnh hưởng của các khoản mục không thường xuyên.

Như đã đề cập, chênh lệch giữa tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo và chuẩn hóa trong năm 2026 phản ánh các khoản chi phí không thường xuyên ghi nhận vào giá vốn hàng bán trong Q1/2026. Phần lớn các chi phí này được bù đắp nhờ khoản bồi thường bảo hiểm liên quan đến lũ lụt, ghi nhận trong thu nhập khác.

- **Chi phí bán hàng & quản lý:** HSC nâng nhẹ bình quân 3,4% dự báo chi phí quản lý & bán hàng trong giai đoạn 2026-2028.
- **Lãi tài chính:** HSC nâng bình quân khoảng 4,1% dự báo lãi tài chính trong giai đoạn 2026-2028, phản ánh lãi tỷ giá trong nửa đầu năm 2026 thấp hơn kỳ vọng và lãi tỷ giá cao hơn một chút so với dự kiến. Chi phí lãi vay nhìn chung sát với dự báo.
- **Thu nhập khác:** HSC giảm dự báo thu nhập thuần khác liên quan đến khoản bồi thường bảo hiểm do lũ lụt từ 55 tỷ đồng xuống 40 tỷ đồng, tương ứng kỳ vọng khoảng 14 tỷ đồng được ghi nhận trong nửa cuối năm 2026. Khoản thu nhập này không còn phát sinh từ năm 2027.

Bảng 22: Tóm tắt những điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2026-2028, TNG

Chúng tôi nâng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhưng hầu như giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần năm 2027-2028

Tỷ đồng	2025	Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8,699	10,305	10,731	11,175	18.5%	4.1%	4.1%	4.4%	1.2%	-0.4%
Lợi nhuận gộp	1,239	1,427	1,484	1,575	15.2%	4.0%	6.1%	7.4%	3.9%	0.8%
Chi phí BH&QL	(559)	(615)	(650)	(686)	10.0%	5.6%	5.6%	3.4%	3.4%	3.4%
Chi phí tài chính ròng	(205)	(262)	(269)	(273)	27.8%	2.6%	1.6%	5.8%	5.2%	1.3%
Thu nhập thuần khác	10	40	-	-	314.4%	-100.0%	N.m	-27.3%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận thuần	393	472	453	493	20.1%	-4.1%	8.9%	9.0%	3.9%	-2.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo	14.2%	13.9%	13.8%	14.1%	-40 điểm cơ bản	-2 điểm cơ bản	26 điểm cơ bản	38 điểm cơ bản	36 điểm cơ bản	16 điểm cơ bản
Tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa*	14.3%	14.2%	13.8%	14.1%	-16 điểm cơ bản	-35 điểm cơ bản	26 điểm cơ bản	24 điểm cơ bản	36 điểm cơ bản	16 điểm cơ bản
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.4%	6.0%	6.1%	6.1%	-46 điểm cơ bản	9 điểm cơ bản	9 điểm cơ bản	-6 điểm cơ bản	13 điểm cơ bản	23 điểm cơ bản
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.6%	4.2%	4.4%	6 điểm cơ bản	-36 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	19 điểm cơ bản	11 điểm cơ bản	-9 điểm cơ bản

Ghi chú: *Loại trừ ảnh hưởng của các khoản thu nhập và chi phí liên quan đến đợt lỗ lự trong Q4/25.
Nguồn: TNG, HSC ước tính

Bảng 23: Dự báo Q3/2026 và 6 tháng cuối năm 2026, TNG

Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần Q3/2026 sẽ đạt 141 tỷ đồng (tăng 20,7% so với cùng kỳ) & lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 đạt 262 tỷ đồng (tăng 14,6% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q3/25	Q2/26	Q3/26F	So với cùng kỳ	Q4/26F	So với cùng kỳ	6 tháng cuối 2025	6 tháng cuối 2026	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	2,633	2,914	3,159	20.0%	2,279	12.4%	4,660	5,438	16.7%
Lợi nhuận gộp	360	424	427	18.6%	344	11.4%	669	767	14.8%
Lợi nhuận thuần	117	150	141	20.7%	123	10.5%	229	262	14.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13.7%	14.6%	13.5%		15.1%		14.3%	14.1%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.4%	5.1%	4.5%		5.4%		4.9%	4.8%	

Nguồn: TNG, HSC ước tính

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 đạt 472 tỷ đồng (tăng trưởng 20,1%); sau đó đạt 453 tỷ đồng trong năm 2027 (giảm nhẹ 4,1%) và 493 tỷ đồng trong năm 2028 (tăng trưởng 8,9%). Dự báo mới tương ứng tốc độ CAGR 3 năm là 7,8% đối với lợi nhuận thuần (trước đó: 8,7%) và 8,7% đối với doanh thu thuần (trước đó: 8,8%), phản ánh quan điểm thận trọng của HSC về các giả định tỷ suất lợi nhuận từ năm 2027. Chi tiết dự báo được trình bày tại Bảng 22; trong khi dự báo Q3/2026 và nửa cuối năm 2026 được trình bày tại Bảng 23.

Giảm 17% giá mục tiêu do dòng tiền tự do giảm; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 17,3% giá mục tiêu xuống 19.600đ (từ 23.713đ trước đó), chủ yếu do áp dụng giả định thận trọng hơn về dòng tiền tự do, bao gồm nhu cầu vốn đầu tư cao hơn, vốn lưu động chiếm dụng nhiều hơn và WACC tăng nhẹ. Theo đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG, với tiềm năng tăng giá 17% tại thị giá hiện tại.

Chúng tôi tiếp tục dùng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá TNG. Trong mô hình cập nhật, chúng tôi giả định vốn đầu tư và nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể để phản ánh việc Công ty tiếp tục mở rộng công suất và đầu tư vào các cơ sở sản xuất mới. Đáng chú ý, vốn đầu tư thực tế trong nửa đầu năm 2026 đạt 467 tỷ đồng, đã gần bằng dự báo trước đó cho cả năm của chúng tôi là 490 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi hiện dự báo dòng tiền tự do của doanh nghiệp chuyển sang âm 33 tỷ đồng trong năm 2026, trước khi dương trở lại từ năm 2027.

Chúng tôi cũng nâng nhẹ giả định beta lên 1, khiến giả định WACC tăng từ mức 9,4% trong định giá trước lên 9,6%. Các giả định chính khác không thay đổi và được trình bày chi tiết tại Bảng 24, bao gồm tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%.

