Ngành Dệt may: KQKD trái chiều & tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực

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

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@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

- Trong 4 tháng đầu năm 2026, xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ với tăng trưởng tập trung ở một số thị trường nhất định. HSC dự báo ngành sẽ chỉ tăng trưởng 2,5% trong năm 2026 do nhu cầu tiêu dùng yếu trong bối cảnh bất ổn toàn cầu.
- Doanh thu của các doanh nghiệp dệt may có thể tiếp tục phân hóa trong toàn ngành – các doanh nghiệp có lợi thế về sản xuất, quan hệ khách hàng và tuân thủ ESG có vị thế tốt hơn để đảm bảo dòng đơn hàng ổn định. Về lợi nhuận, một vấn đề đáng lo ngại sắp tới là áp lực lên tỷ suất lợi nhuận do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng.
- Mặc dù giảm dự báo lợi nhuận nhưng chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu mới là 23.700đ (giảm 10% từ 26.200đ; tiềm năng tăng giá 19,7%) và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM với giá mục tiêu mới là 23.400đ (giảm 20% từ 29.200đ; tiềm năng tăng giá 2%).

KQKD Q1/2026 khiêm tốn và trái chiều; các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị sát dự báo

Trong 4 tháng đầu năm 2026, xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ với tăng trưởng tập trung ở một số thị trường nhất định thay vì phục hồi trên diện rộng. Trong Q1/2026, các doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam ghi nhận tổng doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 11.012 tỷ đồng, cao hơn nhẹ so với mức tăng trưởng xuất khẩu toàn ngành là 1,5% so với cùng kỳ trong Q1/2026. Ở cấp độ lợi nhuận, tổng lợi nhuận thuần chỉ tăng nhẹ 1,6% so với cùng kỳ, cho thấy tỷ suất lợi nhuận đang chịu áp lực.

Trong các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi, TCM và TNG ghi nhận KQKD trái chiều. TNG ghi nhận đà tăng trưởng mạnh với doanh thu thuần tăng 29,2% so với cùng kỳ đạt 1.952 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 39,2% so với cùng kỳ đạt 60 tỷ đồng, đánh dấu KQKD Q1 mạnh nhất trong lịch sử hoạt động của Công ty. Ngược lại, TCM ghi nhận doanh thu thuần đi ngang ở mức 1.010 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần giảm 16% so với cùng kỳ xuống 66 tỷ đồng, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp.

Triển vọng năm 2026: Tăng trưởng ở mức một chữ số thấp

HSC tiếp tục cho rằng ngành dệt may nhiều khả năng sẽ ghi nhận tăng trưởng ở mức một chữ số thấp, đạt 2,5% trong năm 2026, do biến động kinh tế vĩ mô kéo dài và những bất định liên quan đến thuế quan tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu tiêu dùng không thiết yếu.

Tuy nhiên, KQKD dự báo sẽ ngày càng phân hóa giữa các doanh nghiệp trong ngành. Các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh rõ ràng – như nền tảng sản xuất quy mô lớn, quan hệ khách hàng bền vững và năng lực tuân thủ ESG đáng tin cậy – có vị thế tốt hơn để đảm bảo dòng đơn hàng ổn định. Trong bối cảnh đó, chúng tôi thích TNG.

Về lợi nhuận, HSC lo ngại tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành sắp tới sẽ chịu áp lực. Giá bán bình quân tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng và nhu cầu của người tiêu dùng cuối vẫn yếu, trong khi mặt bằng chi phí ngày càng kém thuận lợi hơn. Những diễn biến kinh tế vĩ mô gần đây đã đẩy chi phí nguyên vật liệu, năng lượng và vận tải tăng lên, tác động trực tiếp đến mặt bằng chi phí đầu vào thượng nguồn.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG và Nắm giữ đối với TCM

Sau khi giảm dự báo lợi nhuận đối với cả hai doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu mới là 23.700đ (giảm 10% so với mức 26.200đ trước đó; tiềm năng tăng giá 19,7%) và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM với giá mục tiêu mới là 23.400đ (giảm 20% so với mức 29.200đ trước đó; tiềm năng tăng giá 2%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/5.

	Giá	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
Mã CK	(đồng)	Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)	tăng/giảm (%)	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
TCM	23,000	Nắm giữ	-	23,400	(19.9)	1.74	13.4	14.1	5.27	5.29	2.17	2.17
TNG	19,800	Tăng tỷ trọng	-	23,700	(9.54)	19.7	7.19	7.12	6.44	6.09	10.1	7.58

Giá cổ phiếu tại ngày 13/5/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mục lục

Bất định kinh tế vĩ mô toàn cầu vẫn hiện hữu 3

Kết quả xuất khẩu 4 tháng đầu năm 2026: Yếu như dự kiến 3

KQKD Q1/2026 của các doanh nghiệp dệt may niêm yết: Ghi nhận tăng trưởng khiêm tốn 5

Triển vọng: Doanh thu nhiều khả năng tiếp tục phân hóa trong toàn ngành; tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực do chi phí đầu vào tăng cao 5

Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị 6

Báo cáo thành phần

CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công (TCM) 8

CTCP Đầu tư và Thương mại TNG (TNG) 16

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bất định kinh tế vĩ mô toàn cầu vẫn hiện hữu

Trong 4 tháng đầu năm 2026, xuất khẩu dệt may của Việt Nam tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ với tăng trưởng tập trung ở một số thị trường nhất định thay vì phục hồi trên diện rộng. HSC dự báo ngành sẽ ghi nhận tăng trưởng ở mức một chữ số thấp (2,5%) trong năm 2026 do nhu cầu tiêu dùng suy yếu trong bối cảnh bất định toàn cầu gia tăng. Trong bối cảnh này, doanh thu của các doanh nghiệp dệt may nhiều khả năng sẽ tiếp tục phân hóa trong toàn ngành – các doanh nghiệp có lợi thế về sản xuất, quan hệ khách hàng và tuân thủ ESG có vị thế tốt hơn để đảm bảo dòng đơn hàng ổn định. Về tỷ suất lợi nhuận, chúng tôi dự báo áp lực sẽ gia tăng trên toàn ngành khi chi phí nguyên liệu đầu vào gần đây đã tăng do các diễn biến kinh tế vĩ mô mới. Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với tiềm năng tăng giá 19,7% và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây.

Kết quả xuất khẩu 4 tháng đầu năm 2026: Yếu như dự kiến

Trong 4 tháng đầu năm 2026, tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc, vải và sợi) đạt 13,4 tỷ USD, tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu đầu năm còn yếu nhưng nhìn chung sát với dự báo của HSC. Xét theo thị trường, Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam, chiếm 45% tổng kim ngạch xuất khẩu dệt may, với giá trị xuất khẩu tăng 3% so với cùng kỳ đạt 5,3 tỷ USD. Điểm sáng chính là thị trường EU – thị trường lớn thứ hai – nơi kim ngạch xuất khẩu tăng mạnh hơn, tăng 11,1% so với cùng kỳ đạt 1,48 tỷ USD.

Các thị trường khác ghi nhận diễn biến trái chiều. Xuất khẩu sang Nhật Bản và Hàn Quốc đều ghi nhận tăng trưởng âm, trong khi xuất khẩu sang các thị trường CPTPP (không bao gồm Nhật Bản) nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ. Ngược lại, xuất khẩu sang Trung Quốc tăng 11,9% so với cùng kỳ. Nhìn chung, số liệu cho thấy thị trường vẫn còn nhiều thách thức, với tăng trưởng chỉ tập trung ở một số thị trường nhất định thay vì phục hồi trên diện rộng.

Việt Nam tiếp tục giành thêm thị phần tại thị trường Mỹ

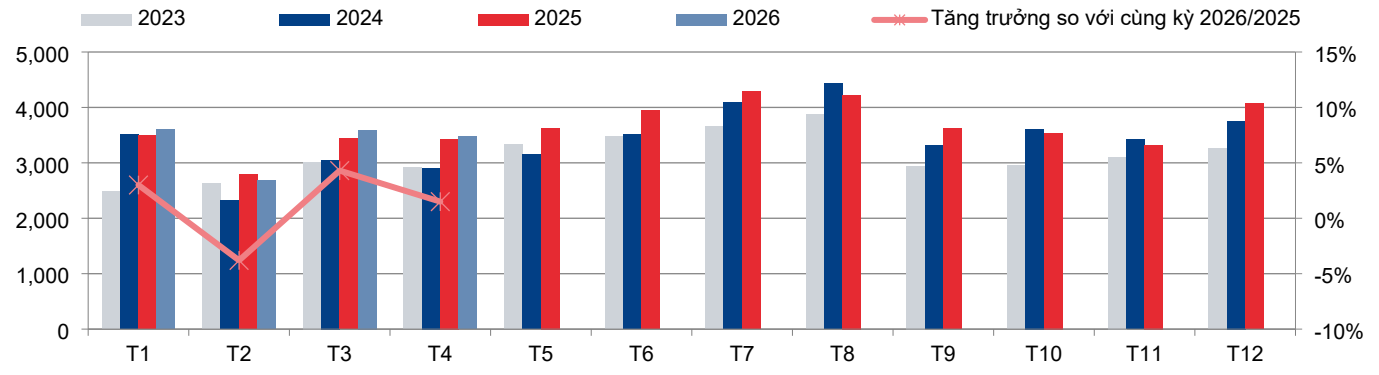
Đối với thị trường Mỹ, dữ liệu mới nhất từ OTEXA (Văn phòng Dệt may Mỹ) cho thấy trong 2 tháng đầu năm 2026, tổng giá trị nhập khẩu dệt may của Mỹ giảm 14% so với cùng kỳ xuống 15,6 tỷ USD chủ yếu do kim ngạch nhập khẩu từ Trung Quốc giảm mạnh 51% so với cùng kỳ.

Trong số các quốc gia xuất khẩu chủ chốt, Việt Nam, Indonesia và Campuchia tiếp tục giành thêm thị phần, là ba thị trường duy nhất ghi nhận tăng trưởng dương trong giai đoạn này, với kim ngạch xuất khẩu tăng lần lượt 5%, 5% và 18% so với cùng kỳ.

Sự suy yếu chung của hoạt động nhập khẩu tại Mỹ diễn ra trên diện rộng, phản ánh tâm lý thận trọng gia tăng của các doanh nghiệp mua hàng may mặc trong bối cảnh nhu cầu tiêu dùng còn nhiều bất định.

