

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

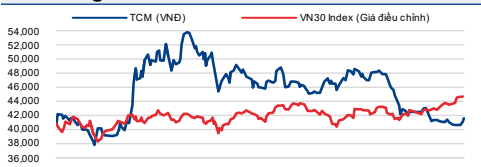
Giá mục tiêu: VNĐ47,700 (từ VNĐ58,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (13/3/2025)	41,600
Mã Bloomberg	TCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,591-53,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	4,237
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	166
Slg CP lưu hành (tr.đv)	102
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	51.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1.82
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	48.3%
Tỷ lệ freefloat	39.3%
Cổ đông lớn	E-land (45.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.22	(12.3)	1.91
So với chỉ số	(2.40)	(15.9)	(6.54)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,639	2,761	(4.4)
2026F	2,969	2,751	7.9
2027F	3,256	2,923	11.4

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

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

Áp lực từ giá bán bình quân thấp; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 19% giá mục tiêu xuống 47.700đ. Mặc dù doanh thu có vẻ triển vọng nhờ xu hướng các công ty may mặc dịch chuyển khỏi Trung Quốc nhưng lợi nhuận dường như chịu áp lực do giá bán bình quân thấp và chi phí đầu vào tăng.
- Chúng tôi giảm 6-7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp (mặc dù tăng 3-4% dự báo doanh thu thuần). Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi (không bao gồm lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024) tăng trưởng 8% trong năm 2025 và 13% trong năm 2026, trong khi dự báo lần đầu cho năm 2027 của chúng tôi cho thấy mức tăng trưởng 10%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, thấp hơn hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 18,8 lần.

Sự kiện: Cập nhật triển vọng năm 2025

Mặc dù doanh thu có vẻ triển vọng nhờ xu hướng các nhà bán lẻ hàng may mặc dịch chuyển khỏi Trung Quốc và tìm nguồn cung ứng từ các địa điểm khác – điều này sẽ mang lại lợi ích cho các trung tâm dệt may khác, bao gồm cả Việt Nam – nhưng lợi nhuận lại chịu áp lực do giá bán bình quân thấp và chi phí đầu vào tăng. Ngoài giá bán bình quân thấp, tăng trưởng lợi nhuận cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi khả năng lợi nhuận tài chính giảm.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026

HSC tăng 3-4% dự báo doanh thu thuần cho năm 2025-2026 nhưng giảm 6-7% dự báo lợi nhuận thuần do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp. Theo đó, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi (không bao gồm lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024) tăng trưởng 8% trong năm 2025 và 13% trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 10%.

Theo dự báo mới của chúng tôi – cao hơn so với bình quân dự báo thị trường – lợi nhuận thuần đạt lần lượt 284 tỷ đồng trong năm 2025, 320 tỷ đồng trong năm 2026 và 351 tỷ đồng trong năm 2027.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn so với VN Index, có thể do định giá cao so với các công ty cùng ngành, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, thấp hơn hơn 0,3 độ lệch chuẩn (tương đương 19%) so với bình quân từ tháng 1/2019 ở mức 18,8 lần. TCM cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 là 15,6 lần, như thường lệ cao hơn đáng kể so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu mới là 47.700đ (từ 58.600đ trước đó); tiềm năng tăng giá 15% so với giá thị trường hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/3.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	344	434	491 ▼	539 ▼	578
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	132	276	284 ▼	320 ▼	351
EPS ĐC (đồng)	1,268	2,563	2,639 ▲	2,969	3,256
DPS (đồng)	640	910	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	19,636	22,199	22,630	24,273	26,180
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	9.03	8.11	7.25	6.57
P/E ĐC (lần)	32.8	16.2	15.8	14.0	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	1.54	2.19	3.61	3.61	3.61
P/B (lần)	2.12	1.87	1.84	1.71	1.59
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(45.6)	102	2.95	12.5	9.67
ROAE (%)	6.65	13.0	12.4	13.4	13.7

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

Giảm 19% giá mục tiêu và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng; vẫn còn giá trị đầu tư