Bảng 24: Tính toán WACC, TNG

Giả định WACC mới là 9,6%

	Mới	Cũ
Tỷ trọng vốn CSH	50%	50%
Beta	1.0	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Chi phí vốn CSH	12.8%	12.4%
Tỷ trọng nợ	50%	50%
Chi phí nợ	8.0%	8.0%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.4%	6.4%
WACC	9.6%	9.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TNG

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	472	453	493	516	541
+ Khấu hao	243	269	300	319	329
+ Chi phí lãi vay * (1-thuế suất)	221	226	237	249	256
- Thay đổi vốn lưu động	(329)	(289)	(279)	(277)	(259)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(640)	(588)	(350)	(350)	(350)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	(33)	70	400	457	517

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Định giá DCF giữa năm 2027

Giá mục tiêu là 19.606đ/cp

	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Giá trị hợp lý cuối 2026	22,779	18,839	-17.3%
Giá trị hợp lý cuối 2027	24,646	20,373	-17.3%
Giá mục tiêu giữa 2027	23,713	19,606	-17.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Định giá DCF cuối năm 2026, TNG

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 18.839đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn	6,966
Giá trị của doanh nghiệp	5,387
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	977
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,410
Tiền mặt (cuối 2026)	883
Nợ (cuối 2026)	3,845
Giá trị của vốn CSH	2,425
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	128.7
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	18,839

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Định giá DCF cuối năm 2027, TNG

Giá trị hợp lý của cổ phiếu là 20.373đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn	6,966
Giá trị của doanh nghiệp	5,936
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,104
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,832
Tiền mặt (cuối 2027)	682
Nợ (cuối 2027)	3,995
Giá trị của vốn CSH	2,623
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	128.7
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	20,373

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 29: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TNG

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	17,871	16,448	15,109	13,847	12,656
	1.5%	20,297	18,708	17,218	15,820	14,503
	2.0%	23,065	21,276	19,606	18,044	16,579
	2.5%	26,255	24,221	22,331	20,572	18,930
	3.0%	29,970	27,631	25,471	23,470	21,612

Nguồn: HSC ước tính

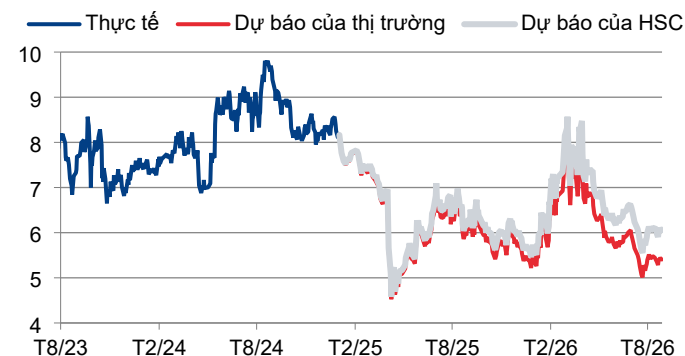
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 5% trong 3 tháng qua và thấp hơn 33% so với mức đỉnh đầu tháng 3/2026, TNG đang giao dịch ở mức P/E dự phóng 12 tháng tới là 5,7 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn (tương đương 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở

mức 7,1 lần. Với DPS hằng năm khoảng 1.500đ, lợi suất cổ tức đạt khoảng 9%. So với các doanh nghiệp cùng ngành, P/E dự phóng năm 2026 và 2027 của TNG lần lượt ở mức khoảng 5,7 lần và 5,9 lần, thấp hơn mức khoảng 10 lần của các doanh nghiệp trong nước trong năm 2026 và thấp hơn đáng kể so với bình quân 17,4 lần của các doanh nghiệp trong khu vực.

Biểu đồ 30: P/E trượt dự phóng 1 năm, TNG

Dựa trên ước tính của chúng tôi, TNG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 5,7 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 31: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TNG

...thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 8/2023 là 7,1 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 32: Định giá các công ty cùng ngành, TNG

TCM đang giao dịch với P/E 2026 và P/E 2027 lần lượt là 5,7 lần và 5,9 lần

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12 tháng	P/E 2026	P/E 2027
Các công ty cùng ngành trong nước						
CTCP Dệt may – ĐT – TM – Thành Công	TCM VN	Việt Nam	76	10.3	13.7	14.8
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGIT VN	Việt Nam	222	7.0	N/a	N/a
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	132	5.6	6.1	6.2
CTCP Sợi Thế kỷ	STK VN	Việt Nam	50	N/a	N/a	N/a
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			120	7.6	9.9	10.5
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	164	13.0	12.8	12.0
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	459	17.2	14.1	12.1
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	7,082	10.4	9.2	8.1
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,578	11.0	10.0	9.0
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	1,104	37.9	28.0	22.1
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	269	113.4	N/a	N/a
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	322	20.8	18.4	15.3
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	596	56.9	29.2	19.3
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			1,572	35.1	17.4	14.0
Bình quân toàn bộ các công ty cùng ngành			1,088	27.6	15.7	13.2
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	TNG VN	Việt Nam	83	4.9	5.7	5.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	7,656	8,699	10,305	10,731	11,175
Lợi nhuận gộp	1,182	1,239	1,427	1,484	1,575
Chi phí BH&QL	(535)	(559)	(615)	(650)	(686)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	647	680	812	834	889
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(262)	(269)	(273)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(10.4)	9.65	40.0	0	0
LN TT	390	485	590	566	616
Chi phí thuế TNDN	(75.7)	(91.6)	(118)	(113)	(123)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	315	393	472	453	493
Lợi nhuận thuần ĐC	243	322	387	368	411
EBITDA ĐC	882	930	1,055	1,104	1,188
EPS (đồng)	1,889	2,500	3,003	2,855	3,194
EPS ĐC (đồng)	1,889	2,500	3,003	2,855	3,194
DPS (đồng)	2,000	1,000	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	129	129	129	129	129
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	129	129	129	129	129
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	129	129	129	129	129