Biểu đồ 1: Tổng giá trị xuất khẩu hàng dệt may hàng tháng (triệu USD), Việt Nam

Tính chung 4 tháng đầu năm 2026, tổng KNXK hàng dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc, vải và sợi) tăng nhẹ 1,5% so với cùng kỳ, đạt 13,4 tỷ USD



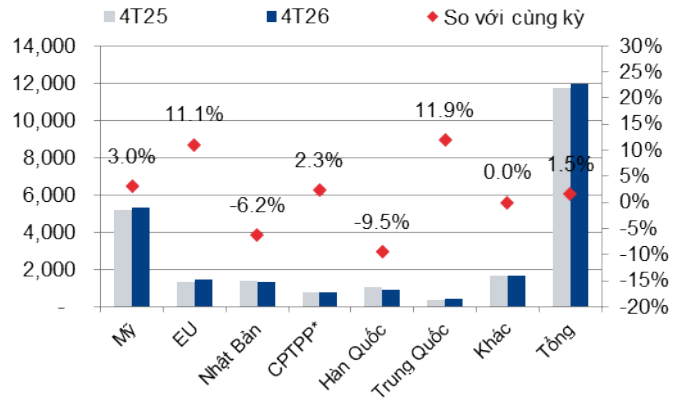
Nguồn: Cục Thống kê

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 2: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam (triệu USD), 4 tháng đầu năm 2026

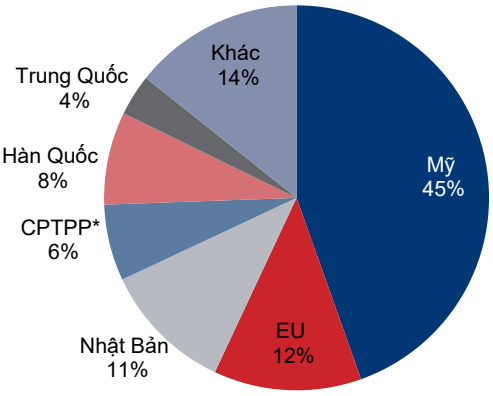
Xuất khẩu sang Mỹ, EU và Hàn Quốc ghi nhận tăng trưởng tích cực



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

Biểu đồ 3: Giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam theo thị trường (%), 4 tháng đầu năm 2026

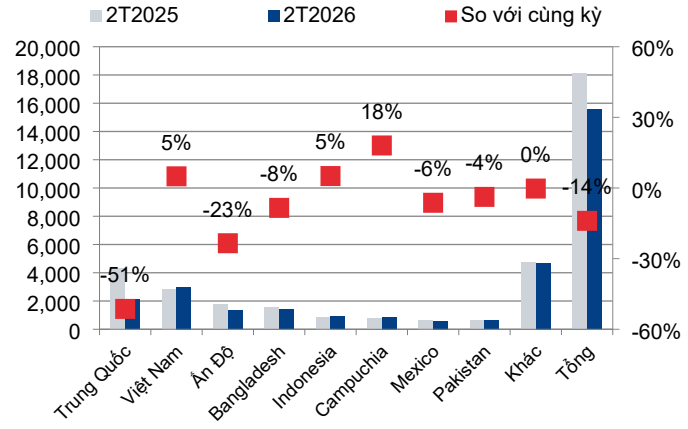
Mỹ tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất, theo sau là EU



Nguồn: Cục Thống kê, HSC ước tính

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

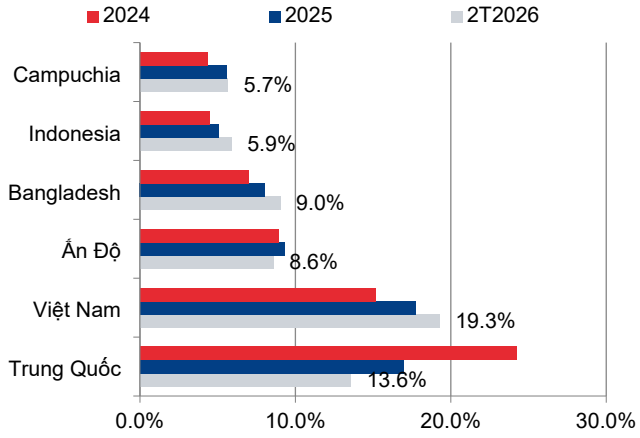
Chỉ Việt Nam, Indonesia và Campuchia ghi nhận tăng trưởng



Nguồn: US OTEXA, HSC ước tính

Biểu đồ 5: Thị phần nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ

Việt Nam tiếp tục giành thêm thị phần tại thị trường Mỹ



Nguồn: US OTEXA, HSC ước tính

Bảng 6: Doanh thu thuần của các công ty ngành Dệt may niêm yết (tỷ đồng), Q1/2026

Tổng doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ lên 11.012 tỷ đồng

	Q1/2025	Q1/2026	So với cùng kỳ
TNG	1,511	1,952	29.2%
TCM	1,011	1,010	-0.1%
MSH	1,036	1,041	0.5%
STK	376	268	-28.7%
GIL	126	197	56.6%
VGT	4,268	4,486	5.1%
VGG	2,256	2,057	-8.8%
Tổng	**10,584**	**11,012**	**4.0%**

Nguồn: Các công ty, HSC

Bảng 7: Lợi nhuận thuần của các công ty ngành Dệt may niêm yết (tỷ đồng), Q1/2026

Tổng lợi nhuận thuần tăng nhẹ 1,6% so với cùng kỳ lên 488 tỷ đồng

	Q1/2025	Q1/2026	So với cùng kỳ
TNG	43	60	39.2%
TCM	78	66	-16.0%
MSH	84	82	-3.3%
STK	36	(34)	N.m
GIL	3	10	259.7%
VGT	172	242	40.7%
VGG	92	90	-2.3%
Tổng*	**481**	**488**	**1.6%**

Nguồn: Các công ty, HSC
**Lưu ý: Đã loại trừ phần sở hữu 30,4% của VGT tại VGG.*

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

KQKD Q1/2026 của các doanh nghiệp dệt may niêm yết: Ghi nhận tăng trưởng khiêm tốn

Trong Q1/2026, các doanh nghiệp dệt may niêm yết tại Việt Nam ghi nhận tổng doanh thu thuần tăng 4% so với cùng kỳ đạt 11.012 tỷ đồng, cao hơn nhẹ so với mức tăng trưởng xuất khẩu toàn ngành là 1,5% so với cùng kỳ trong Q1/2026. Ở cấp độ lợi nhuận, tổng lợi nhuận thuần chỉ tăng nhẹ 1,6% so với cùng kỳ, cho thấy tỷ suất lợi nhuận đang chịu áp lực.

KQKD giữa các doanh nghiệp ghi nhận diễn biến trái chiều, sát với dự báo của HSC rằng tăng trưởng toàn ngành sẽ ở mức thấp và có sự phân hóa rõ rệt giữa các doanh nghiệp. Một số doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng mạnh (TNG, VGT), trong khi một số doanh nghiệp khác nhìn chung đi ngang (MSH, VGG). Trong khi đó, lợi nhuận của TCM sụt giảm còn STK ghi nhận thua lỗ trong quý.

Trong số các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC, TCM và TNG ghi nhận KQKD trái chiều. TNG ghi nhận đà tăng trưởng mạnh với doanh thu thuần tăng 29,2% so với cùng kỳ đạt 1.952 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng 39,2% so với cùng kỳ đạt 60 tỷ đồng, đánh dấu KQKD Q1 mạnh nhất trong lịch sử hoạt động của Công ty. Ngược lại, TCM ghi nhận doanh thu thuần đi ngang ở mức 1.010 tỷ đồng trong khi lợi nhuận thuần giảm 16% so với cùng kỳ xuống 66 tỷ đồng, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp. Thông tin chi tiết hơn về hai doanh nghiệp này sẽ được trình bày trong từng báo cáo doanh nghiệp bên dưới.

Triển vọng: Doanh thu nhiều khả năng tiếp tục phân hóa trong toàn ngành; tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực do chi phí đầu vào tăng cao

HSC tiếp tục cho rằng ngành dệt may nhiều khả năng sẽ ghi nhận tăng trưởng ở mức một chữ số thấp (2,5%) trong năm 2026, do biến động kinh tế vĩ mô kéo dài và những bất định liên quan đến thuế tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu tiêu dùng không thiết yếu. Tuy nhiên, KQKD dự báo sẽ ngày càng phân hóa giữa các doanh nghiệp trong ngành. Các doanh nghiệp có lợi thế cạnh tranh rõ ràng – như nền tảng sản xuất quy mô lớn, quan hệ khách hàng bền vững và năng lực tuân thủ ESG đáng tin cậy – có vị thế tốt hơn để đảm bảo dòng đơn hàng ổn định.

Về lợi nhuận, HSC lo ngại tỷ suất lợi nhuận của toàn ngành sắp tới sẽ chịu áp lực. Giá bán bình quân tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng và nhu cầu của người tiêu dùng cuối vẫn yếu trong khi mặt bằng chi phí ngày càng kém thuận lợi hơn. Những diễn biến kinh tế vĩ mô gần đây đã đẩy chi phí nguyên vật liệu, năng lượng và vận tải tăng lên, tác động trực tiếp đến mặt bằng chi phí đầu vào thượng nguồn. Như thể hiện trong Bảng 8, nguyên vật liệu thường chiếm khoảng 50-60% giá vốn hàng bán, phần còn lại chủ yếu bao gồm chi phí lao động và chi phí gia công ngoài.