Mặc dù doanh thu có triển vọng tích cực nhờ xu hướng các công ty may mặc dịch chuyển khỏi Trung Quốc nhưng lợi nhuận lại chịu áp lực do giá bán bình quân thấp và chi phí đầu vào tăng. Do đó, HSC tăng 3-4% dự báo doanh thu thuần cho năm 2025-2026 nhưng giảm 6-7% dự báo lợi nhuận thuần do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp và giảm dự báo doanh thu HĐ tài chính. Theo đó, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi (không bao gồm lợi nhuận không thường xuyên trong năm 2024) dự báo tăng trưởng 8% trong năm 2025 và 13% trong năm 2026. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 10%. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo, chúng tôi giảm 19% giá mục tiêu xuống 47.700đ và hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 15% tại giá mục tiêu mới.

Nhìn lại KQKD năm 2024: Mạnh như dự báo

TCM đã công bố KQKD năm 2024 mạnh như dự báo. Doanh thu thuần tăng trưởng 15% đạt 3.810 tỷ đồng và lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 109% đạt 276 tỷ đồng (sát với dự báo của HSC là 272 tỷ đồng). Đáng chú ý, nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên trong năm 2023 – bao gồm khoản lỗ không thường xuyên 17 tỷ đồng từ việc bán cổ phần tại công ty liên kết Savimex (SAV - HSX; chưa khuyến nghị) trong Q2/2023 và khoản lợi nhuận không thường xuyên từ việc bán nhà máy Trảng Bàng trong Q3/2024 – thì lợi nhuận thuần năm 2024 tăng trưởng 77%.

Tất cả các mảng sản phẩm chính đều ghi nhận mức tăng trưởng vững chắc. Doanh thu hàng may mặc tăng trưởng 12%, doanh thu vải tăng trưởng 13%, doanh thu sợi & các sản phẩm khác tăng trưởng 43%. Theo thị trường, Hàn Quốc tiếp tục dẫn đầu với mức tăng trưởng mạnh mẽ 43% nhờ các đơn hàng lớn được cam kết từ đầu năm của cổ đông lớn E-land Asia Holdings. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang Mỹ giảm 10% còn sang Nhật Bản tăng nhẹ 2%.

Bảng 1: KQKD năm 2024, TCM

Lợi nhuận thuần tăng trưởng mạnh 109%

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	3,325	3,810	14.6%
Lợi nhuận gộp	499	617	23.7%
Chi phí BH&QL	284	304	7.1%
Lợi nhuận thuần	132	276	109.2%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	149	264	77.0%

Nguồn: TCM

Bảng 2: Các chỉ số quan trọng trong năm 2024, TCM

Tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng

	2023	2024	Chênh lệch (điểm cơ bản)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.0%	16.2%	118
Chi phí BH&QL/Doanh thu	8.5%	8.0%	-56
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.0%	7.2%	328
Tỷ suất lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	4.5%	6.9%	244

Nguồn: TCM

Bảng 3: Doanh thu thuần theo sản phẩm, TCM

Doanh thu mảng may mặc tăng trưởng 12%

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng
May mặc	2,546	2,851	12.0%
Vải	508	572	12.6%
Sợi	271	387	42.9%
Tổng	3,325	3,810	14.6%

Nguồn: TCM, HSC ước tính

Bảng 4: Doanh thu thuần theo thị trường, TCM

Hàn Quốc là thị trường dẫn đầu

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng
Mỹ	889	804	-9.5%
Hàn Quốc	811	1,159	42.9%
Nhật Bản	648	659	1.7%
Thị trường khác	977	1,188	21.6%
Tổng	3,325	3,810	14.6%

Nguồn: TCM, HSC ước tính

Triển vọng năm 2025: Doanh thu kỳ vọng tăng trưởng mạnh hơn nhưng lợi nhuận chịu áp lực

Doanh thu: Xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ việc các nhà bán lẻ chuyển dịch nguồn cung ra khỏi Trung Quốc; TCM đặt mục tiêu tăng trưởng tốt 19%

HSC dự báo doanh thu sẽ tiếp tục vững chắc trong năm nay. Chúng tôi tin rằng xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sẽ được hưởng lợi từ mức thuế cao hơn mà chính quyền Trump áp lên các sản phẩm Trung Quốc. Điều này có thể dẫn đến việc nhiều

đơn đặt hàng được chuyển từ Trung Quốc sang các trung tâm dệt may khác, bao gồm cả Việt Nam.