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	445	317	417	215	429
Đầu tư ngắn hạn	260	467	467	467	467
Phải thu khách hàng	740	1,013	1,248	1,380	1,525
Hàng tồn kho	1,074	1,446	1,656	1,848	2,014
Các tài sản ngắn hạn khác	118	126	159	166	173
Tổng tài sản ngắn hạn	2,638	3,368	3,947	4,075	4,608
TSCĐ hữu hình	1,961	2,456	2,836	3,138	3,172
TSCĐ vô hình	156	260	277	294	311
Bất động sản đầu tư	300	304	295	285	275
Đầu tư dài hạn	610	368	368	368	368
Đầu tư vào Cty LD,LK	141	141	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	11.4	12.1	12.9	12.9	12.9
Tổng tài sản dài hạn	3,179	3,541	3,789	4,098	4,139
Tổng cộng tài sản	5,817	6,910	7,735	8,173	8,747
Nợ ngắn hạn	1,607	2,371	2,730	3,072	3,414
Phải trả người bán	777	862	986	1,027	1,067
Nợ ngắn hạn khác	326	516	461	478	494
Tổng nợ ngắn hạn	2,751	3,818	4,234	4,636	5,036
Nợ dài hạn	1,093	956	1,114	922	830
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	80.4	133	133	133	133
Tổng nợ dài hạn	1,173	1,089	1,247	1,055	963
Tổng nợ phải trả	3,924	4,907	5,481	5,691	5,999
Vốn chủ sở hữu	1,892	2,002	2,254	2,481	2,747
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	1,892	2,002	2,254	2,481	2,747
Tổng nợ phải trả và VCSH	5,817	6,910	7,735	8,173	8,747
BVPS (đ)	14,701	15,555	17,509	19,274	21,342
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,255	3,010	3,428	3,780	3,816

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	647	680	812	834	889
Khấu hao	(235)	(250)	(243)	(269)	(300)
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(262)	(269)	(273)
Thuế TNDN đã nộp	(67.7)	(61.8)	(118)	(113)	(123)
Thay đổi vốn lưu động	(35.6)	(493)	(576)	(575)	(582)
Khác	(217)	(168)	(222)	(269)	(273)
LCT thuần từ HKKD	746	419	415	430	507
Đầu tư TS dài hạn	(254)	(689)	(640)	(588)	(350)
Góp vốn & đầu tư	(245)	(193)	0	0	0
Thanh lý	4.50	2.48	0	0	0
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(494)	(880)	(640)	(588)	(350)
Cổ tức trả cho CSH	(143)	(273)	(193)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	52.5	606	517	150	250
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(91.0)	333	324	(43.1)	56.9
Tiền & tương đương tiền đầu kì	284	445	317	417	215
LCT thuần trong kỳ	161	(128)	99.4	(202)	214
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.21)	0.73	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	445	317	417	215	429
Dòng tiền tự do	492	(270)	(225)	(158)	157

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.4	14.2	13.9	13.8	14.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.5	10.7	10.2	10.3	10.6
Tỷ suất LNT (%)	4.11	4.52	4.58	4.22	4.41
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.4	18.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.86	13.6	18.5	4.14	4.14
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	18.4	5.44	13.5	4.61	7.66
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.0	32.3	20.1	(4.90)	11.9
Tăng trưởng EPS (%)	12.0	32.3	20.1	(4.90)	11.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	32.3	20.1	(4.90)	11.9
Tăng trưởng DPS (%)	150	(50.0)	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	106	40.0	50.0	52.5	47.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.8	20.2	22.2	19.1	18.8
ROACE (%)	22.5	22.1	24.6	23.7	24.5
Vòng quay tài sản (lần)	1.39	1.37	1.41	1.35	1.32
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.15	0.62	0.51	0.51	0.57
Số ngày tồn kho	60.6	70.7	68.1	72.9	76.6
Số ngày phải thu	41.7	49.6	51.3	54.5	58.0
Số ngày phải trả	43.8	42.2	40.6	40.6	40.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	120	151	153	153	139
Nợ/tài sản (%)	46.5	48.2	49.8	49.0	48.7
EBIT/lãi vay (lần)	2.63	3.32	3.10	3.10	3.26
Nợ/EBITDA (lần)	3.07	3.58	3.65	3.63	3.58
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.96	0.88	0.93	0.88	0.92
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.61	0.65	0.59	0.60	0.58
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.29	6.05	5.73	5.79	5.41
P/E (lần)	8.84	6.68	5.56	5.85	5.23
P/E ĐC (lần)	8.84	6.68	5.56	5.85	5.23
P/B (lần)	1.14	1.07	0.95	0.87	0.78
Lợi suất cổ tức (%)	12.0	5.99	8.98	8.98	8.98

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ)

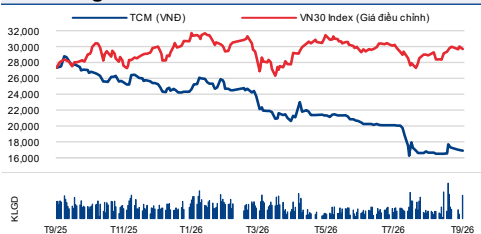
Giá mục tiêu: VNĐ14,900 (từ VNĐ22,286)

Tiềm năng tăng/giảm: -11.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (8/9/2026)	16,850
Mã Bloomberg	TCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,300-28,794
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	16,917
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,982
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	76.3
Slg CP lưu hành (tr.đv)	118
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	58.8
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0.02
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.1%
Tỷ lệ sở hữu của NN	50.0%
Tỷ lệ freefloat	44.4%
Cổ đông lớn	E-land (47.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.20	(17.6)	(38.3)
So với chỉ số	(1.75)	(18.9)	(43.4)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,232	1,629	(24.4)
2027F	1,140	1,556	(26.7)
2028F	1,344	1,738	(22.6)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TCM là một trong số ít các doanh nghiệp dệt may Việt Nam có dây chuyền sản xuất hoàn thiện từ sản xuất sợi đến vải và hàng may mặc.

Chuyên viên phân tích

Huỳnh Phương Bảo Khánh

Chuyên viên, Ngành Hàng Tiêu Dùng
khanh.hpb@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Trần Hương Mỹ

Giám Đốc, Ngành Hàng Tiêu Dùng
my.th@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 362

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp mạnh

- HSC giảm 33% giá mục tiêu đối với TCM xuống còn 14.900 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 sau khi công ty công bố KQKD Q2/2026 kém khả quan. Với rủi ro giảm giá 12% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng (từ Năm giữ).
- Lợi nhuận thuần Q2/2026 đạt 45 tỷ đồng, giảm 45% so với cùng kỳ và thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC. Dựa trên yếu tố này, chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh tỷ suất lợi nhuận gộp suy yếu, trong bối cảnh TCM không thể chuyển phần chi phí đầu vào tăng thêm sang khách hàng. Dự báo cho năm 2026 cho thấy lợi nhuận thuần giảm 28,1% so với cùng kỳ.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 14,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn (hoặc 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 17,8 lần. Xét đến P/E năm 2026 và 2027, TCM có định giá đắt hơn so với các công ty cùng ngành.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q2/2026

KQKD Q2/2026 tiếp tục gây thất vọng khi lợi nhuận thuần giảm 45% so với cùng kỳ (-31% so với quý trước) xuống còn 45 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, lợi nhuận thuần đạt 111 tỷ đồng, hoàn thành 46% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Doanh thu thuần trong quý tăng 11% so với cùng kỳ đạt 968 tỷ đồng, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp lại thu hẹp 4,9 điểm phần trăm so với cùng kỳ xuống còn 13,5% (so với 18,4% trong Q2/2025). Xét theo mảng kinh doanh, doanh thu mảng vải tăng 38% so với cùng kỳ và mảng sợi cũng các mảng khác tăng 41% so với cùng kỳ, qua đó bù đắp cho diễn biến đi ngang của mảng may mặc cốt lõi. Xét theo thị trường, doanh thu trong nước ghi tăng mạnh nhất, với mức tăng 69% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu từ thị trường Mỹ tăng 24% so với cùng kỳ. Ngược lại, doanh thu từ thị trường Hàn Quốc và Nhật Bản giảm lần lượt 22% và 13% so với cùng kỳ.