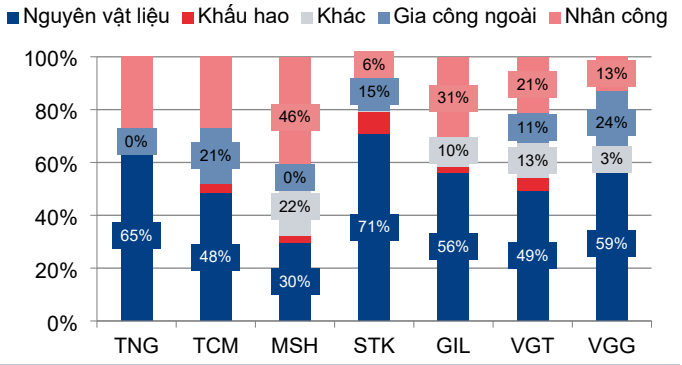
Tính đến tháng 5/2026, giá vải cotton tại Trung Quốc đã tăng lên mức khoảng 16.000 NDT/tấn, tăng 13% từ đầu năm và cao hơn 21% so với bình quân năm 2025, trong khi giá bông tại Mỹ đã tăng mạnh từ tháng 3/2026 lên mức hơn 0,84 USD/pound, tăng 31% từ đầu năm và cao hơn 27% so với bình quân năm 2025. Mặc dù một phần chi phí tăng thêm có thể được chuyển sang khách hàng nhưng HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận của ngành sẽ tiếp tục chịu áp lực đến hết năm 2027.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 8: Cơ cấu giá vốn hàng bán của các công ty ngành Dệt may niêm yết, năm 2025

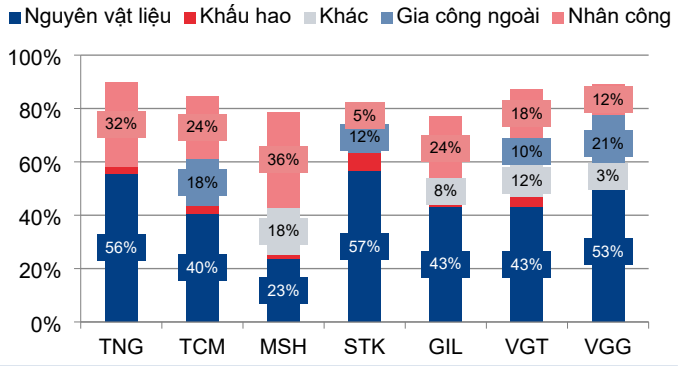
Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn hàng bán



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 9: Các cấu phần giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần (%), năm 2025

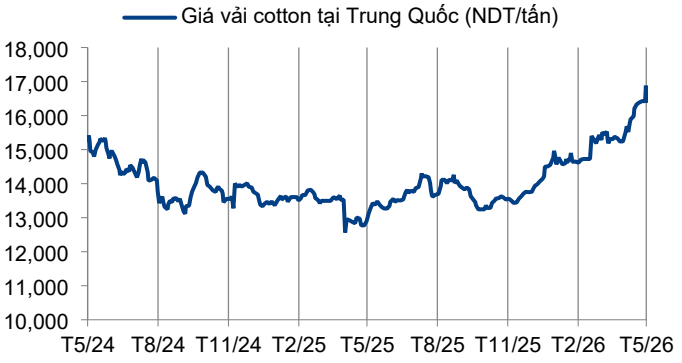
...và chiếm khoảng 40-60% doanh thu thuần



Nguồn: Các công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Giá vải cotton tại Trung Quốc

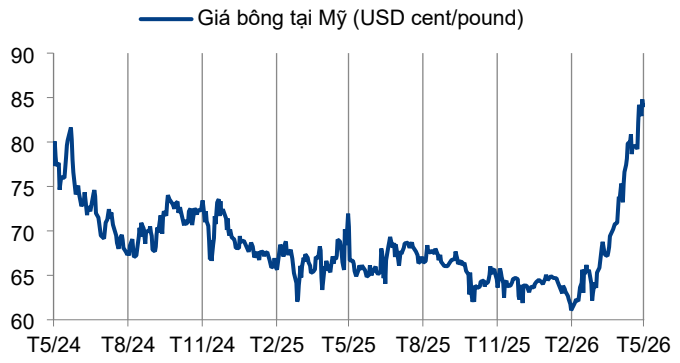
Giá vải cotton tại Trung Quốc đã tăng trong thời gian gần đây



Nguồn: Vietnambiz, HSC

Biểu đồ 11: Giá bông tại Mỹ

Giá bông tại Mỹ cũng tăng mạnh kể từ tháng 3/2026



Nguồn: Vietnambiz, HSC

Bảng 12: Dự báo cũ và mới, các công ty ngành Dệt may trong phạm vi phân tích của HSC

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần của cả hai công ty TNG và TCM

	Thực tế	Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
TNG										
Doanh thu thuần	8,699	9,866	10,601	11,218	3.6%	3.2%	2.7%	13.4%	7.5%	5.8%
Lợi nhuận thuần	393	433	436	504	-3.1%	-13.2%	-7.8%	10.2%	0.6%	15.8%
TCM										
Doanh thu thuần	3,644	3,724	3,853	4,020	-0.2%	-1.2%	Dự báo lần đầu	-1.2%	2.2%	3.5%
Lợi nhuận thuần	269	240	226	245	-4.8%	-14.3%	Dự báo lần đầu	-10.8%	-5.8%	8.4%
Tổng										
Doanh thu thuần	12,343	13,591	14,455	15,238	2.6%	2.0%	Dự báo lần đầu	10.1%	6.4%	5.4%
Lợi nhuận thuần	662	673	662	750	-3.7%	-13.6%	Dự báo lần đầu	1.7%	-1.7%	13.2%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới và khuyến nghị

TNG: Dự báo mới cho thấy tốc độ CAGR 3 năm đạt 8,7%; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Trong ngắn hạn, HSC tiếp tục kỳ vọng TNG duy trì tăng trưởng tích cực, được hỗ trợ nhờ lượng đơn hàng ổn định từ các khách hàng chủ chốt và năng lực vận hành ổn định, bất chấp bối cảnh ngành còn nhiều thách thức. Tuy nhiên, chi phí nguyên vật

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

liệu và chi phí lao động gia tăng vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi, khi mà chi phí đầu tăng cao vào kéo dài có thể bắt đầu gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ năm 2027. Mặc dù TNG có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm sang khách hàng nhưng chúng tôi cho rằng khả năng tăng giá bán vẫn hạn chế nhằm duy trì lượng đơn hàng.

Theo đó, HSC tăng bình quân 3,2% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2026-2028. Tuy nhiên, ở cấp độ lợi nhuận, chúng tôi giảm bình quân khoảng 8% dự báo lợi nhuận thuần, chủ yếu do áp dụng giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh chi phí đầu vào và chi phí lao động gia tăng, cũng như do tăng giả định lỗ tài chính trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,7% và 8,8%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% kể từ khuyến nghị lần đầu của HSC vào ngày 24/3/2026, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần (theo các ước tính của chúng tôi), thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 8,1 lần. TNG cũng đang có P/E năm 2026 và 2027 lần lượt là 7,2 lần và 7,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, với giả định TNG chi trả cổ tức tiền mặt 1.500đ/cp trong 12 tháng tới, cổ phiếu hiện mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 8%. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu 23.700đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 19,7%.

TCM: Giảm 20% giá mục tiêu do giảm dự báo lợi nhuận; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

Trong ngắn hạn, HSC cho rằng triển vọng của TCM vẫn còn gặp nhiều thách thức. Chúng tôi cho rằng mảng vải sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính, được hỗ trợ nhờ nhu cầu trong nước duy trì ổn định, trong khi mảng may mặc cốt lõi tiếp tục chịu áp lực tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt của TCM do nhu cầu yếu từ các khách hàng của Công ty.

Theo đó, sau khi đánh giá KQKD Q1/2026 và cập nhật triển vọng đối với TCM, HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu thuần cho các năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Ở cấp độ lợi nhuận, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027, chủ yếu phản ánh giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh chi phí nguyên vật liệu gia tăng, cùng với việc giảm giả định về lãi ròng tài chính khi mặt bằng lãi suất tăng. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ giảm với tốc độ CAGR 3 năm là 3,1%.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 6 tháng qua và kém hơn VN Index 25%, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,6 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 17,7 lần. Tuy nhiên, TCM đang giao dịch với P/E năm 2026 và năm 2027 lần lượt là 13,4 lần và 14,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là đắt so với các doanh nghiệp cùng ngành. HSC duy khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM với giá mục tiêu 23.400đ (tiềm năng tăng giá 2%).

Bảng 13: Diễn biến giá cổ phiếu, các công ty ngành Dệt may trong phạm vi phân tích của HSC

Giá cổ phiếu đã giảm bình quân 6,9% trong 1 tháng qua

	1 tháng	3 tháng	6 tháng	12 tháng
TNG	-13.9%	-6.4%	13.0%	29.2%
TCM	0.2%	-13.6%	-15.6%	-15.4%
Bình quân	**-6.9%**	**-10.0%**	**-1.3%**	**6.9%**
Vnindex	**9.0%**	**9.1%**	**9.2%**	**50.8%**

Nguồn: HSC ước tính
**Dữ liệu ngày 10/5/2026*

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

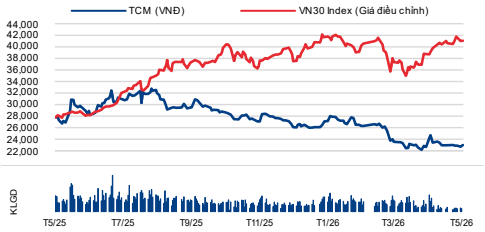
CTCP Dệt may - ĐT - TM Thành Công (TCM - HSX)

Nắm giữ *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ23,400 *(từ VNĐ29,200)*
Tiềm năng tăng/giảm: 1.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/5/2026)	23,000
Mã Bloomberg	TCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	22,150-32,772
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,577
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	97.8
Slg CP lưu hành (tr.đv)	112
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	56.0
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	43.0%
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	(4.96)	(12.5)	(17.2)
So với chỉ số	(10.4)	(13.6)	(44.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	1,710	1,876	(8.9)
2027F	1,634	2,002	(18.4)
2028F	1,825	2,050	(11.0)

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

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Triển vọng kém tích cực; giảm 20% giá mục tiêu, duy trì khuyến nghị Nắm giữ

- HSC giảm 20% giá mục tiêu xuống 23.400đ và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM. Triển vọng ngắn hạn vẫn còn nhiều thách thức do giá bán bình quân kém tích cực và chi phí nguyên vật liệu gia tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027, phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với giả định tỷ suất lợi nhuận cũng như do giảm dự báo lợi nhuận tài chính.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 6 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,6 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (23%) so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 17,7 lần. Trong khi đó, TCM đang giao dịch với P/E năm 2026 và năm 2027 lần lượt là 13,4 lần và 14,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là đắt so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 của TCM ở mức yếu nhưng nhìn chung sát dự báo. Lợi nhuận thuần giảm 16,1% so với cùng kỳ xuống 66 tỷ đồng, sát với dự báo của HSC ở mức 68 tỷ đồng, do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp, trong khi doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ ở mức 1.010 tỷ đồng.

Theo mảng, mảng vải duy trì đà tăng trưởng, tăng 17,2% so với cùng kỳ trong quý nhờ nhu cầu trong nước vững chắc, trong khi mảng may mặc cốt lõi vẫn yếu tại các thị trường truyền thống chủ chốt, giảm 4% so với cùng kỳ. Doanh thu mảng sợi phục hồi 11,3% so với cùng kỳ từ mức nền thấp của Q1/2025.

Tác động: Giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027

HSC tiếp tục cho rằng TCM sẽ đối mặt với nhiều thách thức tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt khi nhu cầu tổng thể nhiều khả năng duy trì ở mức yếu do biến động kinh tế vĩ mô toàn cầu. Ngoài ra, giá bán bình quân kém tích cực và chi phí nguyên vật liệu gia tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của TCM trong thời gian tới, trong khi mặt bằng lãi suất tăng có thể làm giảm lợi nhuận tài chính.

Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027. Theo đó, lợi nhuận thuần giảm 10,8% xuống 240 tỷ đồng trong năm 2026, sau đó giảm tiếp 5,8% xuống 226 tỷ đồng trong năm 2027 trước khi phục hồi 8,4% đạt 245 tỷ đồng trong năm 2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ giảm với tốc độ CAGR 3 năm đạt 3,1%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 6 tháng qua và kém hơn VN Index 25%, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,6 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 17,7 lần. TCM cũng đang có P/E năm 2026 và 2027 lần lượt là 13,4 lần và 14,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là đắt so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM với giá mục tiêu mới là 23.400đ (so với mức 29.200đ trước đó); tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 2% so với thị giá hiện tại.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	434	428	436	430	462
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	276	269	240	226▼	245
EPS ĐC (đồng)	2,094	2,161	1,710	1,634▼	1,825
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
BVPS (đồng)	20,181	21,742	23,302	24,802	26,615
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.21	5.40	5.27	5.29	4.82
P/E ĐC (lần)	11.0	10.6	13.4	14.1	12.6
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.17	2.17	2.17	2.17
P/B (lần)	1.14	1.06	0.99	0.93	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	81.7	3.20	(20.9)	(4.49)	11.7
ROAE (%)	13.0	11.5	9.51	8.40	8.51

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

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giảm 20% giá mục tiêu và duy trì khuyến nghị Nắm giữ

KQKD Q1/2026 ở mức yếu nhưng vẫn sát với dự báo của HSC. Lợi nhuận thuần giảm 16,1% so với cùng kỳ do tỷ suất lợi nhuận thu hẹp mặc dù doanh thu thuần đi ngang so với cùng kỳ. Theo đó, chúng tôi giảm 5-15% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 nhưng nhìn chung giữ nguyên dự báo doanh thu thuần, phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với giả định tỷ suất lợi nhuận cũng như việc giảm dự báo lợi nhuận tài chính trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng. Sau khi lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027, chúng tôi giảm 20% giá mục tiêu xuống 23.400đ và duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM sau khi giá cổ phiếu giảm. Giá mục tiêu mới tương ứng tiềm năng tăng giá 2% và P/E năm 2026 và 2027 của TCM lần lượt là 13,4 lần và 14,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là chưa hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

KQKD Q1/2026: Yếu nhưng sát dự báo

TCM ghi nhận KQKD Q1/2026 tương đối yếu với lợi nhuận thuần đạt 66 tỷ đồng, giảm 16,1% so với cùng kỳ, trong khi doanh thu thuần đi ngang ở mức 1.010 tỷ đồng do tăng trưởng ở mảng vải và sợi bù đắp cho sự suy yếu của mảng may mặc cốt lõi.

Theo từng mảng, vải là mảng ghi nhận tăng trưởng mạnh nhất với doanh thu thuần tăng 17,2% so với cùng kỳ đạt 178 tỷ đồng, được hỗ trợ nhờ nhu cầu trong nước tăng nhằm tận dụng ưu đãi thuế quan từ các Hiệp định Thương mại Tự do (FTA) thông qua việc đáp ứng quy tắc xuất xứ. Ngược lại, mảng may mặc – mảng đóng góp lớn nhất của TCM – ghi nhận doanh thu giảm 4% so với cùng kỳ xuống 747 tỷ đồng, phản ánh sự suy yếu kéo dài tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt sau một năm 2025 kém tích cực. Trong khi đó, doanh thu mảng sợi tăng 11,3% so với cùng kỳ đạt 79 tỷ đồng từ mức nền thấp của Q1/2025, cho thấy một số dấu hiệu phục hồi.

Theo thị trường, doanh thu tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt của TCM tiếp tục ở mức yếu trong quý. Doanh thu từ Hàn Quốc – thị trường lớn nhất của Công ty – giảm 12,2% so với cùng kỳ xuống 298 tỷ đồng, phản ánh nhu cầu tổng thể suy yếu. Doanh thu tại Mỹ nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ ở mức 140 tỷ đồng sau khi giảm mạnh 29,2% trong năm 2025, trong khi KQKD tại Nhật Bản đặc biệt kém tích cực với doanh thu giảm 24,7% so với cùng kỳ xuống 160 tỷ đồng.

Tăng trưởng tại thị trường nội địa và các thị trường xuất khẩu mới trở thành những điểm sáng chính, giúp doanh thu tổng thể duy trì tương đối ổn định, bù đắp phần nào cho sự suy yếu tại các thị trường xuất khẩu cốt lõi. Doanh thu nội địa tích cực nhất, tăng 31,9% so với cùng kỳ đạt 145 tỷ đồng, chủ yếu nhờ nhu cầu mạnh đối với các sản phẩm vải tại thị trường trong nước. Trong khi đó, doanh thu tại Canada tăng 42% so với cùng kỳ đạt 59 tỷ đồng và doanh thu từ Trung Quốc tăng 18,9% so với cùng kỳ đạt 82 tỷ đồng, cho thấy nỗ lực đa dạng hóa thị trường đang được đẩy mạnh.

Bảng 14: KQKD Q1/2026, TCM

Lợi nhuận thuần giảm 16,1% so với cùng kỳ dù doanh thu đi ngang

Tỷ đồng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,011	1,010	-0.1%
Lợi nhuận gộp	164	152	-6.9%
Chi phí BH&QL	(73)	(77)	5.2%
Lợi nhuận tài chính	9	5	-47.2%
Lợi nhuận thuần	78	66	-16.1%

Nguồn: TCM, HSC

Bảng 15: Các chỉ số quan trọng trong Q1/2026, TCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 110 điểm cơ bản

	Q1/25	Q1/26	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.2%	15.1%	-110bps
Chi phí BH&QL / doanh thu	7.3%	7.6%	38bps
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.7%	6.5%	-124bps

Nguồn: TCM, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 16: Doanh thu thuần theo sản phẩm, TCM

Doanh thu mảng vải và sợi tăng trưởng trong khi mảng may mặc vẫn yếu

TCM	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Hàng may mặc	778	747	-4.0%
Vải	152	178	17.2%
Sợi	71	79	11.3%
Khác	10	6	-40.0%
Doanh thu thuần	1,011	1,010	-0.1%

Nguồn: TCM, HSC

Bảng 17: Doanh thu thuần theo thị trường, TCM

Doanh thu tại các thị trường lớn vẫn yếu

	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Mỹ	141	140	-1.1%
Nhật Bản	213	160	-24.7%
Hàn Quốc	340	298	-12.2%
EU	65	73	12.4%
Canada	42	59	42.0%
Việt Nam	90	145	60.9%
Trung Quốc	69	82	18.9%
Khác	52	54	3.2%

Nguồn: TCM, HSC

Trong Q1/2026, lợi nhuận gộp giảm 6,9% so với cùng kỳ xuống 152 tỷ đồng khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 110 điểm cơ bản xuống 15,1% từ mức 16,2% trong Q1/2025. Trong khi đó, chi phí bán hàng và quản lý tăng 5,2% so với cùng kỳ lên 77 tỷ đồng, khiến tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu tăng lên mức 7,6% (so với mức 7,3% trong Q1/2025). Lợi nhuận tài chính cũng giảm mạnh 47,2% so với cùng kỳ xuống 5 tỷ đồng.

Theo đó, lợi nhuận thuần giảm 16,1% so với cùng kỳ xuống 66 tỷ đồng, phản ánh áp lực từ việc tỷ suất lợi nhuận thu hẹp cũng như lợi nhuận tài chính giảm.

Kế hoạch HĐKD tham vọng cho năm 2026

Tại ĐHCĐ năm 2026 tổ chức ngày 17/4, kế hoạch HĐKD năm 2026 đã được thông qua với doanh thu thuần đạt 4.386 tỷ đồng (tăng trưởng 20,3%) và lợi nhuận thuần đạt 293 tỷ đồng, tăng trưởng chậm hơn ở mức 8,9%. Mục tiêu tăng trưởng lợi nhuận thấp hơn tương đối so với doanh thu phản ánh mức nền cao của năm 2025 và kỳ vọng thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận.

Giải thích về vấn đề này, BLĐ cho biết doanh thu năm 2025 thấp hơn khoảng 20% so với kế hoạch ban đầu là 4.525 tỷ đồng, khiến Công ty phải triển khai các biện pháp kiểm soát chi phí chặt chẽ nhằm cơ bản hoàn thành mục tiêu lợi nhuận. Bước sang năm 2026, BLĐ thừa nhận dư địa để tiếp tục giảm chi phí không còn nhiều. Thay vào đó, các động lực tăng trưởng sẽ tập trung vào phục hồi doanh thu và mở rộng thị trường, điều này có thể đòi hỏi gia tăng chi phí hoạt động trong năm.

Mặc dù đặt kế hoạch tăng trưởng cao nhưng BLĐ vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với triển vọng ngành dệt may năm 2026, do biến động kinh tế vĩ mô kéo dài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu dùng.

Sau KQKD Q1/2026, TCM cần đạt tăng trưởng doanh thu thuần 28,2% và lợi nhuận thuần 19,2% so với cùng kỳ trong phần còn lại của năm để hoàn thành kế hoạch năm 2026 của BLĐ. Theo quan điểm của chúng tôi, các mục tiêu này là rất tham vọng trong bối cảnh nhu cầu từ các khách hàng chủ chốt tại những thị trường trọng điểm của TCM vẫn ở mức yếu.

Xung đột tại Trung Đông chủ yếu làm gia tăng chi phí đầu vào và cước vận tải

Liên quan đến tác động từ căng thẳng leo thang tại Trung Đông và giá dầu tăng cao, BLĐ cho biết ảnh hưởng rõ rệt nhất đối với TCM hiện nay là chi phí đầu vào gia tăng, nhất là chi phí vận chuyển và logistics. Mặc dù phần lớn đơn hàng của TCM được thực hiện theo phương thức FOB – theo đó Công ty chỉ chịu chi phí logistics nội địa ở mức thấp từ kho đến cảng – nhưng cước vận tải tăng cao vẫn có thể tạo ra những tác động gián tiếp. Trong một số trường hợp, khách hàng đã bắt đầu đề nghị Công ty chia sẻ một phần chi phí nhằm bù đắp chi phí logistics gia tăng, qua đó tạo thêm áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.

Triển vọng còn nhiều thách thức; giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận cho các năm 2026-2027

Trong ngắn hạn, HSC cho rằng triển vọng của TCM vẫn còn gặp nhiều thách thức. Chúng tôi cho rằng mảng vải sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu chính, được hỗ trợ nhờ nhu cầu trong nước duy trì ổn định, trong khi mảng may mặc cốt lõi tiếp tục

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

chịu áp lực tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt của TCM do nhu cầu yếu từ các khách hàng của Công ty.