Trên thực tế, theo một đại diện của Hiệp hội Dệt may Việt Nam, Việt Nam đã đón nhận một làn sóng đơn hàng dịch chuyển từ Trung Quốc, Bangladesh và Myanmar vào cuối năm 2024. Trong ngắn hạn, từ nay đến cuối Q2/2025, ngành may mặc sẽ tiếp tục phục hồi theo đà từ cuối năm 2024. Các nhà xuất khẩu cũng đang ghi nhận dấu hiệu tăng trưởng khi các thị trường chủ chốt như Mỹ, EU và Nhật Bản phục hồi, thúc đẩy nhu cầu tiêu dùng và giúp giảm đáng kể lượng hàng tồn kho.

Trong bối cảnh thuận lợi này, BLĐ TCM đặt mục tiêu doanh thu tăng trưởng 19%. Bên cạnh Hàn Quốc – thị trường được hỗ trợ bởi E-land (cổ đông lớn của TCM với 47,2% cổ phần) thì trong năm nay Công ty cũng sẽ tập trung nhiều hơn vào thị trường Mỹ.

Lợi nhuận: Áp lực từ giá bán bình quân thấp và lợi nhuận tài chính giảm

Mặc dù triển vọng doanh thu tích cực, tỷ suất lợi nhuận vẫn chịu áp lực do giá bán bình quân thấp, bị ảnh hưởng bởi nhu cầu suy yếu đối với các sản phẩm cao cấp tại các thị trường chủ chốt. Theo Công ty, dù nhận được số đơn hàng lớn, giá bán vẫn ở mức thấp trong khi chi phí đầu vào tiếp tục gia tăng. Do đó, BLĐ duy trì quan điểm thận trọng về lợi nhuận trong năm nay, đặt mục tiêu lợi nhuận thuần đi ngang so với năm ngoái ở mức 278 tỷ đồng.

Ngoài giá bán bình quân yếu, tăng trưởng lợi nhuận cũng sẽ bị ảnh hưởng bởi các khoản mục tài chính. Trong năm 2024, lợi nhuận tài chính đạt 27 tỷ đồng, đảo chiều so với lỗ tài chính 31 tỷ đồng trong năm 2023. Trong đó, lãi thuần từ chênh lệch tỷ giá (chênh lệch giữa lãi và lỗ tỷ giá) là 26,3 tỷ đồng. Tuy nhiên, cho năm 2025, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng, giả định sẽ không có lãi thuần từ chênh lệch tỷ giá.

T1/2025: Lợi nhuận tăng 13% so với cùng kỳ

TCM vừa công bố KQKD tháng 1/2025 của công ty mẹ với lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ đạt 26 tỷ đồng và doanh thu thuần tăng 3% so với cùng kỳ đạt 347 tỷ đồng. Mảng kinh doanh cốt lõi hàng may mặc có doanh thu tăng 11% so với cùng kỳ. Hàn Quốc vẫn là thị trường lớn nhất và mạnh nhất với doanh thu tăng 85% so với cùng kỳ. Chúng tôi trình bày chi tiết trong Bảng 5-7.