Tác động: Giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC nhận thấy triển vọng của TCM ngày càng trở nên thách thức hơn, khi đã tăng trưởng của mảng vải chỉ đủ để bù đắp phần nào cho sự suy yếu của mảng may mặc cốt lõi, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp tiếp tục chịu áp lực. Nhìn chung, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, chủ yếu do điều chỉnh giảm 1,6 điểm phần trăm dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần sẽ giảm 28,1% so với cùng kỳ (xuống còn 193 tỷ đồng) trong năm 2026 và giảm tiếp 12,6% so với cùng kỳ (xuống còn 169 tỷ đồng) trong năm 2027, trước khi hồi phục trở lại 11,6% so với cùng kỳ (lên mức 189 tỷ đồng) vào năm 2028.

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần – thấp hơn nhiều so với bình quân dự báo thị trường – suy giảm với tốc độ CAGR 3 năm là -11,2% (trước đây là -3,1%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 19% so với VN Index, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 14,4 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn (hoặc 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 17,8 lần. Mặc dù vậy, với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 13,7 lần và 14,8 lần, TCM đang có định giá đắt hơn so với các công ty cùng ngành. HSC giảm 33% giá mục tiêu xuống 14.900 đồng/cổ phiếu (so với mức 22.286 đồng/cổ phiếu trước đây) nhằm phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và tạm thời loại bỏ phần đóng góp của dự án TC Tower vào vốn CSH. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng từ Năm giữ, với rủi ro giảm giá 12% tại giá mục tiêu mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	434	428	372 ▼	355 ▼	390 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	276	269	193 ▼	169 ▼	189 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,995	2,059	1,232 ▼	1,140 ▼	1,344 ▼
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
BVPS (đồng)	19,222	20,708	22,042	22,907	24,122
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.84	4.01	4.55	4.82	4.36
P/E ĐC (lần)	8.45	8.19	13.7	14.8	12.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.97	2.97	2.97	2.97
P/B (lần)	0.88	0.81	0.76	0.74	0.70
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	81.7	3.20	(40.2)	(7.47)	17.9
ROAE (%)	13.0	11.5	7.69	6.39	6.82

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giảm 33% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

KQKD Q2/2026 của TCM đáng thất vọng, với lợi nhuận thuần giảm 45% so với cùng kỳ và thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC. Dựa trên kết quả này – đồng thời phản ánh quan điểm cập nhật về triển vọng toàn ngành lần nội tại doanh nghiệp – chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028. Về mặt doanh thu, mảng vải được kỳ vọng tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực và bù đắp cho sự suy yếu của mảng may mặc cốt lõi, qua đó giữ doanh thu ở trạng thái gần như đi ngang. Tuy nhiên, áp lực thu hẹp tỷ suất lợi nhuận mới là mối lo ngại lớn nhất của chúng tôi, xuất phát từ việc chi phí đầu vào duy trì ở mức cao trong thời gian gần đây kết hợp với triển vọng thuế quan bất định tại thị trường Mỹ. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và loại bỏ phần đóng góp giá trị vốn chủ sở hữu từ dự án TC Tower, chúng tôi giảm 33% giá mục tiêu xuống còn 14.900 đồng/cổ phiếu (tương ứng với rủi ro giảm giá 12%) và hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng. Trong khi đó, TCM đang giao dịch với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 13,7 lần và 14,8 lần, cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành.

Q2/2026: KQKD đáng thất vọng và thấp hơn nhiều so với kỳ vọng

TCM vừa công bố KQKD Q2/2026 kém tích cực với lợi nhuận thuần giảm 44,5% so với cùng kỳ (-31% so với quý trước) xuống còn 45 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC. Mặc dù doanh thu thuần tăng 10,9% so với cùng kỳ lên 968 tỷ đồng, khả năng sinh lời lại giảm mạnh khi chi phí nhân công, nguyên vật liệu và năng lượng đồng loạt tăng cao, khiến tỷ suất lợi nhuận trong quý thu hẹp đáng kể.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2026, lợi nhuận thuần giảm 31% so với cùng kỳ đạt 111 tỷ đồng, hoàn thành chỉ 46% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi và doanh thu thuần tăng 5% so với cùng kỳ, đạt 1.978 tỷ đồng, hoàn thành 53% dự báo trước đây cho cả năm 2026. Nhìn chung, lợi nhuận đang thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi, cho thấy khả năng sinh lời giảm mạnh hơn so với dự báo trước đây.

Mảng vải dẫn dắt tăng trưởng, nhờ nhu cầu trong nước vững chắc

Động lực tăng trưởng doanh thu Q2/2026 chủ yếu đến từ mảng vải với mức tăng 38% so với cùng kỳ, cùng với mảng sợi và các sản phẩm khác tăng 41% so với cùng kỳ. Mức tăng trưởng này đã bù đắp phần lớn cho KQKD kém khả quan của mảng may mặc cốt lõi – mảng có doanh thu gần như đi ngang trong quý. Đúng như kỳ vọng, mảng vải tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của TCM, hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng của các nhà sản xuất trong nước nhằm tìm kiếm nguồn vải xuất xứ trong nước để đáp ứng quy tắc xuất xứ và tận dụng ưu đãi thuế quan từ EVFTA và CPTPP.

Xét theo thị trường, doanh thu vải tại Việt Nam tăng trưởng ấn tượng nhất với mức tăng 69% so với cùng kỳ, đạt 161 tỷ đồng, nhờ nhu cầu trong nước đối với các sản phẩm vải khá vững chắc. Nhờ đó, thị trường trong nước vươn lên trở thành thị trường đóng góp doanh thu lớn thứ hai của TCM trong Q2/2026, chỉ xếp sau thị trường Mỹ – nơi doanh thu đạt mức tăng 24% so với cùng kỳ, đạt 228 tỷ đồng. Ngược lại, các thị trường xuất khẩu truyền thống tiếp tục đối mặt với nhiều khó khăn khi Hàn Quốc và Nhật Bản lần lượt ghi nhận mức sụt giảm doanh thu 22% và 13% so với cùng kỳ. Diễn biến này làm nổi bật sự phân hóa rõ nét giữa lực cầu trong nước và sức mua tại các thị trường xuất khẩu.