Theo đó, sau khi đánh giá KQKD Q1/2026 và cập nhật triển vọng đối với TCM, HSC gần như giữ nguyên dự báo doanh thu thuần cho các năm 2026-2027 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Ở cấp độ lợi nhuận, chúng tôi giảm bình quân 10% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027, chủ yếu phản ánh giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh chi phí nguyên vật liệu gia tăng, cùng với dự kiến lợi nhuận tài chính giảm khi mặt bằng lãi suất tăng. Theo đó, dự báo điều chỉnh của chúng tôi như sau:

- Năm 2026: Doanh thu thuần đạt 3.724 tỷ đồng (tăng trưởng 2,2%) và lợi nhuận thuần đạt 240 tỷ đồng (giảm 10,8%).
- Năm 2027: Doanh thu thuần đạt 3.853 tỷ đồng (tăng trưởng 3,5%) và lợi nhuận thuần đạt 226 tỷ đồng (giảm 5,8%).
- Năm 2028: Doanh thu thuần đạt 4.020 tỷ đồng (tăng trưởng 4,3%) và lợi nhuận thuần đạt 245 tỷ đồng (tăng trưởng 8,4%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ giảm với tốc độ CAGR 3 năm là 3,1%. Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 18.

Bảng 18: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2028, TCM

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5-14% dự báo lợi nhuận thuần

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu	Điều chỉnh		Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	3,644	3,731	3,900	3,724	3,853	4,020	-0.2%	-1.2%	2.2%	3.5%	4.3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.3%	15.2%	15.3%	15.6%	15.1%	15.4%	44bps	-24bps	-63bps	-59bps	31bps
Lợi nhuận gộp	593	567	597	583	580	617	2.7%	-2.8%	-1.7%	-0.4%	6.5%
Chi phí BH&QL	284	276	292	291	301	314	5.2%	2.8%	2.2%	3.5%	4.3%
Chi phí BH&QL / doanh thu	7.8%	7.4%	7.5%	7.8%	7.8%	7.8%	40bps	30bps	0bps	0bps	0bps
Lợi nhuận tài chính	31	27	29	10	6	5	-61.8%	-80.2%	-66.2%	-45.0%	-12.7%
Lợi nhuận thuần	269	252	264	240	226	245	-4.8%	-14.3%	-10.8%	-5.8%	8.4%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Dự báo cơ cấu doanh thu thuần, TCM

Nhìn chung, chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu thuần

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Hàng may mặc	**2,557**	**2,532**	**2,582**	**2,665**
Tăng trưởng	*-7.6%*	*-1.0%*	*2.0%*	*3.2%*
Điều chỉnh		*-5.4%*	*-6.5%*	
Vải	**678**	**759**	**820**	**886**
Tăng trưởng	*15.0%*	*12.0%*	*8.0%*	*8.0%*
Điều chỉnh		*-1.4%*	*-1.8%*	
Sợi	**268**	**289**	**304**	**319**
Tăng trưởng	*-17.1%*	*8.0%*	*5.0%*	*5.0%*
Điều chỉnh		*22.6%*	*20.3%*	
Khác	**141**	**144**	**147**	**150**
Tăng trưởng	*9.4%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
Điều chỉnh		*199.2%*	*195.7%*	
Tổng	**3,644**	**3,724**	**3,853**	**4,020**
Tăng trưởng	*-4.4%*	*2.2%*	*3.5%*	*4.3%*
Điều chỉnh		*-0.2%*	*-1.2%*	

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 20% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Nắm giữ sau khi giá cổ phiếu giảm gần đây

Sau khi giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 20% giá mục tiêu của TCM xuống 23.400đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá 2% so với thị giá hiện tại. HSC duy trì khuyến nghị Nắm giữ.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá TCM.

- Đối với mảng dệt may cốt lõi của Công ty, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF; theo đó, giá trị vốn CSH trên mỗi cổ phiếu của mảng kinh doanh cốt lõi này là 17.766đ, so với mức dự báo trước đó là 23.512đ.

  Chúng tôi áp dụng giả định WACC hơi cao hơn ở mức 10% (trước đó: 9,9%) do áp dụng giả định chi phí nợ vay cao hơn ở mức 8,5% (trước đó: 8%), trong khi giữ nguyên các giả định gồm beta 0,8, lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

  Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027 (từ cuối năm 2026 trong dự báo trước đó).

- Đối với dự án BĐS Thành Công Tower của Công ty, chúng tôi vẫn áp dụng phương pháp định giá cũ dựa trên giá trị đất, tương ứng 5.662đ/cp.

  Theo BLĐ, tiến độ dự án vẫn bị hạn chế do các vướng mắc pháp lý liên quan đến việc xin điều chỉnh chấp thuận chủ trương đầu tư, mặc dù TCM đã nộp đầy đủ các hồ sơ cần thiết. Tại ĐHCĐ, BLĐ cho biết việc phê duyệt dự kiến sẽ hoàn tất trong Q2/2026 và dự án dự kiến khởi công vào cuối năm 2026.

  Tuy nhiên, HSC vẫn duy trì quan điểm thận trọng và chờ phê duyệt pháp lý chính thức trước khi đưa dự án vào dự báo. Theo đó, chúng tôi hiện vẫn chưa đưa bất kỳ đóng góp nào từ dự án TC Tower vào dự báo do cần thêm sự rõ ràng về tiến độ pháp lý.

Bảng 20: Định giá SOTP, TCM

Chúng tôi điều chỉnh giảm 19,7% giả định giá mục tiêu xuống còn 23.428đ/cp

Đồng/cổ phiếu	Cũ	Mới	Điều chỉnh
HĐKD cốt lõi	23,512	17,766	-24.4%
Thành Công Tower 1	5,662	5,662	0.0%
Tổng	**29,174**	**23,428**	**-19.7%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 21: Tính toán WACC, TCM

WACC là 10%

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

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Định giá DCF đối với mảng kinh doanh hàng dệt may cốt lõi, giữa năm 2027

Giá mục tiêu là 17.766đ/cp

	Đồng
Giá trị hợp lý cuối 2026	17,506
Giá trị hợp lý cuối 2027	18,025
Giá mục tiêu giữa năm 2027	**17,766**

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 23: Định giá DCF cuối năm 2026, TCM

Giá mục tiêu là 17.506đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	1,811
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,215
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	453
Giá trị của doanh nghiệp	1,668
Nợ (cuối năm 2026)	946
Tiền mặt (cuối năm 2026)	1,239
Giá trị vốn CSH	1,961
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	112.0
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	**17,506**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Định giá DCF cuối năm 2027, TCM

Giá mục tiêu là 18.025đ/cp

	Tỷ đồng
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	1,811
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,336
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	369
Giá trị của doanh nghiệp	1,705
Nợ (cuối năm 2027)	983
Tiền mặt (cuối năm 2027)	1,297
Giá trị vốn CSH	2,020
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	112.0
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	**18,025**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TCM

	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	269	240	226	245	269	287
Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	33	47	48	47	48	50
Cộng: Khấu hao	119	144	151	158	165	173
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(226)	(121)	(117)	(116)	(118)	(163)
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(98)	(180)	(182)	(193)	(181)	(206)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**97**	**129**	**126**	**141**	**183**	**141**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Phân tích độ nhạy, TCM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	23,405	22,753	22,156	21,606	21,099
	1.5%	24,139	23,415	22,754	22,149	21,594
	2.0%	24,975	24,163	**23,428**	22,758	22,146
	2.5%	25,936	25,018	24,192	23,445	22,766
	3.0%	27,052	26,002	25,066	24,225	23,466

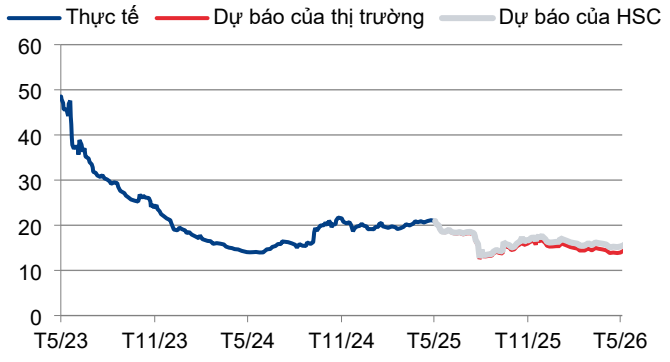
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 6 tháng qua và kém hơn VN Index 25%, TCM đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 13,6 lần (dựa trên dự báo của HSC), thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn (tương đương 23%) so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 17,7 lần. Tuy nhiên, TCM đang có P/E năm 2026 và năm 2027 lần lượt là 13,4 lần và 14,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là đắt so với các doanh nghiệp cùng ngành. HSC duy khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM với giá mục tiêu 23.400đ (tiềm năng tăng giá 2%).

Biểu đồ 27: P/E trượt dự phóng 1 năm, TCM

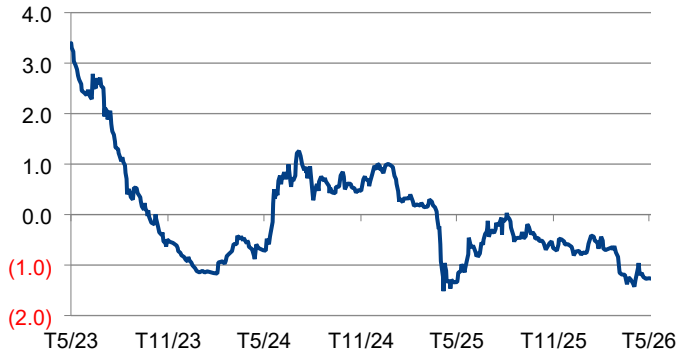
Dựa trên ước tính của chúng tôi, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC

Biểu đồ 28: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCM

...thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 17,7 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 29: So sánh các công ty cùng ngành, TCM

TCM hiện đang giao dịch với P/E 2026 là 13,4 lần, tương đối cao 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 & Thương mại TNG	TNG VN	Việt Nam	95	7.9	7.2	7.1
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	Việt Nam	226	7.1	N/a	N/a
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	154	6.6	6.8	6.6
CTCP Sợi Thế kỷ	STK VN	Việt Nam	69	N/a	9.2	6.5
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			**138**	**6.7**	**7.5**	**6.4**
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	162	12.6	12.5	11.7
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	576	23.9	17.9	15.2
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	8,929	10.4	10.0	9.1
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,376	10.6	9.4	8.4
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	773	28.8	28.2	20.6
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	362	24.7	N/a	N/a
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	324	21.9	21.1	17.6
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	564	32.5	49.5	24.7
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			**1,758**	**20.7**	**21.2**	**15.4**
Bình quân, toàn bộ các công ty cùng ngành			**1,218**	**16.9**	**17.0**	**12.7**
CTCP Dệt may – ĐT – TM Thành Công	**TCM VN**	**Việt Nam**	**97**	**12.5**	**13.4**	**14.1**