Bảng 5: KQKD tháng 1/2025, TCM (công ty mẹ)

Lợi nhuận thuần tăng 13% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	T1/2024	T1/2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	337	347	3.1%
Lợi nhuận thuần	23	26	13.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Cơ cấu doanh thu thuần T1/2025 theo mảng sản phẩm, TCM

Doanh thu mảng may mặc tăng 11% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	T1/2024	T1/2025	% so với cùng kỳ
May mặc	253	281	11.3%
Vải	47	45	-4.3%
Sợi	27	17	-35.6%
Khác	10	3	-65.6%
Tổng	337	347	3.1%

Nguồn: TCM

Bảng 7: Cơ cấu doanh thu thuần T1/2025 theo thị trường, TCM

Hàn Quốc là thị trường ghi nhận doanh thu tăng mạnh nhất

Tỷ đồng	T1/2024	T1/2025	% so với cùng kỳ
Hàn Quốc	77	143	85%
Mỹ	42	36	-14%
Nhật Bản	96	90	-7%
Thị trường khác	199	222	12%
Tổng	337	347	3%

Nguồn: TCM

Dự báo mới

HSC nâng 3-4% dự báo doanh thu thuần cho năm 2025-2026 sau khi nhận thấy triển vọng tươi sáng hơn về doanh thu cho toàn ngành. Tuy nhiên, chúng tôi giảm 6-7% dự báo lợi nhuận thuần do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp và giảm ước tính doanh thu HĐ tài chính. Như đã đề cập, mặc dù doanh thu dường như đầy hứa hẹn, lợi nhuận lại chịu áp lực do giá bán bình quân giảm và chi phí đầu vào tăng. Theo đó, dự báo của HSC như sau:

- Cho năm 2025, doanh thu thuần đạt 4.493 tỷ đồng, tăng trưởng 18% và lợi nhuận thuần đạt 284 tỷ đồng, tăng trưởng 3%.

- Cho năm 2026, doanh thu thuần đạt 4.942 tỷ đồng, tăng trưởng 10% và lợi nhuận thuần đạt 320 tỷ đồng, tăng trưởng 13%.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với doanh thu thuần đạt 5.299 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và lợi nhuận thuần đạt 351 đồng (tăng trưởng 10%).

Bảng 8: Điều chỉnh dự báo năm 2025-2026; dự báo lần đầu cho năm 2027, TCM

HSC điều chỉnh giảm dự báo năm 2025-2026

Tỷ đồng	Dự báo cũ	Thực tế (2024) / Dự báo mới	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2024				
Doanh thu thuần	3,844	3,810	-0.9%	14.6%
Lợi nhuận thuần	272	276	1.5%	109.3%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	260	264	1.5%	77.3%
2025F				
Doanh thu thuần	4,326	4,493	3.9%	17.9%
Lợi nhuận thuần	301	284	-5.6%	2.9%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	301	284	-5.6%	7.7%
2026F				
Doanh thu thuần	4,795	4,942	3.1%	10.0%
Lợi nhuận thuần	342	320	-6.5%	12.5%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	342	320	-6.5%	12.5%
2027F				
Doanh thu thuần		5,299		7.2%
Lợi nhuận thuần		351		9.7%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'		351		9.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: Cơ cấu doanh thu thuần theo sản phẩm, TCM

HSC dự báo doanh thu mảng may mặc sẽ tăng trưởng mạnh 21%

Tỷ đồng	2024		2025F		2026F		2027F
	Cũ	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Lần đầu
May mặc	2,877	2,851	3,260	3,440	3,622	3,784	4,049
Tăng trưởng	12.8%	11.8%	13.3%	20.7%	11.1%	10.0%	7.0%
Điều chỉnh		-0.9%		5.5%		4.5%	
Vải	562	572	618	652	680	717	774
Tăng trưởng	10.5%	12.4%	10.0%	14.0%	10.0%	10.0%	8.0%
Điều chỉnh		1.7%		5.5%		5.4%	
Sợi	324	317	356	317	392	348	376
Tăng trưởng	45.0%	42.2%	10.0%	-0.2%	10.0%	10.0%	8.0%
Điều chỉnh		-2.0%		-11.0%		-11.1%	
Khác	92	70	92	84	102	93	99
Tăng trưởng	91.7%	65.4%	13.3%	20.7%	11.1%	10.0%	7.0%
Điều chỉnh		-13.9%		-8.6%		-9.3%	
Tổng	3,844	3,810	4,362	4,493	4,795	4,942	5,299
Tăng trưởng	15.6%	14.6%	12.5%	17.9%	10.9%	10.0%	7.2%
Điều chỉnh		-0.9%		3.9%		3.1%	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Tỷ suất lợi nhuận gộp, TCM

HSC hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp

	2024		2025F		2026F		2027F
	Cũ	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Lần đầu
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.7%	16.2%	16.80%	15.9%	16.90%	16.1%	16.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Các khoản mục tài chính, TCM

Chúng tôi giảm giả định doanh thu hoạt động tài chính

Tỷ đồng	2024		2025F		2026F		2027F
	Cũ	Thực tế	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Lần đầu
Doanh thu hoạt động tài chính	78	92	74	62.1	80	60.3	62.6
Chi phí tài chính	63	65	62	64.0	59	63.1	62.2
Lợi nhuận/(lỗ) tài chính	15	27	12	-2	21	-3	0.5

Nguồn: HSC ước tính

Giảm 19% giá mục tiêu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận, HSC giảm 19% giá mục tiêu. Với tiềm năng tăng giá 15% từ thị giá hiện tại, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với TCM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào).

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để định giá TCM. Phương pháp định giá SoTP và phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro được trình bày trong Bảng 12-16.

Đối với mảng dệt may cốt lõi của Công ty, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá. Trong mô hình DCF, HSC áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro tiêu chuẩn 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn 7,5%, và beta 0,95. Giả định WACC không đổi là 9,3%. Chúng tôi cũng giữ nguyên giả định về tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%. Theo đó, giá trị vốn CSH trên mỗi cổ phiếu đối với mảng kinh doanh cốt lõi này là 41.440đ.

Trong khi đó, đối với dự án BĐS Thành Công Tower 1, HSC vẫn áp dụng phương pháp định giá cũ dựa trên giá trị đất ở mức 6.228đ/cp.

Bảng 12: Định giá SOTP, TCM

Chúng tôi giảm điều chỉnh 17% giá mục tiêu

Đồng/cổ phiếu	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Mảng kinh doanh cốt lõi	52,397	41,440	-20.9%
Thành Công Tower 1	6,228	6,228	0.0%
Tổng	58,625	47,668	-18.7%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 13: Tính toán dòng tiền tự do của mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận thuần	284	320	351	376	402
Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	19	19	18	21	21
Cộng: Khấu hao	135	138	140	143	146
Trừ: Chi phí đầu tư tài sản cố định	(60)	(59)	(58)	(58)	(60)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(201)	(185)	(174)	(197)	(215)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	177	233	277	285	295

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 14: Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Giá trị hợp lý là 41.440đ

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị dài hạn (với tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%)	4,141
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	3,112
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	841
Giá trị của doanh nghiệp	3,953
Nợ (cuối 2025)	(741)
Tiền mặt (cuối 2025)	1,009
Giá trị vốn CSH	4,221
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	101.9
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng)	41,440

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 15: Định giá dự án BĐS, TCM

NAV là 6.228đ/cp

	Đơn vị	Giá trị
Giá thị trường	Triệu đồng/m ²	100
Diện tích đất	m ²	9,898
Tỷ lệ chiết khấu	%	25%
Doanh thu bán đất	Tỷ đồng	742,350
Chi phí	Tỷ đồng	108,000
Lợi nhuận	Tỷ đồng	634,350
NAV/cổ phiếu	Đồng/cp	6,228

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TCM

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

Đồng		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	47,359	45,584	43,970	42,497	41,146
	1.5%	49,509	47,508	45,700	44,059	42,563
	2.0%	51,989	49,711	47,668	45,826	44,157
	2.5%	54,882	52,259	49,927	47,841	45,962
	3.0%	58,300	55,240	52,547	50,159	48,026

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Dựa trên dự báo của HSC, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn (tương đương 19%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 18,8 lần (Biểu đồ 17-18). TCM cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 là 15,6 lần, như thường lệ cao hơn bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 11,4 lần.

Biểu đồ 17: P/E trượt dự phóng 1 năm, TCM

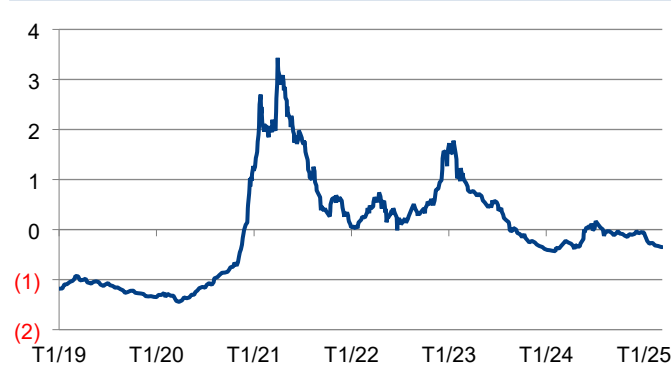
Theo ước tính của HSC, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 18: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCM

...thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 18,8 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2019
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 19: So sánh các doanh nghiệp, TCM

TCM đang giao dịch với định giá cao hơn mức bình quân các công ty cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (triệu USD)	P/E 2025	P/E 2026
CTCP Đầu tư và Thương mại TNG	TNG VN	117	8.8	N/A
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	149	11.8	10.0
Sabina PLC	SABINA TB	266	13.4	12.8
Zhejiang Giuseppe Garment - A	002687 CH	756	11.3	N/A
Biem.L.FDLKK Garment Co LT-A	002832 CH	2490	9.9	N/A
Shenzhen Ellasay Fashion - A	603808 CH	575	13.4	N/A
Bình quân		725	11.4	11.4
CTCP Dệt may - Đầu tư - Thương mại Thành Công		165	15.6	13.8

Nguồn: HSC, Bloomberg

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,325	3,810	4,493	4,942	5,299
Lợi nhuận gộp	499	617	714	796	860
Chi phí BH&QL	(284)	(304)	(359)	(394)	(423)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	215	313	356	402	437
Lãi vay thuần	(31.3)	26.8	(1.81)	(2.72)	0.45
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0.99	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	4.27	11.0	3.77	3.77	3.77
LNTT	189	350	358	403	442
Chi phí thuế TNDN	(55.0)	(72.4)	(71.6)	(80.5)	(88.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.90)	(2.00)	(2.06)	(2.32)	(2.55)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	132	276	284	320	351
Lợi nhuận thuần ĐC	129	261	269	302	332
EBITDA ĐC	344	434	491	539	578
EPS (đồng)	1,101	2,556	2,639	2,969	3,256
EPS ĐC (đồng)	1,268	2,563	2,639	2,969	3,256
DPS (đồng)	640	910	1,500	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	102	102	102	102	102
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	102	102	102	102	102
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	102	102	102	102	102

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	435	563	650	660	717
Đầu tư ngắn hạn	313	533	359	395	424
Phải thu khách hàng	329	556	655	721	773
Hàng tồn kho	1,028	1,003	1,224	1,421	1,603
Các tài sản ngắn hạn khác	26.1	35.2	41.5	45.7	49.0
Tổng tài sản ngắn hạn	2,131	2,690	2,930	3,243	3,565
TSCĐ hữu hình	756	845	761	675	588
TSCĐ vô hình	180	179	174	173	172
Bất động sản đầu tư	2.38	2.31	2.17	2.03	1.89
Đầu tư dài hạn	37.4	62.4	74.2	82.0	88.2
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.34	8.34	8.34	8.34	8.34
Tài sản dài hạn khác	164	108	115	121	127
Tổng tài sản dài hạn	1,149	1,205	1,134	1,062	986
Tổng cộng tài sản	3,279	3,896	4,064	4,304	4,551
Nợ ngắn hạn	632	712	682	652	622
Phải trả người bán	265	479	564	621	665
Nợ ngắn hạn khác	211	261	307	338	362
Tổng nợ ngắn hạn	1,173	1,518	1,633	1,698	1,743
Nợ dài hạn	48.0	59.6	59.6	59.6	59.6
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.50	2.50	2.95	3.24	3.48
Nợ dài hạn khác	18.0	16.7	19.7	21.7	23.3
Tổng nợ dài hạn	68.5	78.8	82.3	84.6	86.4
Tổng nợ phải trả	1,269	1,624	1,746	1,817	1,867
Vốn chủ sở hữu	2,000	2,261	2,305	2,472	2,667
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.1	10.6	12.7	15.0	17.6
Tổng vốn chủ sở hữu	2,010	2,272	2,318	2,487	2,684
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,279	3,896	4,064	4,304	4,551
BVPS (đ)	19,636	22,199	22,630	24,273	26,180
Nợ thuần*/(tiền mặt)	246	208	91.7	51.0	(35.7)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	215	313	356	402	437
Khấu hao	(129)	(122)	(135)	(138)	(140)
Lãi vay thuần	(31.3)	26.8	(1.81)	(2.72)	0.45
Thuế TNDN đã nộp	(53.4)	(69.9)	(71.6)	(80.5)	(88.3)
Thay đổi vốn lưu động	136	(1.39)	(149)	(205)	(193)
Khác	(50.1)	3.70	(22.2)	(22.2)	(18.2)
LCT thuần từ HĐKD	414	392	272	255	300
Đầu tư TS dài hạn	(42.0)	(237)	(60.2)	(58.5)	(58.1)
Góp vốn & đầu tư	(193)	(196)	0	0	0
Thanh lý	57.9	81.6	(2.56)	(2.56)	(2.56)
Khác	115	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(62.4)	(352)	(62.7)	(61.1)	(60.6)
Cổ tức trả cho CSH	(57.9)	(0.74)	(92.8)	(153)	(153)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(194)	92.0	(30.0)	(30.0)	(30.0)
Khác	(87.1)	(3.09)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(339)	88.2	(123)	(183)	(183)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	435	563	650	660
LCT thuần trong kỳ	12.8	128	86.3	10.7	56.6
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	0.56	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	435	563	650	660	717
Dòng tiền tự do	372	154	212	196	242

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.0	16.2	15.9	16.1	16.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.3	11.4	10.9	10.9	10.9
Tỷ suất LNT (%)	3.97	7.24	6.33	6.47	6.62
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.1	20.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(23.3)	14.6	17.9	10.00	7.22
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(29.7)	26.4	13.0	9.86	7.13
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(45.6)	102	2.95	12.5	9.67
Tăng trưởng EPS (%)	(52.8)	132	3.24	12.5	9.67
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(45.6)	102	2.95	12.5	9.67
Tăng trưởng DPS (%)	42.2	42.2	64.8	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	58.1	35.6	56.8	50.5	46.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.65	13.0	12.4	13.4	13.7
ROACE (%)	10.1	13.9	14.8	15.9	16.2
Vòng quay tài sản (lần)	0.98	1.06	1.13	1.18	1.20
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.93	1.25	0.76	0.63	0.69
Số ngày tồn kho	133	115	118	125	132
Số ngày phải thu	42.5	63.5	63.3	63.4	63.5
Số ngày phải trả	34.3	54.7	54.5	54.6	54.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	14.6	11.3	6.47	4.61	1.20
Nợ/tài sản (%)	22.2	21.0	19.7	18.0	16.5
EBIT/lãi vay (lần)	6.87	N/a	197	147	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.12	1.89	1.63	1.44	1.30
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.82	1.77	1.79	1.91	2.05
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.26	1.03	0.89	0.79	0.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.2	9.03	8.11	7.25	6.57
P/E (lần)	37.8	16.3	15.8	14.0	12.8
P/E ĐC (lần)	32.8	16.2	15.8	14.0	12.8
P/B (lần)	2.12	1.87	1.84	1.71	1.59
Lợi suất cổ tức (%)	1.54	2.19	3.61	3.61	3.61

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, 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