Bảng 33: KQKD Q2/2026 và 6 tháng đầu năm 2026 hợp nhất, TCM

Lợi nhuận thuần giảm mạnh 44,5% so với cùng kỳ trong Q2 và giảm 30,6% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2026

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	873	1,010	968	10.9%	-4.2%	1,884	1,978	5.0%
Lợi nhuận gộp	160	152	130	-18.8%	-14.5%	324	283	-12.8%
Chi phí BH&QL	(65)	(77)	(73)	11.8%	-5.7%	(138)	(150)	8.3%
EBIT	95	75	58	-39.7%	-23.6%	186	133	-28.5%
Lợi nhuận (chi phí) tài chính ròng	7	5	(1)	N/a	N/a	16	4	-76.7%
Lợi nhuận thuần	81	66	45	-44.5%	-31.2%	160	111	-30.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.4%	15.1%	13.5%			17.2%	14.3%	
Chi phí BH&QL / doanh thu thuần	7.5%	7.6%	7.5%			7.4%	7.6%	
Tỷ suất EBIT	10.9%	7.5%	5.9%			9.9%	6.7%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.3%	6.5%	4.7%			8.5%	5.6%	

Nguồn: TNG, HSC ước tính

Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp 4,9 điểm phần trăm so với cùng kỳ

Mặc dù doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ, lợi nhuận gộp Q2/2026 giảm 19% so với cùng kỳ (-15% so với quý trước) xuống còn 130 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh 4,9 điểm phần trăm xuống còn 13,5% (so với 18,4% trong Q2/2025 và 15,1% trong Q1/2026). Theo BLĐ, tình trạng xói mòn của tỷ suất lợi nhuận phản ánh việc chi phí nguyên vật liệu, năng lượng và nhân công tăng đáng kể, trong khi giá bán gần như không đổi và không đủ để bù đắp phần chi phí tăng thêm. Dù xu hướng áp lực lên tỷ suất lợi nhuận nằm trong dự liệu của chúng tôi, mức độ thu hẹp trên thực tế lại nghiêm trọng hơn nhiều so với kỳ vọng.

Do đó, tỷ suất lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2026 giảm xuống còn 14,3% (từ mức 17,2% trong 6 tháng đầu năm 2025), kéo lợi nhuận gộp giảm 13% so với cùng kỳ bất chấp đà phục hồi của doanh thu. Kết quả này cho thấy áp lực lạm phát chi phí đang tạo ra lực cản nặng nề đối với TCM hơn nhiều so với dự báo trước đây, làm khả năng sinh lời của công ty giảm rõ rệt.

Bảng 34: Cơ cấu doanh thu thuần Q2 và 6 tháng đầu năm 2026 theo mảng sản phẩm, TCM

Trong Q2/26, vải tiếp tục là mảng tăng trưởng chính, tăng 37,7% so với cùng kỳ trong khi mảng may mặc đi ngang so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Hàng may mặc	634	747	637	0.4%	-14.7%	1,413	1,385	-2.0%
Vải	173	178	238	37.7%	33.7%	324	415	28.2%
Sợi	54	79	79	48.4%	0.9%	124	158	27.3%
Khác	13	6	14	9.7%	126.4%	23	20	-12.5%
Doanh thu thuần	873	1,010	968	10.9%	-4.2%	1,884	1,978	5.0%

Nguồn: TNG, HSC ước tính

Bảng 35: Cơ cấu doanh thu thuần Q2 và 6 tháng đầu năm 2026 theo thị trường, TCM

Doanh thu tại Hàn Quốc và Nhật Bản giảm đáng kể, nhưng được bù đắp bởi tăng trưởng tại các thị trường khác, bao gồm Mỹ, Việt Nam và EU

Tỷ đồng	Q2/25	Q1/26	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	6T26	So với cùng kỳ
Mỹ	184	140	228	24.1%	63.3%	325	368	13.2%
Hàn Quốc	166	298	129	-22.1%	-56.7%	506	427	-15.5%
Nhật Bản	145	160	126	-13.3%	-21.4%	358	286	-20.1%
Việt Nam	95	145	161	69.3%	11.0%	185	305	65.2%
Canada	89	59	96	7.8%	62.2%	130	155	18.7%
EU	65	73	110	68.8%	51.6%	130	183	40.7%
Khác	129	135	118	-8.5%	-12.8%	250	253	1.5%
Tổng	873	1,010	968	10.9%	-4.2%	1,884	1,978	5.0%

Nguồn: TNG, HSC ước tính

Chi phí bán hàng & quản lý tăng và doanh thu tài chính giảm tạo thêm áp lực lên lợi nhuận

Trong quý, chi phí bán hàng & quản lý tăng 12% so với cùng kỳ đạt 73 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí nhân công tăng 26% so với cùng kỳ lên 54 tỷ đồng, tiếp tục tạo gánh nặng lên lợi nhuận thuần, dù tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu vẫn duy

trì ổn định ở mức 7,5%. Bên cạnh đó, lợi nhuận HĐ tài chính đảo chiều từ mức lãi 7 tỷ đồng trong Q2/2025 sang chi phí tài chính thuần khoảng 1 tỷ đồng trong quý này, chủ yếu do lãi tỷ giá thực hiện giảm 78% so với cùng kỳ xuống còn 4 tỷ đồng (so với mức 17 tỷ đồng trong Q2/2025).

Dự báo mới: Giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC nhận thấy triển vọng lợi nhuận trung hạn từ HĐKD cốt lõi của TCM đang xấu đi. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 nhằm phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với các giả định về tỷ suất lợi nhuận. Chi tiết như sau:

- **Doanh thu:** Chúng tôi tiếp tục xác định mảng vải là động lực tăng trưởng then chốt, hưởng lợi từ xu hướng chuyển dịch sang nguồn cung vải trong nước và được nâng đỡ bởi nhu cầu tiêu thụ vững chắc trong nước.

Ngược lại, triển vọng mảng may mặc cốt lõi có phần ảm đạm hơn do lực cầu từ khách hàng lớn tại các thị trường chủ lực như Hàn Quốc và Nhật Bản suy yếu, khiến nỗ lực đa dạng hóa thị trường xuất khẩu của TCM chưa đủ sức bù đắp khoảng trống doanh thu từ hai thị trường quan trọng này.