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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	3,724	3,853	4,020
Lợi nhuận gộp	617	593	583	580	617
Chi phí BH&QL	(304)	(284)	(291)	(301)	(314)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**313**	**309**	**292**	**280**	**304**
Lãi vay thuần	26.8	30.6	10.3	5.67	4.95
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	(0.09)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	11.0	(0.49)	0	0	0
LNTT	**350**	**339**	**302**	**285**	**309**
Chi phí thuế TNDN	(72.4)	(67.2)	(60.5)	(57.0)	(61.8)
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**	**240**	**226**	**245**
Lợi nhuận thuần ĐC	**235**	**242**	**192**	**183**	**204**
EBITDA ĐC	**434**	**428**	**436**	**430**	**462**
EPS (đồng)	2,094	2,161	1,710	1,634	1,825
EPS ĐC (đồng)	2,094	2,161	1,710	1,634	1,825
DPS (đồng)	0	500	500	500	500
Slg CP bình quân (triệu đv)	112	112	112	112	112
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	112	112	112	112	112
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	112	112	112	112	112

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	313	309	292	280	304
Khấu hao	(122)	(119)	(144)	(151)	(158)
Lãi vay thuần	26.8	30.6	10.3	5.67	4.95
Thuế TNDN đã nộp	(69.9)	(67.9)	(60.5)	(57.0)	(61.8)
Thay đổi vốn lưu động	(1.39)	(154)	(264)	(197)	(195)
Khác	3.70	(12.1)	(47.8)	(54.7)	(53.4)
LCT thuần từ HĐKD	**392**	**235**	**121**	**182**	**210**
Đầu tư TS dài hạn	(237)	(226)	(121)	(117)	(116)
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)**	**(124)**	**(120)**	**(119)**
Cổ tức trả cho CSH	(0.74)	(51.5)	(56.1)	(56.1)	(56.1)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	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**	**(19.5)**	**(19.5)**	**(19.5)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	435	563	814	792	835
LCT thuần trong kỳ	**128**	**252**	**(22.0)**	**42.6**	**71.4**
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.56	(0.60)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**563**	**814**	**792**	**835**	**906**
Dòng tiền tự do	**154**	**9.02**	**0.07**	**64.7**	**93.5**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	563	814	792	835	906
Đầu tư ngắn hạn	533	376	447	462	482
Phải thu khách hàng	556	511	610	669	698
Hàng tồn kho	1,003	987	1,079	1,193	1,345
Các tài sản ngắn hạn khác	35.2	123	124	128	134
Tổng tài sản ngắn hạn	**2,690**	**2,811**	**3,052**	**3,288**	**3,566**
TSCĐ hữu hình	845	760	751	722	684
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	60.3	62.6	65.5
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.34	6.74	6.74	6.74	6.74
Tài sản dài hạn khác	108	353	363	374	386
Tổng tài sản dài hạn	**1,205**	**1,360**	**1,361**	**1,345**	**1,321**
Tổng cộng tài sản	**3,896**	**4,171**	**4,412**	**4,632**	**4,887**
Nợ ngắn hạn	712	743	783	823	863
Phả trả người bán	479	402	421	420	414
Nợ ngắn hạn khác	261	278	284	294	307
Tổng nợ ngắn hạn	**1,518**	**1,513**	**1,580**	**1,632**	**1,683**
Nợ dài hạn	59.6	166	163	159	156
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.50	2.40	2.45	2.54	2.65
Nợ dài hạn khác	16.7	17.7	18.1	18.8	19.6
Tổng nợ dài hạn	**78.8**	**186**	**183**	**181**	**178**
Tổng nợ phải trả	**1,624**	**1,724**	**1,788**	**1,839**	**1,888**
Vốn chủ sở hữu	2,261	2,436	2,611	2,779	2,982
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**	**2,624**	**2,794**	**2,999**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**3,896**	**4,171**	**4,412**	**4,632**	**4,887**
BVPS (đ)	20,181	21,742	23,302	24,802	26,615
Nợ thuần*/(tiền mặt)	208	95.4	154	148	113

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	15.6	15.1	15.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.4	11.7	11.7	11.2	11.5
Tỷ suất LNT (%)	7.24	7.38	6.45	5.87	6.10
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.6	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.6	(4.36)	2.20	3.46	4.32
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	26.4	(1.52)	1.89	(1.23)	7.28
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	81.7	3.20	(20.9)	(4.49)	11.7
Tăng trưởng EPS (%)	109	3.20	(20.9)	(4.49)	11.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	81.7	3.20	(20.9)	(4.49)	11.7
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	23.1	29.2	30.6	27.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.0	11.5	9.51	8.40	8.51
ROACE (%)	13.9	12.3	10.6	9.58	9.80
Vòng quay tài sản (lần)	1.06	0.90	0.87	0.85	0.84
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.25	0.76	0.41	0.65	0.69
Số ngày tồn kho	115	118	125	133	144
Số ngày phải thu	63.5	61.1	70.8	74.6	74.9
Số ngày phải trả	54.7	48.1	48.9	46.8	44.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	11.3	6.77	8.62	7.96	6.36
Nợ/tài sản (%)	21.0	23.5	23.1	22.8	22.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.89	2.29	2.33	2.45	2.37
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.77	1.86	1.93	2.01	2.12
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.59	0.63	0.62	0.59	0.55
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.21	5.40	5.27	5.29	4.82
P/E (lần)	11.0	10.6	13.4	14.1	12.6
P/E ĐC (lần)	11.0	10.6	13.4	14.1	12.6
P/B (lần)	1.14	1.06	0.99	0.93	0.86
Lợi suất cổ tức (%)	0	2.17	2.17	2.17	2.17

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

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

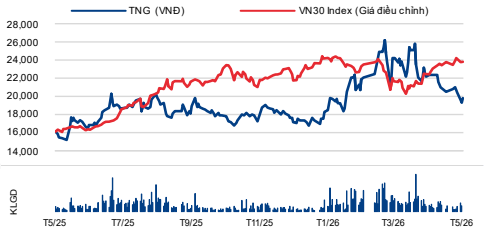
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tăng tỷ trọng *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ23,700 *(từ VNĐ26,200)*
Tiềm năng tăng/giảm: 19.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/5/2026)	19,800
Mã Bloomberg	TNG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,202-26,170
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,567
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,549
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	96.7
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	(11.5)	(10.3)	22.9
So với chỉ số	(16.6)	(11.4)	(16.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,754	2,579	6.8
2027F	2,779	2,807	(1.0)
2028F	3,309	3,131	5.7

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.hpb@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Bùi Nguyên Cẩm Giang, CFA
Trưởng phòng
giang.bnc@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 369

Đơn hàng vững chắc; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 23.700đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG. Triển vọng ngắn hạn của TNG vẫn tương đối tích cực nhờ tình hình đơn hàng vững chắc. Mặc dù chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh thu mạnh sẽ được duy trì nhưng chi phí nguyên vật liệu và nhân công gia tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.
- Chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với giả định tỷ suất lợi nhuận do chi phí đầu vào và chi phí lao động gia tăng, cũng như do tăng giả định lỗ tài chính.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% kể từ khuyến nghị lần đầu của HSC vào ngày 24/3/2026, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần (theo các dự báo của chúng tôi), thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 8,1 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2026

KQKD Q1/2026 tích cực và sát với dự báo của HSC. Trong đó, lợi nhuận thuần tăng mạnh 39% so với cùng kỳ đạt 60 tỷ đồng, sát với dự báo của HSC trước kỳ công bố KQKD ở mức 63 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 1.952 tỷ đồng, tăng 29% so với cùng kỳ và là mức doanh thu Q1 cao nhất trong lịch sử hoạt động của TNG.

Thoạt nhìn, lợi nhuận thuần dường như chủ yếu được hỗ trợ bởi khoản thu nhập khác 25 tỷ đồng liên quan đến bồi thường bảo hiểm, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp công bố giảm đáng kể xuống mức 12,1% (giảm 313 điểm cơ bản so với cùng kỳ). Tuy nhiên, khoản mục này có bản chất là thu nhập từ hoạt động kinh doanh và liên quan đến hoạt động kinh doanh cốt lõi, nhưng được hạch toán vào "thu nhập khác" thay vì vào doanh thu thuần do phương pháp hạch toán.

Sau khi loại trừ yếu tố này, chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa ở khoảng 13,2% (giảm 202 điểm cơ bản so với cùng kỳ), cho thấy áp lực lên tỷ suất lợi nhuận thực tế không quá nghiêm trọng và chủ yếu đến từ chi phí nhân công gia tăng trong quý.

Tác động: Giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028

HSC nhận thấy triển vọng của TNG vẫn tích cực trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chi phí nguyên vật liệu và lao động gia tăng vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi, do lạm phát chi phí đầu vào kéo dài có thể bắt đầu gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ năm 2027, bất chấp đà tăng trưởng doanh thu mạnh.

Theo đó, chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, phản ánh giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh chi phí đầu vào và chi phí lao động gia tăng, cũng như do tăng giả định lỗ tài chính, trong khi tăng bình quân 3,2% dự báo doanh thu thuần. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,7% và 8,8%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% kể từ khuyến nghị lần đầu của HSC vào ngày 24/3/2026, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần (theo các dự báo của chúng tôi), thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 8,1 lần. TNG cũng đang có P/E năm 2026 và năm 2027 lần lượt là 7,2 lần và 7,1 lần, ở mức hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành, cùng với tỷ suất cổ tức khoảng 8%.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	882	930	977 ▼	1,065 ▼	1,185
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	315	393	433	436 ▼	504 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,889	2,500	2,754 ▼	2,779 ▼	3,309 ▼
DPS (đồng)	2,000	1,000	2,000 ▲	1,500	1,500
BVPS (đồng)	14,701	15,555	17,386	19,034	21,194
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.74	6.48	6.44	6.09	5.45
P/E ĐC (lần)	10.5	7.92	7.19	7.12	5.98
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	5.05	10.1	7.58	7.58
P/B (lần)	1.35	1.27	1.14	1.04	0.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	32.3	10.2	0.92	19.1
ROAE (%)	16.8	20.2	20.4	18.6	19.5

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

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Giảm 10% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

KQKD Q1/2026 tích cực và sát với dự báo của HSC với lợi nhuận thuần tăng mạnh 39% so với cùng kỳ và doanh thu thuần tăng 29% so với cùng kỳ. Sau khi xem xét KQKD trên, chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2026-2028 nhưng giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần để phản ánh quan điểm thận trọng hơn đối với giả định tỷ suất lợi nhuận cũng như tăng giả định lỗ tài chính trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng, bất chấp đà tăng trưởng doanh thu mạnh. Sau khi lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2027, chúng tôi giảm 10% giá mục tiêu xuống 23.700đ và duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 19,7%, tương đương P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 7,2 lần và 7,1 lần. Ngoài ra, với giả định cổ tức tiền mặt đạt 1.500đ/cp, TNG hiện mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 8%.