Nhằm phản ánh triển vọng thách thức của toàn ngành cùng với quan điểm cập nhật về các yếu tố cơ bản của TCM, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 4,3% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2026-2028. Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 10,8% dự báo doanh thu mảng may mặc, đồng thời tăng 9,8% và 10,8% dự báo doanh thu mảng vải và mảng sợi 10,8%, dựa trên kỳ vọng đã tăng trưởng bền vững của mảng vải sẽ phần nào bù đắp cho sự suy yếu của mảng may mặc cốt lõi.

- **Tỷ suất lợi nhuận:** Mặc dù doanh thu thuần tăng 11% so với cùng kỳ trong Q2/2026, lợi nhuận thuần lại giảm tới 45% so với cùng kỳ, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp. Áp lực thu hẹp tỷ suất lợi nhuận cho thấy công ty không thể chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng. Trước triển vọng bất định về chính sách thuế quan của Mỹ cùng chi phí đầu vào leo thang trong thời gian trong thời gian gần đây, chúng tôi giảm bình quân 1,6 điểm phần trăm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028, lần lượt xuống còn 14%, 13,4% và 13,8%.
- **Chi phí bán hàng & quản lý:** HSC giảm bình quân 4,4% dự báo chi phí bán hàng & quản lý, tương ứng với mức điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần, qua đó duy trì tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu ổn định ở mức khoảng 7,8%.

Theo đó, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026, 2027 và 2028 đạt lần lượt 193 tỷ đồng (-28,1% so với cùng kỳ), 169 tỷ đồng (-12,6% so với cùng kỳ) và 189 tỷ đồng (tăng trưởng 11,6%), phản ánh việc điều chỉnh giảm lần lượt 19,5%, 25,3% và 23,1% (hoặc bình quân 23%) dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần suy giảm với tốc độ CAGR 3 năm (giai đoạn 2025-2028) ở mức -11,2%. Thông tin chi tiết về các dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 được trình bày trong Bảng 36-37.

Bảng 36: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2028, TCM

HSC giảm bình quân 23% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	2025	Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,644	3,672	3,612	3,815	0.8%	-1.7%	5.6%	-1.4%	-6.3%	-5.1%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.3%	14.0%	13.4%	13.8%	-229 điểm cơ bản	-55 điểm cơ bản	38 điểm cơ bản	-166 điểm cơ bản	-163 điểm cơ bản	-156 điểm cơ bản
Lợi nhuận gộp	593	513	485	527	-13.4%	-5.5%	8.6%	-11.9%	-16.4%	-14.7%
Chi phí BH&QL	(284)	(285)	(282)	(298)	0.2%	-1.1%	5.6%	-1.9%	-6.3%	-5.1%
Chi phí BH&QL / doanh thu	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	-4 điểm cơ bản	4 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản	-4 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản	0 điểm cơ bản
Lợi nhuận tài chính	31	10	5	4	-66.0%	-50.7%	-22.7%	0.8%	-9.5%	-19.9%
Lợi nhuận thuần	269	193	169	189	-28.1%	-12.6%	11.6%	-19.5%	-25.3%	-23.1%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.4%	5.3%	4.7%	4.9%	-212 điểm cơ bản	-59 điểm cơ bản	27 điểm cơ bản	-118 điểm cơ bản	-119 điểm cơ bản	-116 điểm cơ bản

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: Dự báo cơ cấu doanh thu thuần, TCM

HSC tăng bình quân 9.8% dự báo doanh thu mảng vải nhưng giảm trung bình 10,8% dự báo doanh thu mảng hàng may mặc

Tỷ đồng	2025	Dự báo mới			Tăng trưởng			Điều chỉnh		
		2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Hàng may mặc	2,557	2,404	2,211	2,322	-6.0%	-8.0%	5.0%	-5.1%	-14.4%	-12.9%
Vải	678	813	911	984	20.0%	12.0%	8.0%	7.1%	11.1%	11.1%
Sợi	268	311	342	359	16.0%	10.0%	5.0%	7.4%	12.5%	12.5%
Khác	141	144	147	150	2.0%	2.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Doanh thu thuần	3,644	3,672	3,612	3,815	0.8%	-1.7%	5.6%	-1.4%	-6.3%	-5.1%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 38: Dự báo Q3/2026 và 6 tháng cuối năm 2026, TCM

Lợi nhuận thuần Q3/2026 được kỳ vọng sẽ đạt 45 tỷ đồng (giảm 28,9% so với cùng kỳ) trong khi lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 dự kiến đạt 83 tỷ đồng (giảm 24,5% so với cùng kỳ)

Tỷ đồng	Q3/25	Q2/26	Q3/26F	So với cùng kỳ	So với quý trước	6 tháng cuối 2025	6 tháng cuối 2026	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	902	968	857	-5.0%	-11.4%	1,761	1,694	-3.8%
Lợi nhuận gộp	132	130	118	-10.7%	-9.2%	269	231	-14.2%
Lợi nhuận thuần	63	45	45	-28.9%	-0.4%	109	83	-24.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.7%	13.5%	13.8%			15.3%	13.6%	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.0%	4.7%	5.2%			6.2%	4.9%	

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận thuần Q3/2026 đạt 45 tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ

Xét theo quý (Bảng 38), HSC dự báo lợi nhuận thuần Q3/2026 tiếp tục giảm 28,9% so với cùng kỳ xuống còn 45 tỷ đồng. Diễn biến này kéo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 giảm xuống còn 83 tỷ đồng (-24,5% so với cùng kỳ), trong bối cảnh doanh thu thuần nửa cuối năm dự kiến đạt 1.694 tỷ đồng (-3,8% so với cùng kỳ). Kết quả này cho thấy tỷ suất lợi nhuận gộp nửa cuối năm 2026 sẽ ở mức khoảng 13,6%, gần như sát với mức 13,5% đã ghi nhận trong Q2/2026.

Giảm 33% giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 33% giá mục tiêu xuống còn 14.900 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu nhằm phản ánh tác động kép từ triển vọng lợi nhuận kém khả quan của mảng dệt may cốt lõi và quan điểm định giá thận trọng hơn của chúng tôi đối với dự án TC Tower trước những vướng mắc pháp lý kéo dài. Giá mục mới cho thấy cổ phiếu có tiềm năng giảm giá 12% từ thị giá hiện tại. Hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Giảm tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Chúng tôi định giá TCM theo phương pháp SOTP. Chi tiết như sau:

- **Mảng Dệt may cốt lõi:** HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá cổ phiếu, với cơ sở định giá là giữa năm 2027. Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi xác định giá trị hợp lý mảng dệt may cốt lõi của TCM theo phương pháp DCF là 14.928 đồng/cổ phiếu, thấp hơn so với mức 16.893 đồng/cổ phiếu trước đây.

Các giả định chính được giữ nguyên, bao gồm tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%, WACC 10%, hệ số beta 0,8 lần, lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, chi phí nợ vay 8,5% và tỷ trọng vốn CSH 75%.

- **Dự án TC Tower:** Chúng tôi tạm thời đưa dự án TC Tower ra khỏi mô hình định giá, thay vì tiếp tục phân bổ mức đóng góp 5.393 đồng/cổ phiếu từ việc định giá lại quỹ đất. Quyết định này phản ánh sự chậm trễ kéo dài và việc thiếu thông tin liên quan đến tiến độ pháp lý của dự án. Theo quan điểm của chúng tôi, hiện vẫn còn quá sớm để ghi nhận bất kỳ giá trị đóng góp nào từ dự án này vào mô hình định giá.

Đối với dự án TC Tower, BLĐ cho biết dự án tiếp tục rơi vào trạng thái bế tắc bởi rào cản thủ tục hành chính, cụ thể là việc xin chấp thuận điều chỉnh chủ trương đầu tư vẫn chưa được cơ quan thẩm quyền phê duyệt dù công ty đã hoàn tất toàn bộ hồ sơ pháp lý theo yêu cầu. Tại ĐHCĐ diễn ra vào tháng 4/2026, BLĐ kỳ vọng sẽ

nhận được phê duyệt trong Q2/2026, với mục tiêu khởi công xây dựng vào cuối năm 2026.

Tuy nhiên, tính đến tháng 8/2026, quá trình xin phê duyệt pháp lý vẫn chưa có tiến triển. Trước tình trạng chậm trễ kéo dài và sự bất định về mặt pháp lý, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng và chờ đợi văn bản phê duyệt chính thức trước khi phản ánh dự án này vào mô hình định giá. Do đó, chúng tôi không ghi nhận bất kỳ phần đóng góp giá trị vốn CSH nào từ dự án TC Tower, cho đến khi tiến độ pháp lý và khả năng triển khai dự án trở nên rõ ràng hơn.

Bảng 39: Định giá SOTP, TCM

Chúng tôi điều chỉnh giảm 33% giá mục tiêu xuống còn 14.928đ/cp

Đồng/cp	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Mảng kinh doanh cốt lõi	16,893	14,928	-11.6%
Thành Công Tower 1	5,393	0	-100.0%
Tổng	22,286	14,928	-33.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 40: Tính toán WACC, TCM

Giả định WACC được giữ nguyên ở mức 10%

Giả định	Mới	Cũ
Tỷ trọng vốn CSH	75%	75%
Beta	0.8	0.8
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%	8.75%
Chi phí vốn CSH	11.0%	11.0%
Tỷ trọng nợ	25%	25%
Chi phí nợ	8.5%	8.5%
Thuế suất	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	6.8%	6.8%
WACC	10.0%	10.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 41: Định giá DCF đối với mảng dệt may cốt lõi (giữa năm 2027), TCM

Giá mục tiêu là 14.928đ/cp

Đồng	
Giá trị hợp lý cuối 2026	14,876
Giá trị hợp lý cuối 2027	14,981
Giá mục tiêu giữa 2027	14,928

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 42: Định giá DCF cuối năm 2026, TCM

Giá mục tiêu là 14.876đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	1,650
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,107
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	341
Giá trị của doanh nghiệp	1,447
Nợ (cuối 2026)	946
Tiền mặt (cuối 2026)	1,249
Giá trị vốn CSH	1,750
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	117.6
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	14,876

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 43: Định giá DCF cuối năm 2027, TCM

Giá mục tiêu là 14.981đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	1,650
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,217
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	263
Giá trị của doanh nghiệp	1,480
Nợ (cuối 2027)	983
Tiền mặt (cuối 2027)	1,266
Giá trị vốn CSH	1,762
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	117.6
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	14,981

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 44: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TCM

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	193	169	189	216	239
Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	48	48	46	48	49
Cộng: Khấu hao	144	152	161	170	181
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(126)	(133)	(138)	(146)	(187)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(147)	(140)	(152)	(169)	(154)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	112	96	105	118	129

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 45: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TCM

Đồng		Lãi suất phi rủi ro					
		1.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	14,898	14,338	13,825	13,354	12,919	
	1.5%	15,534	14,911	14,344	13,825	13,349	
	2.0%	16,259	15,561	14,928	14,353	13,828	
	2.5%	17,093	16,302	15,591	14,949	14,365	
	3.0%	18,060	17,156	16,349	15,626	14,972	

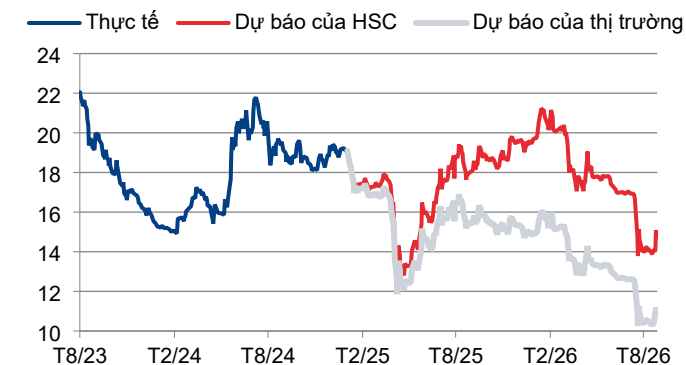
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 18% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn 19% so với VN Index, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 14,4 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), vẫn thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn (hoặc 19%) so với bình quân từ tháng 8/2023 ở mức 17,8 lần. Trong khi đó, TCM đang giao dịch với P/E năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 13,7 lần và 14,8 lần, đắt hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước và khu vực.