KQKD Q1/2026 tích cực, sát với dự báo

TNG ghi nhận KQKD Q1/2026 tích cực với lợi nhuận thuần đạt 60 tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ), nhìn chung sát với dự báo của HSC trước kỳ công bố KQKD ở mức 63 tỷ đồng. Doanh thu thuần cũng tăng mạnh 29,2% so với cùng kỳ đạt 1.952 tỷ đồng, đánh dấu mức doanh thu Q1 cao nhất trong lịch sử hoạt động của Công ty.

Kết quả doanh thu tích cực được thúc đẩy nhờ lượng đơn hàng mạnh từ các khách hàng chiến lược chủ chốt. Doanh thu từ Decathlon – đối tác lớn nhất của TNG – tăng 39,5% so với cùng kỳ đạt 540 tỷ đồng trong quý. Doanh thu từ Haddad tăng mạnh 165,6% so với cùng kỳ đạt 289 tỷ đồng, trong khi doanh thu từ Asmara cũng tăng mạnh 60,2% so với cùng kỳ đạt 230 tỷ đồng. Ngược lại, doanh thu từ các khách hàng khác chỉ tăng nhẹ 2,5% so với cùng kỳ, phản ánh nhu cầu chưa đồng đều trên tập khách hàng rộng hơn.

Mặc dù doanh thu thuần tăng mạnh 29,2% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận gộp chỉ tăng 2,6% so với cùng kỳ đạt 236 tỷ đồng, do tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp đáng kể xuống mức 12,1%, giảm 313 điểm cơ bản so với mức 15,2% trong Q1/2025. Theo đó, mức tăng trưởng 39,2% so với cùng kỳ của lợi nhuận thuần chủ yếu được hỗ trợ nhờ 25 tỷ đồng thu nhập khác, phần lớn liên quan đến khoản bồi thường bảo hiểm thiệt hại lũ lụt phát sinh trong Q4/2025.

Liên quan đến vấn đề này, BLĐ cho biết khoản thu nhập bảo hiểm 25 tỷ đồng này tương ứng với khoảng 30 tỷ đồng chi phí dự phòng giảm giá hàng tồn kho đã được hạch toán vào giá vốn hàng bán trong Q1/2026. Do phương pháp hạch toán, khoản bồi thường bảo hiểm được hạch toán vào thu nhập khác thay vì vào doanh thu thuần. Trên cơ sở chuẩn hóa, đây là khoản mục mang tính chất hoạt động kinh doanh gắn liền với một mảng kinh doanh cốt lõi của TNG, thay vì một khoản thu nhập không thường xuyên ngoài HĐKD cốt lõi. Trong phần còn lại của năm, khoản thu nhập bảo hiểm này dự kiến sẽ tiếp tục được ghi nhận với giá trị còn lại khoảng 30-40 tỷ đồng.

Sau khi loại trừ yếu tố này, chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp điều chỉnh trong Q1/2026 tăng khoảng 13,5% so với cùng kỳ, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp chỉ giảm nhẹ hơn, giảm 202 điểm cơ bản xuống mức 13,2%. Áp lực lên tỷ suất lợi nhuận điều chỉnh chủ yếu đến từ chi phí lao động gia tăng, khi TNG tuyển thêm khoảng 1.500 lao động trong quý.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 30: KQKD Q1/2026, TNG

Lợi nhuận thuần tăng mạnh 39,2% so với cùng kỳ, đạt 60 tỷ đồng

	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,511	1,952	29.2%
Lợi nhuận gộp	230	236	2.6%
Chi phí BH&QL	(120)	(122)	1.6%
EBIT	109	114	3.8%
Lỗ tài chính	(56)	(63)	12.5%
Thu nhập (chi phí) thuần khác	(0)	25	N.m
Lợi nhuận thuần	43	60	39.2%

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 31: Các chỉ số quan trọng, TNG

Tỷ suất lợi nhuận thuần ổn định ở mức 3,1% dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 313 điểm cơ bản

	Q1/25	Q1/26	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.2%	12.1%	-313bps
Chi phí BH&QL / doanh thu thuần	8.0%	6.3%	-171bps
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.9%	3.1%	22bps

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 32: Cơ cấu doanh thu thuần theo khách hàng, TNG

Doanh thu thuần tăng mạnh, được dẫn dắt bởi các đối tác chủ chốt

Khách hàng	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Decathlon	387	540	39.5%
Haddad	109	289	165.6%
Asmara	144	230	60.2%
Khác	871	892	2.5%
Doanh thu thuần	1,511	1,952	29.2%

Nguồn: TNG, HSC

Bảng 33: Các chỉ tiêu chính đã chuẩn hóa, TNG

Lợi nhuận gộp điều chỉnh ước tính tăng 13,5% so với cùng kỳ

	Q1/25	Q1/26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần điều chỉnh	1,511	1,977	30.9%
Lợi nhuận gộp điều chỉnh	230	261	13.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp điều chỉnh	15.2%	13.2%	-202bps

Nguồn: TNG, HSC

Doanh thu thuần 4 tháng đầu năm 2026 tăng 25% so với cùng kỳ

Vào ngày 4/5, TNG công bố doanh thu thuần tháng 4/2026 đạt 860 tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ. Tính chung 4 tháng đầu năm 2026, doanh thu thuần đạt 2.244 tỷ đồng, tăng mạnh 25% so với cùng kỳ và hoàn thành khoảng 30% kế hoạch doanh thu năm 2026 là 9.500 tỷ đồng.

Trong thời gian tới, BLĐ vẫn tự tin có thể hoàn thành và thậm chí vượt kế hoạch doanh thu thuần năm 2026, được hỗ trợ nhờ giá trị hợp đồng chưa thực hiện vững chắc. Phần lớn các nhà máy hiện đã kín đơn hàng đến hết Q3/2026, trong đó một số nhà máy đã nhận đơn hàng kéo dài đến tháng 10/2026. BLĐ kỳ vọng doanh thu thuần Q2/2026 sẽ tăng khoảng 15-20% so với cùng kỳ, phản ánh nhu cầu tích cực từ các khách hàng chủ chốt.

Những dự báo mới: Giảm bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Trong ngắn hạn, HSC tiếp tục kỳ vọng TNG duy trì tăng trưởng doanh thu tích cực, được hỗ trợ nhờ lượng đơn hàng khả quan từ các khách hàng chủ chốt và năng lực thực thi đã được khẳng định, bất chấp bối cảnh ngành còn nhiều thách thức. Tuy nhiên, chi phí nguyên vật liệu và lao động gia tăng vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi, do chi phí đầu vào tăng cao kéo dài có thể bắt đầu gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận từ năm 2027. Mặc dù TNG có thể chuyển một phần chi phí tăng thêm sang cho khách hàng nhưng chúng tôi cho rằng khả năng tăng giá bán vẫn hạn chế do Công ty cần duy trì lượng đơn hàng ổn định.

Theo đó, HSC tăng bình quân 3,2% dự báo doanh thu thuần cho giai đoạn 2026-2028. Tuy nhiên, chúng tôi giảm bình quân khoảng 8% dự báo lợi nhuận thuần, chủ yếu do áp dụng giả định thận trọng hơn về tỷ suất lợi nhuận trong bối cảnh chi phí đầu vào và chi phí lao động gia tăng, cũng như do tăng giả định lỗ tài chính trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tăng. Theo đó, dự báo điều chỉnh của chúng tôi như sau.

- Năm 2026: Doanh thu thuần đạt 9.866 tỷ đồng (tăng trưởng 13,4%) và lợi nhuận thuần đạt 433 tỷ đồng (tăng trưởng 10,2%). “Thu nhập khác” thuần cả năm đạt 55 tỷ đồng, chủ yếu liên quan đến khoản bồi thường bảo hiểm do lũ lụt đã đề cập ở trên.
- Năm 2027: Doanh thu thuần đạt 10.601 tỷ đồng (tăng trưởng 7,5%) và lợi nhuận thuần đạt 436 tỷ đồng (đi ngang so với 2026).

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

- Năm 2028: Doanh thu thuần đạt 11.218 tỷ đồng (tăng trưởng 5,8%) và lợi nhuận thuần đạt 504 tỷ đồng (tăng trưởng 15,8%).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần giai đoạn 2025-2028 sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt lần lượt 8,7% và 8,8%. Chúng tôi tóm tắt những điều chỉnh dự báo trong Bảng 34.

Bảng 34: Tóm tắt dự báo giai đoạn 2026-2028, TNG

Chúng tôi điều chỉnh giảm 3-13% dự báo lợi nhuận thuần

	Thực tế	Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8,699	9,866	10,601	11,218	3.6%	3.2%	2.7%	13.4%	7.5%	5.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	14.2%	13.5%	13.5%	13.9%	-125bps	-144bps	-111bps	-78bps	1bps	46bps
Lợi nhuận gộp	1,239	1,329	1,428	1,564	-5.1%	-6.8%	-4.9%	7.2%	7.5%	9.5%
Chi phí BH&QL	(559)	(595)	(628)	(664)	-2.4%	-5.9%	-6.5%	6.4%	5.6%	5.6%
Chi phí BH&QL / doanh thu	6.4%	6.0%	5.9%	5.9%	-37bps	-57bps	-58bps	-40bps	-10bps	-1bps
Lỗ tài chính	(205)	(248)	(256)	(269)	11.2%	12.8%	12.8%	20.8%	3.2%	5.4%
Thu nhập thuần khác	10	55	0	0	N.m	N.m	N.m	470%	-100.0%	N.m
Lợi nhuận thuần	393	433	436	504	-3.1%	-13.2%	-7.8%	10.2%	0.6%	15.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.4%	4.1%	4.5%	-30bps	-78bps	-51bps	-13bps	-28bps	39bps

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 35: Dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo và tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa, TNG

Tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa theo dự phóng mới của chúng tôi sẽ giảm trong năm 2026 & 2027

	Thực tế	Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo	14.2%	13.5%	13.5%	13.9%	-125bps	-144bps	-111bps	-78bps	1bps	46bps
Tỷ suất lợi nhuận gộp chuẩn hóa	14.2%	13.9%	13.5%	13.9%				-30bps	-47bps	46bps

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 9,5% giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

Sau khi giảm dự báo, HSC giảm 9,5% giá mục tiêu của TNG xuống 23.700đ. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 19,7% so với thị giá hiện tại. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá TNG và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2027. Trong mô hình DCF, chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%; phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta là 1. Theo đó, giả định WACC là 9,4%. Chúng tôi sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 36: Tính toán WACC, TNG

WACC là 9,4%

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

Nguồn: HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 37: Định giá DCF giữa năm 2027

Giá mục tiêu là 23.712đ/cp

	Đồng
Giá trị hợp lý cuối 2026	22,779
Giá trị hợp lý cuối 2027	24,646
Giá mục tiêu giữa năm 2027	**23,712**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 38: Dòng tiền tự do của doanh nghiệp, TNG

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	433	436	504	550	606
+ Khấu hao	243	264	285	298	307
+ Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)	212	217	226	237	245
- Thay đổi vốn lưu động	(297)	(274)	(259)	(268)	(252)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(490)	(440)	(303)	(340)	(396)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	**101**	**203**	**453**	**478**	**510**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 39: Định giá DCF cuối năm 2026, TNG

Giá mục tiêu là 22.779đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn	7,015
Giá trị của doanh nghiệp	5,739
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,267
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,473
Tiền mặt (cuối 2026)	938
Nợ (cuối 2026)	3,745
Giá trị vốn CSH	2,932
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	128.7
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	22,779

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 40: Định giá DCF cuối năm 2027, TNG

Giá mục tiêu là 24.646đ/cp

Tỷ đồng	
Giá trị dài hạn	7,015
Giá trị của doanh nghiệp	6,179
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,285
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,894
Tiền mặt (cuối 2027)	788
Nợ (cuối 2027)	3,795
Giá trị vốn CSH	3,173
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	128.7
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp)	24,646

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 41: Phân tích độ nhạy, TNG

Kịch bản cơ sở của chúng tôi sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	21,922	20,455	19,076	17,777	16,552
	1.5%	24,426	22,785	21,248	19,806	18,450
	2.0%	27,292	25,439	**23,712**	22,099	20,588
	2.5%	30,605	28,492	26,533	24,712	23,013
	3.0%	34,477	32,040	29,794	27,716	25,790

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

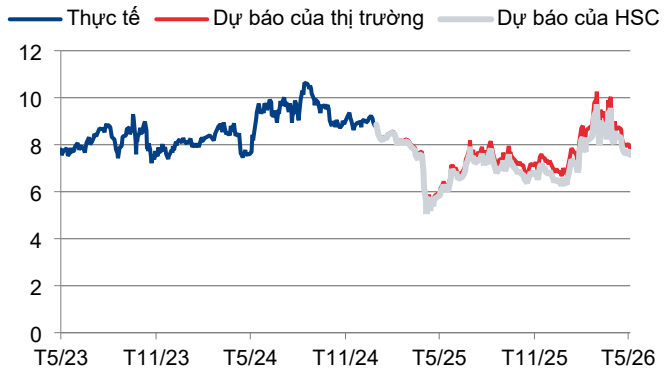
Sau khi giá cổ phiếu giảm 15% kể từ khuyến nghị lần đầu của HSC vào ngày 24/3/2026, TNG đang giao dịch với P/E dự phóng 12 tháng tới là 7,2 lần (theo các dự tính của chúng tôi), thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 5/2023 ở mức 8,1 lần. TNG cũng đang có P/E năm 2026 và 2027 lần lượt là 7,2 lần và 7,1 lần, theo quan điểm của chúng tôi là mức định giá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Ngoài ra, với giả định TNG chi trả cổ tức tiền mặt 1.500đ/cp trong 12 tháng tới, cổ phiếu hiện mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn khoảng 8%. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với TNG với giá mục tiêu 23.700đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 19,7%.

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Biểu đồ 42: 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 7,2 lần...



Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Biểu đồ 43: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TNG

...thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân từ tháng 5/2023 là 8,1 lần

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 44: So sánh các công ty cùng ngành, TNG

TNG đang giao dịch với P/E 2026 là 7,2 lần – mức định giá rẻ so với các công ty cùng ngành

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	97	12.5	13.4	14.1
Tập đoàn Dệt may Việt Nam	VGT VN	Việt Nam	226	7.1	N/a	N/a
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	Việt Nam	154	6.6	6.8	6.6
CTCP Sợi Thế kỷ	STK VN	Việt Nam	69	N/a	9.2	6.5
Bình quân, các công ty cùng ngành trong nước			**137**	**7.9**	**8.9**	**8.2**
Các công ty cùng ngành trong khu vực						
Sabina PLC	SABINA TB	Thái Lan	162	12.6	12.5	11.7
Shenzhen Ellasay Fashion	603808 CH	Trung Quốc	576	23.9	17.9	15.2
Shenzhou International Group Holdings	2313 HK	Hồng Kông	8,929	10.4	10.0	9.1
Crystal International Group	2232 HK	Hồng Kông	2,376	10.6	9.4	8.4
Pearl Global Industries	PGIL IN	Ấn Độ	773	28.8	28.2	20.6
Kitex Garments	KTG IN	Ấn Độ	362	24.7	N/a	N/a
Kewal Kiran Clothing	KEKC IN	Ấn Độ	324	21.9	21.1	17.6
Gokaldas Exports	GEXP IN	Ấn Độ	564	32.5	49.5	24.7
Bình quân, các công ty cùng ngành trong khu vực			**1,758**	**20.7**	**21.2**	**15.4**
Bình quân, toàn bộ các công ty cùng ngành			**1,218**	**17.2**	**17.5**	**13.2**
CTCP Đầu tư & Thương mại TNG	**TNG VN**	**Việt Nam**	**95**	**7.9**	**7.2**	**7.1**

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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	7,656	8,699	9,866	10,601	11,218
Lợi nhuận gộp	1,182	1,239	1,329	1,428	1,564
Chi phí BH&QL	(535)	(559)	(595)	(628)	(664)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**647**	**680**	**734**	**800**	**900**
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(248)	(256)	(269)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(10.4)	9.65	55.0	0	0
LNTT	**390**	**485**	**541**	**545**	**631**
Chi phí thuế TNDN	(75.7)	(91.6)	(108)	(109)	(126)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**315**	**393**	**433**	**436**	**504**
Lợi nhuận thuần ĐC	**243**	**322**	**355**	**358**	**426**
EBITDA ĐC	**882**	**930**	**977**	**1,065**	**1,185**
EPS (đồng)	1,889	2,500	2,754	2,779	3,309
EPS ĐC (đồng)	1,889	2,500	2,754	2,779	3,309
DPS (đồng)	2,000	1,000	2,000	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

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	647	680	734	800	900
Khấu hao	(235)	(250)	(243)	(264)	(285)
Lãi vay thuần	(246)	(205)	(248)	(256)	(269)
Thuế TNDN đã nộp	(67.7)	(61.8)	(108)	(109)	(126)
Thay đổi vốn lưu động	(35.6)	(493)	(460)	(538)	(543)
Khác	(217)	(168)	(193)	(256)	(269)
LCT thuần từ HĐKD	**746**	**419**	**481**	**434**	**529**
Đầu tư TS dài hạn	(254)	(689)	(490)	(440)	(303)
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)**	**(490)**	**(440)**	**(303)**
Cổ tức trả cho CSH	(143)	(273)	(254)	(193)	(193)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	52.5	606	417	50.0	250
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	**(91.0)**	**333**	**163**	**(143)**	**56.9**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	284	445	317	471	322
LCT thuần trong kỳ	**161**	**(128)**	**154**	**(149)**	**283**
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.21)	0.73	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**445**	**317**	**471**	**322**	**604**
Dòng tiền tự do	**492**	**(270)**	**(9.08)**	**(6.35)**	**226**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	445	317	471	322	604
Đầu tư ngắn hạn	260	467	467	467	467
Phải thu khách hàng	740	1,013	1,195	1,347	1,494
Hàng tồn kho	1,074	1,446	1,640	1,825	1,985
Các tài sản ngắn hạn khác	118	126	153	164	174
Tổng tài sản ngắn hạn	**2,638**	**3,368**	**3,925**	**4,125**	**4,723**
TSCĐ hữu hình	1,961	2,456	2,686	2,845	2,846
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**	**3,639**	**3,805**	**3,813**
Tổng cộng tài sản	**5,817**	**6,910**	**7,564**	**7,930**	**8,536**
Nợ ngắn hạn	1,607	2,371	2,630	2,872	3,214
Phả trả người bán	777	862	949	1,019	1,073
Nợ ngắn hạn khác	326	516	446	474	496
Tổng nợ ngắn hạn	**2,751**	**3,818**	**4,078**	**4,424**	**4,845**
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**	**5,326**	**5,479**	**5,808**
Vốn chủ sở hữu	1,892	2,002	2,238	2,450	2,728
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	0	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	**1,892**	**2,002**	**2,238**	**2,450**	**2,728**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**5,817**	**6,910**	**7,564**	**7,930**	**8,536**
BVPS (đ)	14,701	15,555	17,386	19,034	21,194
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,255	3,010	3,274	3,473	3,441

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	13.5	13.5	13.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.5	10.7	9.90	10.0	10.6
Tỷ suất LNT (%)	4.11	4.52	4.39	4.11	4.50
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.4	18.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	7.86	13.6	13.4	7.45	5.82
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	18.4	5.44	5.06	8.97	11.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.0	32.3	10.2	0.92	19.1
Tăng trưởng EPS (%)	12.0	32.3	10.2	0.92	19.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	32.3	10.2	0.92	19.1
Tăng trưởng DPS (%)	150	(50.0)	100	(25.0)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	106	40.0	72.6	54.0	45.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.8	20.2	20.4	18.6	19.5
ROACE (%)	22.5	22.1	22.3	22.9	25.0
Vòng quay tài sản (lần)	1.39	1.37	1.36	1.37	1.36
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.15	0.62	0.66	0.54	0.59
Số ngày tồn kho	60.6	70.7	70.1	72.6	75.0
Số ngày phải thu	41.7	49.6	51.1	53.6	56.5
Số ngày phải trả	43.8	42.2	40.6	40.6	40.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	120	151	147	142	126
Nợ/tài sản (%)	46.5	48.2	49.6	48.0	47.5
EBIT/lãi vay (lần)	2.63	3.32	2.96	3.13	3.34
Nợ/EBITDA (lần)	3.07	3.58	3.84	3.57	3.42
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.96	0.88	0.96	0.93	0.97
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.66	0.69	0.64	0.61	0.58
EV/EBITDA ĐC (lần)	5.74	6.48	6.44	6.09	5.45
P/E (lần)	10.5	7.92	7.19	7.12	5.98
P/E ĐC (lần)	10.5	7.92	7.19	7.12	5.98
P/B (lần)	1.35	1.27	1.14	1.04	0.93
Lợi suất cổ tức (%)	10.1	5.05	10.1	7.58	7.58

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

Báo cáo này là một phần không tách rời của báo cáo ngành trên đây
Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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, TPHCM
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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)