Biểu đồ 46: P/E trượt dự phóng 1 năm, TCM

Dựa trên ước tính của chúng tôi, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 47: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCM

...thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 17,8 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 48: So sánh các công ty cùng ngành, TCM

TCM đang giao dịch với P/E 2026 và P/E 2027 lần lượt là 13,7 lần và 14,8 lần, cao hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước

Công ty	Mã CK	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12 tháng	P/E 2026	P/E 2027
Các công ty cùng ngành trong nước						
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	Việt Nam	83	4.9	5.7	5.8
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGTVN	Việt Nam	222	7.0	N/a	N/a
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	132	5.6	6.1	6.2
CTCP Sợi Thế kỷ	STK VN	Việt Nam	50	N/a	N/a	N/a
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			122	5.8	5.9	6.0
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	164	13.0	12.8	12.0
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	459	17.2	14.1	12.1
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	7,082	10.4	9.2	8.1
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,578	11.0	10.0	9.0
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	1,105	37.9	28.0	22.1
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	269	113.3	N/a	N/a
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	321	20.8	18.3	15.3
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	599	57.1	29.3	19.4
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			1,572	35.1	17.4	14.0
Bình quân toàn bộ các công ty cùng ngành			1,089	27.1	14.8	12.2
CTCP Dệt may – ĐT – TM – Thành Công	TCM VN	Việt Nam	76	10.3	13.7	14.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,810	3,644	3,672	3,612	3,815
Lợi nhuận gộp	617	593	513	485	527
Chi phí BH&QL	(304)	(284)	(285)	(282)	(298)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	313	309	228	203	229
Lãi vay thuần	26.8	30.6	10.4	5.13	3.97
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(0.09)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	11.0	(0.49)	5.24	5.24	5.24
LNTT	350	339	244	214	238
Chi phí thuế TNDN	(72.4)	(67.2)	(48.8)	(42.7)	(47.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(2.00)	(2.24)	(1.83)	(1.92)	(1.97)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	276	269	193	169	189
Lợi nhuận thuần ĐC	235	242	145	134	158
EBITDA ĐC	434	428	372	355	390
EPS (đồng)	1,995	2,059	1,232	1,140	1,344
EPS ĐC (đồng)	1,995	2,059	1,232	1,140	1,344
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
Sig CP bình quân (triệu đv)	118	118	118	118	118
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	118	118	118	118	118
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	118	118	118	118	118

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	563	814	808	832	861
Đầu tư ngắn hạn	533	376	441	433	458
Phải thu khách hàng	556	511	638	627	663
Hàng tồn kho	1,003	987	1,009	1,118	1,250
Các tài sản ngắn hạn khác	35.2	123	122	120	127
Tổng tài sản ngắn hạn	2,690	2,811	3,017	3,131	3,358
TSCĐ hữu hình	845	760	757	746	726
TSCĐ vô hình	179	178	177	177	177
Bất động sản đầu tư	2.31	2.24	2.10	1.96	1.82
Đầu tư dài hạn	62.4	58.9	59.4	58.4	61.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.34	6.74	6.74	6.74	6.74
Tài sản dài hạn khác	108	353	363	373	385
Tổng tài sản dài hạn	1,205	1,360	1,365	1,363	1,359
Tổng cộng tài sản	3,896	4,171	4,383	4,495	4,717
Nợ ngắn hạn	712	743	783	823	863
Phải trả người bán	479	402	415	394	412
Nợ ngắn hạn khác	261	278	280	275	291
Tổng nợ ngắn hạn	1,518	1,513	1,569	1,581	1,660
Nợ dài hạn	59.6	166	163	159	156
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.50	2.40	2.42	2.38	2.51
Nợ dài hạn khác	16.7	17.7	17.9	17.6	18.6
Tổng nợ dài hạn	78.8	186	183	179	177
Tổng nợ phải trả	1,624	1,724	1,777	1,785	1,863
Vốn chủ sở hữu	2,261	2,436	2,593	2,695	2,838
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.6	11.3	13.1	15.0	17.0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,272	2,447	2,606	2,710	2,855
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,896	4,171	4,383	4,495	4,717
BVPS (đ)	19,222	20,708	22,042	22,907	24,122
Nợ thuần?/(tiền mặt)	208	95.4	138	151	158

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	313	309	228	203	229
Khấu hao	(122)	(119)	(144)	(152)	(161)
Lãi vay thuần	26.8	30.6	10.4	5.13	3.97
Thuế TNDN đã nộp	(69.9)	(67.9)	(48.8)	(42.7)	(47.6)
Thay đổi vốn lưu động	(1.39)	(154)	(249)	(141)	(160)
Khác	3.70	(12.1)	(44.0)	(49.1)	(48.2)
LCT thuần từ HĐKD	392	235	89.8	182	192
Đầu tư TS dài hạn	(237)	(226)	(126)	(133)	(138)
Góp vốn & đầu tư	(196)	(264)	0	0	0
Thanh lý	81.6	10.4	(2.56)	(2.56)	(2.56)
Khác	0	455	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(352)	(25.4)	(129)	(136)	(141)
Cổ tức trả cho CSH	(0.74)	(51.5)	(58.8)	(58.8)	(58.8)
Thu từ phát hành CP	0	0	54.9	0	0
Tăng/giảm nợ	92.0	103	36.5	36.5	36.5
Khác	(3.09)	(8.98)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	88.2	42.1	32.6	(22.3)	(22.3)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	435	563	814	808	832
LCT thuần trong kỳ	128	252	(6.30)	24.1	28.7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.56	(0.60)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	563	814	808	832	861
Dòng tiền tự do	154	9.02	(36.4)	49.0	53.6

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	16.2	16.3	14.0	13.4	13.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.4	11.7	10.1	9.84	10.2
Tỷ suất LNT (%)	7.24	7.38	5.27	4.68	4.94
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.6	(4.36)	0.76	(1.65)	5.63
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	26.4	(1.52)	(12.9)	(4.56)	9.68
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	81.7	3.20	(40.2)	(7.47)	17.9
Tăng trưởng EPS (%)	109	3.20	(40.2)	(7.47)	17.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	81.7	3.20	(40.2)	(7.47)	17.9
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	24.3	40.6	43.9	37.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.0	11.5	7.69	6.39	6.82
ROACE (%)	13.9	12.3	8.35	7.09	7.67
Vòng quay tài sản (lần)	1.06	0.90	0.86	0.81	0.83
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.25	0.76	0.39	0.90	0.84
Số ngày tồn kho	115	118	117	131	139
Số ngày phải thu	63.5	61.1	73.7	73.2	73.6
Số ngày phải trả	54.7	48.1	47.9	46.0	45.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	11.3	6.77	8.03	8.14	8.14
Nợ/tài sản (%)	21.0	23.5	23.2	23.4	23.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.89	2.29	2.73	2.96	2.80
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.77	1.86	1.92	1.98	2.02
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.44	0.47	0.46	0.47	0.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.84	4.01	4.55	4.82	4.36
P/E (lần)	8.45	8.19	13.7	14.8	12.5
P/E ĐC (lần)	8.45	8.19	13.7	14.8	12.5
P/B (lần)	0.88	0.81	0.76	0.74	0.70
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.97	2.97	2.97	2.97

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn