

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ30,000 (từ VNĐ28,636)

Tiềm năng tăng/giảm: -4.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (17/9/2025)	31,350
Mã Bloomberg	TCM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	25,273-43,872
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	31,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	3,512
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	133
Slg CP lưu hành (tr.đv)	112
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	56.1
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0.01
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	(0.48)	7.36	(25.3)
So với chỉ số	(5.03)	(17.8)	(47.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,369	2,220	6.7
2026F	2,248	2,232	0.7
2027F	2,323	2,395	(3.0)

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

Vẫn còn chút hy vọng trong bối cảnh khó khăn toàn cầu; duy trì khuyến nghị Năm giữ

- HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với TCM nhưng tăng 4,8% giá mục tiêu lên 30.000đ do thay đổi các giả định định giá. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng từ Q3/2025 trở đi, Công ty sẽ gặp nhiều khó khăn nên đã giảm dự báo lợi nhuận cho nửa cuối năm 2025 và năm 2026.
- Cho giai đoạn 2025-2027, dự báo doanh thu được điều chỉnh giảm bình quân 7%. Trong khi đó, chúng tôi tăng 3,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhưng giảm từ 0,4-2,6% dự báo cho năm 2026-2027 do thay đổi giả định về biên lợi nhuận. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -1%.
- TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 22,3 lần, mức hợp lý theo quan điểm của chúng tôi. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 4% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,7 lần.

Sự kiện: Phân tích KQKD 7 tháng đầu năm 2025

TCM công bố KQKD tháng 7/2025 với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 21% và 4% so với cùng kỳ. KQKD kém khả quan tại các thị trường trọng yếu (Mỹ, Hàn Quốc, Nhật Bản) đa phần được bù đắp bởi sự tăng vọt tại các thị trường mới nổi (Việt Nam, EU, Canada – vốn tăng 58% so với cùng kỳ và đóng góp 26% doanh thu thuần, cao hơn so với mức 17% của một năm trước đó). Vải là phân khúc sản phẩm có KQKD tốt nhất nhờ nhu cầu trong nước tăng, trong khi KQKD của hàng may mặc đi ngang và suy giảm 16% so với cùng kỳ.

Tác động: Điều chỉnh dự báo triển vọng lợi nhuận

Trong 8 tháng đầu năm 2025, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam tăng 8,8% so với cùng kỳ sau khi giảm 4,8% so với cùng kỳ trong tháng 8 – sát với dự báo của chúng tôi rằng xuất khẩu sẽ suy yếu khi thuế 'đổi ứng' của Mỹ có hiệu lực. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng xuất khẩu sẽ ở mức khiêm tốn trong năm 2026, trước áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt, triển vọng nhu cầu yếu đi và rủi ro liên quan đến "hàng hóa trung chuyển" vẫn còn. Mặc dù vậy, chúng tôi tin rằng ngành may mặc của Việt Nam vẫn có vị thế tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh về thuế quan và năng lực sản xuất.

Dựa trên quan điểm này, HSC tăng nhẹ dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng giảm dự báo cho năm 2026-2027. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận năm 2025 tăng trưởng 1,7% (lên 281 tỷ đồng) nhưng giảm 5,1% trong năm 2026 (xuống 266 tỷ đồng), sau đó tăng trưởng 3,3% trong năm 2027. Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 – cao hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường – tăng trưởng bình quân với tốc độ CAGR 3 năm ở mức -1% (trước đó: tăng trưởng 2%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn (hoặc 38%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 12,7 lần. Với mức định giá này, cổ phiếu có vẻ đang sát với giá trị hợp lý trong bối cảnh có nhiều thách thức đang diễn ra.

HSC duy trì khuyến nghị Năm giữ đối với TCM nhưng điều chỉnh tăng 4,8% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 30.000đ (so với 28.600đ trước đó), chủ yếu phản ánh việc điều chỉnh giả định hệ số beta xuống 0,8 (hệ số beta 2 năm đã điều chỉnh của Bloomberg) từ 0,95 trước đó, dẫn đến giả định WACC là 9,9% (trước đó: 11,1%). Giá mục mới cho thấy rủi ro giảm giá 4% tại thị giá hiện tại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	344	434	483	471	482
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	132	276	281	266	275
EPS ĐC (đồng)	1,329	2,330	2,369	2,248	2,323
DPS (đồng)	640	910	1,500 ▲	1,500 ▲	1,500 ▲
BVPS (đồng)	17,851	20,181	21,613 ▲	22,296	23,157
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.1	7.36	6.63	6.91	6.78
P/E ĐC (lần)	23.6	13.5	13.2	13.9	13.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.04	2.90	4.78	4.78	4.78
P/B (lần)	1.76	1.55	1.45	1.41	1.35
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	75.3	1.66	(5.09)	3.32
ROAE (%)	6.65	13.0	12.0	10.8	10.8

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

Những thách thức trong bối cảnh bất ổn; TCM sát với giá trị hợp lý

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam bắt đầu tăng chậm lại sau khi Mỹ áp thuế 'đối ứng' từ ngày 7/8/2025. Trong thời gian tới, HSC dự báo đà tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu tại thị trường Mỹ (và Hàn Quốc) sẽ tăng chậm lại nhưng vẫn tương đối ổn định tại thị trường EU, Nhật Bản và một số thị trường khác. Nhu cầu trên toàn cầu vẫn còn khá mong manh, cạnh tranh về giá ngày càng gay gắt, và rủi ro liên quan đến "hàng hóa trung chuyển" làm tăng thêm sự bất ổn của thị trường – nhưng lợi thế về thuế quan và năng lực sản xuất của Việt Nam có thể phần nào bù đắp cho những khó khăn trên. Trong bối cảnh này, chuỗi cung ứng tích hợp và danh mục khách hàng đa dạng có thể giúp TCM vượt qua những thách thức chung của ngành. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ, với rủi ro giảm giá 4% tại giá mục tiêu mới.

Trong báo cáo này, HSC duy trì khuyến nghị đối với TCM, hiện là công ty ngành dệt may duy nhất trong dskn của chúng tôi. Trước tiên, chúng tôi xem xét lại bối cảnh ngành, bao gồm dữ liệu gần đây và triển vọng trong bối cảnh thuế quan cùng các thách thức và cơ hội khác. Trong các phần sau, chúng tôi sẽ phân tích sâu hơn đối với TCM, đưa ra các dự báo lợi nhuận mới, định giá và khuyến nghị mới.

Bối cảnh ngành

Kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may vững chắc trong 8 tháng đầu năm 2025 nhờ hoạt động nhập trừ hàng trước khi áp thuế

Trong 8 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị xuất khẩu dệt may của Việt Nam (bao gồm hàng may mặc và sợi) tăng 8,4% so với cùng kỳ lên 29,2 tỷ USD. Trong đó, kim ngạch xuất khẩu các sản phẩm sợi giảm 4,1% so với cùng kỳ xuống 2,8 tỷ USD trong khi các sản phẩm may mặc tăng 9,9% so với cùng kỳ lên 26,4 tỷ USD. HSC cho rằng mức tăng trưởng trên của ngành có được một phần là do hoạt động tích trữ hàng của các nhà nhập khẩu Mỹ nhằm tận dụng 90 ngày trước khi chính quyền Tổng thống Donald Trump chính thức áp thuế. Đáng chú ý, chỉ riêng trong tháng 8/2025, kim ngạch xuất khẩu giảm 4,8% so với cùng kỳ, sát với dự báo của chúng tôi rằng đã tăng trưởng sẽ chững lại khi thời hạn 90 ngày kết thúc.

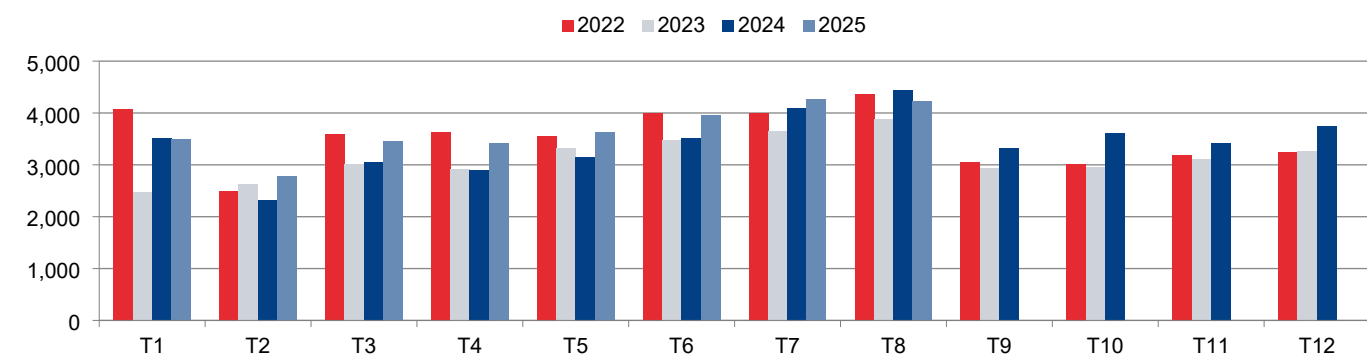
Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất của Việt Nam

Theo dữ liệu mới nhất, xét theo thị trường, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam 8 tháng đầu năm 2025 tiếp tục nhận được sự hỗ trợ từ các thị trường quan trọng. Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ tăng 11,8% so với cùng kỳ đạt 12,07 tỷ USD, kế đến là EU tăng 13,2%, Trung Quốc 9,9% và Nhật Bản 7,8%. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Hàn Quốc giảm 4,7% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, Mỹ vẫn là thị trường lớn nhất, đóng góp 43% kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam.

Tính đến 6 tháng đầu năm 2025, thị phần dệt may và may mặc của Việt Nam tại Mỹ tăng lên 16,6%, cao hơn so với 15,2% trong năm 2024. Nếu chỉ tính hàng may mặc, thị phần của Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2025 đạt 20,4%, cao hơn so với mức 18,9% trong năm 2024. Ngoài ra, Việt Nam là nước có mức tăng trưởng thị phần lớn thứ hai (về giá trị xuất khẩu hàng dệt may và may mặc) tại Mỹ trong 6 tháng đầu năm 2025, chỉ thấp hơn một chút so với Ấn Độ. Điều này chứng tỏ khả năng cạnh tranh mạnh mẽ của Việt Nam trong bối cảnh đơn hàng của Mỹ chuyển từ Trung Quốc sang các nước khác, đặc biệt trong giai đoạn các nhà nhập khẩu tích trữ hàng trước khi áp thuế.

Biểu đồ 1: KNXK ngành Dệt may hàng tháng (triệu USD), Việt Nam

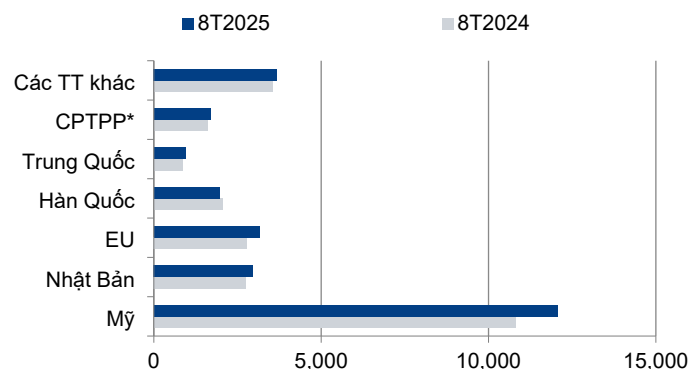
KNXK (bao gồm sản phẩm sợi) tăng 8,4% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2025, so với mức tăng 12,5% trong nửa đầu năm 2025



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Biểu đồ 2: KNXK ngành Dệt may theo thị trường (triệu USD), Việt Nam

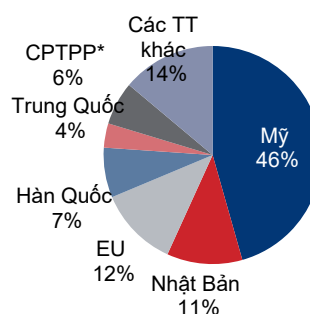
Tăng trưởng trong 8 tháng đầu năm 2025 chủ yếu được thúc đẩy bởi các thị trường Mỹ, EU và Nhật Bản



Nguồn: Hải quan Việt Nam, HSC ước tính

Biểu đồ 3: KNXK ngành Dệt may theo thị trường, Việt Nam

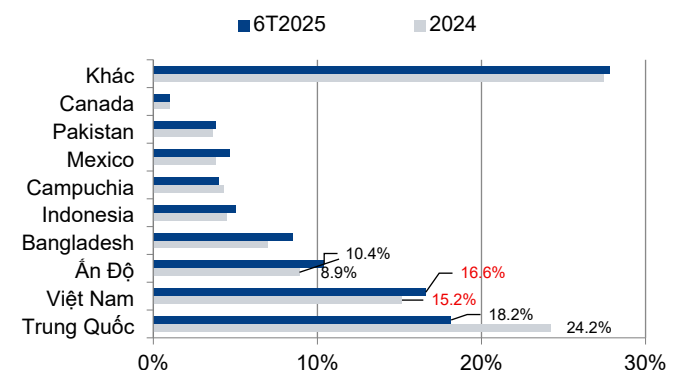
Mỹ tiếp tục là thị trường quan trọng nhất đối với Việt Nam trong 8 tháng đầu năm 2025



Ghi chú: Các quốc gia thuộc Hiệp định Đối tác Toàn diện và Tiến bộ xuyên Thái Bình Dương (CPTPP), không bao gồm Nhật Bản.
Nguồn: Hải quan Việt Nam, HSC ước tính

Biểu đồ 4: Thị phần nhập khẩu hàng dệt may của Mỹ, các quốc gia chính

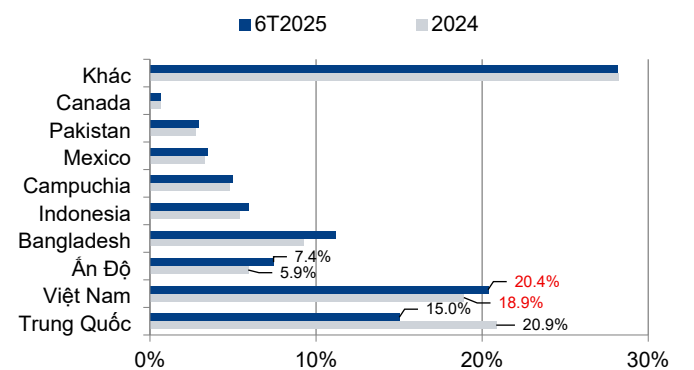
Thị phần của Việt Nam tăng lên 16,6% trong 6 tháng đầu năm 2025, so với mức 15,2% trong năm 2024



Nguồn: US Otexa, HSC

Biểu đồ 5: Thị phần nhập khẩu hàng may mặc của Mỹ, các quốc gia chính

Thị phần của Việt Nam tăng lên 20,4% trong nửa đầu năm 2025, so với mức 18,9% trong năm 2024



Nguồn: US Otexa, HSC

Triển vọng: Doanh thu năm 2026 dự kiến tăng khiêm tốn (so với mức nền cao)

Lưu ý, HSC có quan điểm rằng tốc độ tăng trưởng xuất khẩu của Việt Nam, đặc biệt sang thị trường Mỹ, có khả năng sẽ chậm lại sau ngày 7/8/2025, khi chính sách thuế

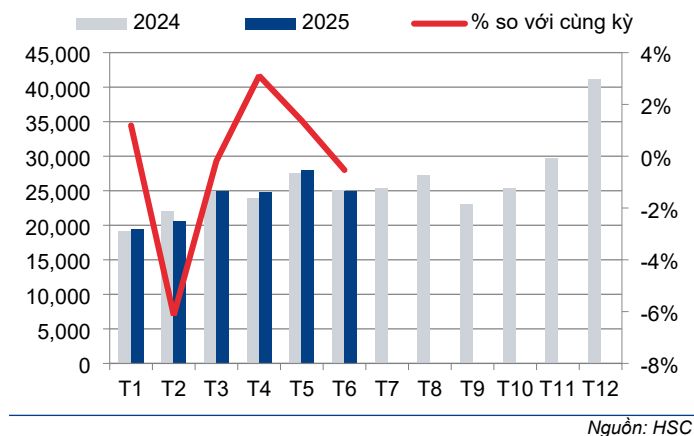
đối ứng của Mỹ có hiệu lực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu xuất khẩu hàng dệt may sẽ tăng chậm lại trong nửa cuối năm 2025, với mức tăng trưởng 2,1% so với cùng kỳ (so với 12,3% trong 6 tháng đầu năm 2025) khi xuất doanh thu khẩu sang Mỹ tăng chậm lại sau giai đoạn các nhà nhập khẩu tích trữ hàng trước khi áp thuế. Lưu ý rằng, trong 8 tháng đầu năm 2025, thị trường Mỹ đóng góp khoảng 61% vào mức tăng trưởng giá trị xuất khẩu hàng dệt may của Công ty. Trong thời gian sắp tới, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng của ngành trong năm 2026 đạt mức 2,4% so với cùng kỳ và đạt mức tăng trưởng 1-3% trong trung hạn, phản ánh mức nền cao của năm 2025, đặc biệt là tại thị trường Mỹ, cũng như quan điểm thận trọng của chúng tôi về tiềm năng tăng trưởng của ngành.

Thị trường Mỹ: Nhu cầu chậm lại; khả năng phân bổ lại đơn hàng

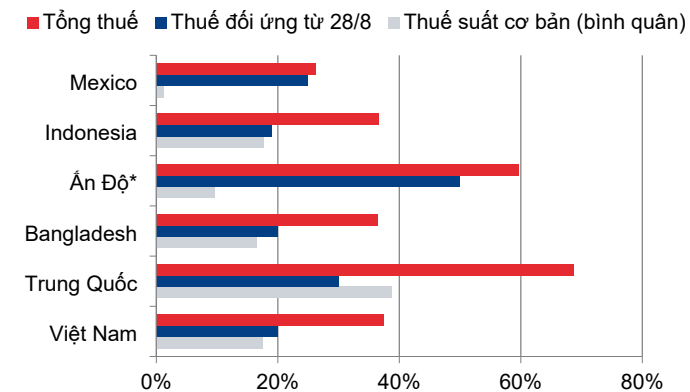
Doanh thu của các cửa hàng may mặc tại Mỹ nhìn chung đi ngang trong 6 tháng đầu năm 2025, chứng tỏ nhu cầu đang chậm (Biểu đồ 6). Do nguồn cung tăng mạnh sau 4 tháng nhập trữ hàng trước khi áp thuế, chúng tôi kỳ vọng kim ngạch nhập khẩu sẽ giảm khi tâm lý người tiêu dùng suy yếu do lo ngại về thuế quan và các nhà bán lẻ xả bớt hàng tồn kho.

Mặc dù điều này mang lại nhiều yếu tố bất lợi cho các lô hàng dệt may của Việt Nam trong nửa cuối năm 2025 và năm 2026, chúng tôi vẫn nhận thấy có một số yếu tố tích cực. Mức thuế 'đối ứng' 20% của Việt Nam vẫn có tính cạnh tranh hơn so với các đối thủ lớn như Trung Quốc (30%) và Ấn Độ (50%, có hiệu lực từ ngày 28/8/2025). Yếu tố này giúp các nhà xuất khẩu Việt Nam duy trì lợi thế về chi phí. Ngoài ra, kết quả của cuộc khảo sát gần đây của Tiến sĩ Sheng Lu, một giáo sư tại Khoa Nghiên cứu Thời trang và May mặc tại Đại học Delaware, cho thấy một số nhà nhập khẩu Mỹ đang có ý định giảm tỷ lệ phụ thuộc vào nguồn hàng từ Trung Quốc, và sắp tới có thể là Ấn Độ, xuống mức một chữ số nếu căng thẳng thuế quan vẫn tiếp diễn.

Biểu đồ 6: Doanh số bán lẻ cửa hàng quần áo/phụ kiện (triệu USD), Mỹ
Doanh số bán lẻ của Mỹ giảm 0,1% so với cùng kỳ trong nửa đầu năm 2025



Biểu đồ 7: Thuế nhập khẩu hàng dệt may vào Mỹ theo các quốc gia chính, 2025
Việt Nam chịu mức thuế 37,5%, tương đối cạnh tranh so với các quốc gia xuất khẩu chủ chốt khác



Ghi chú: Ấn Độ chịu mức thuế bổ sung 25% bên cạnh mức thuế hiện hành 25% kể từ ngày 28/8.
Nguồn: HSC

Điều quan trọng là mức thuế 30% dành cho Trung Quốc vẫn được áp dụng theo thỏa thuận kéo dài thời gian ngừng chiến tranh thuế quan vừa được ký mới có hiệu lực đến ngày 10/11/2025 do Tổng thống Donald Trump đề xuất, cho thấy sự bất ổn lớn về khả năng cạnh tranh của nhà xuất khẩu lớn nhất thế giới này trong giai đoạn sắp tới.

Bên cạnh đó, các thương hiệu thời trang Mỹ đã bắt đầu đa dạng hóa nguồn cung ra khỏi Trung Quốc. Điều này thậm chí đã diễn ra từ nhiệm kỳ đầu tiên của Tổng thống Trump và quá trình này trở nên mạnh mẽ hơn trong thời gian gần đây do căng thẳng thương mại leo thang trên toàn cầu. Không hề bất ngờ khi chính sách thuế quan là mối lo ngại lớn nhất khi các nhà nhập khẩu Mỹ khi họ chuyển sang tìm nguồn cung từ các thị trường mới. Tuy nhiên, câu chuyện không chỉ dừng lại ở chi phí thuế; ngay cả khi phạm vi quốc gia được mở rộng, nguồn cung vẫn sẽ tập trung chủ yếu ở châu Á, nơi có năng lực xuất khẩu và cấu trúc cung ứng tương đồng nhất với Trung Quốc.

Bằng chứng là, một nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ 10 nhà cung cấp sản phẩm may mặc lớn nhất cho thị trường Mỹ trong năm 2024 cho thấy Trung Quốc chiếm ưu thế với 62.000 đơn vị lưu kho (SKU), chiếm 61% số sản phẩm được khảo sát. Ấn Độ và Việt Nam lần lượt xếp ở vị trí thứ hai với khoảng 15.000 SKU mỗi nước, trong khi Campuchia và Bangladesh chỉ ghi nhận lần lượt 3.500 và 3.000 SKU.

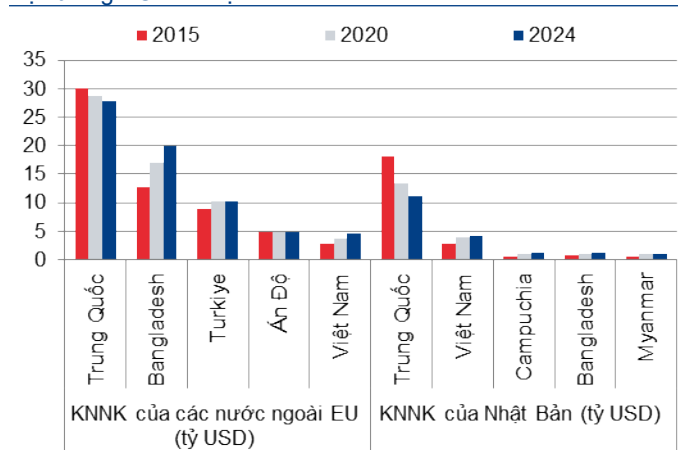
Theo quan điểm của chúng tôi, các nhà sản xuất may mặc Việt Nam có thể giành thêm thị phần khi các nhà nhập khẩu Mỹ phân bổ lại đơn hàng, phần nào hỗ trợ ngành duy trì mức tăng trưởng khiêm tốn trong năm 2026.

Thị trường EU: Có vẻ đang trên đà phục hồi

HSC nhận thấy kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang EU vẫn giữ đà tăng trưởng tích cực, được thúc đẩy bởi mức lạm phát ổn định, dựa trên niềm tin của người tiêu dùng và sức chi tiêu cho hàng tiêu dùng không thiết yếu tại khu vực này. Hiệp định EVFTA, có hiệu lực từ năm 2020, đang dần loại bỏ gần như tất cả các loại thuế quan (99%) đối với các sản phẩm may mặc của Việt Nam sang EU theo lộ trình 5-7 năm, tạo ra lợi thế cạnh tranh bền vững cho các nhà xuất khẩu Việt Nam.

Biểu đồ 8: KNNK hàng may mặc của EU và Nhật Bản

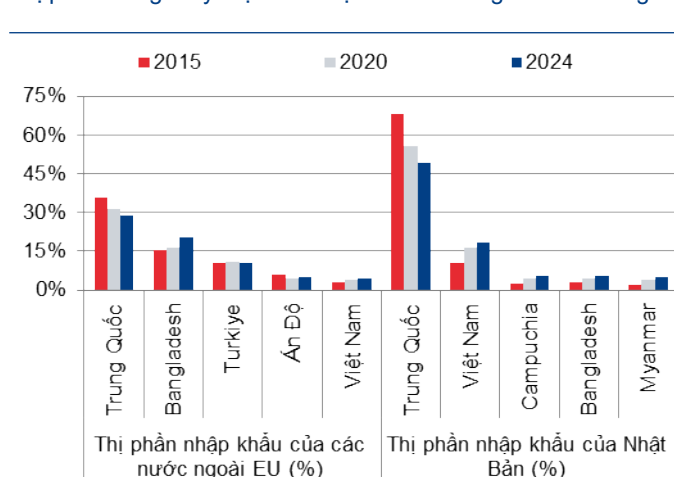
Việt Nam nằm trong nhóm các quốc gia xuất khẩu hàng đầu vào thị trường EU và Nhật Bản



Nguồn: Eurostat, ITC TradeMap, HSC

Bảng 9: Thị phần NK hàng may mặc của EU và Nhật Bản

Thị phần hàng may mặc của Việt Nam đã tăng nhanh chóng



Nguồn: Eurostat, ITC TradeMap, HSC

Do đó, trong danh sách các quốc gia ngoài EU, thị phần may mặc của Việt Nam tại EU tăng trưởng đều đặn, từ 3,3% (tương đương 2,96 tỷ EUR) trong năm 2020 lên 4,4% (tương đương 4,25 tỷ EUR) trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng này sẽ duy trì vì Việt Nam nổi trội như là một trong số ít các nhà sản xuất có chi phí thấp và có cả lợi thế về thuế quan cũng như uy tín đã được kiểm chứng để hưởng lợi từ nhu cầu gia tăng của EU trong năm 2026.

Thị trường Nhật Bản: Nhu cầu tăng; thuế quan ưu đãi

Nhật Bản phụ thuộc rất lớn vào hoạt động sản xuất ở nước ngoài để phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng dệt may của mình, với hơn 98% các sản phẩm dệt may và may mặc của nước này được nhập khẩu. Hiện tại, Việt Nam đã là nhà cung cấp lớn thứ hai tại đây, sau Trung Quốc. Việt Nam có được vị thế này là nhờ tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do có hai nước cùng ký kết. Đáng chú ý là hiệp định CPTPP và Hiệp định Đối tác Kinh tế Toàn diện Khu vực (RCEP) đã củng cố vị thế cạnh tranh của Việt Nam bằng cách giảm thuế nhập khẩu và mở rộng tính linh hoạt của quy tắc xuất xứ. Trong bối cảnh này, các công ty Việt Nam có nhiều cơ hội để thâm nhập thị trường tiềm năng trị giá 55-60 tỷ USD này.

Đáng chú ý, hàng dệt may đã trở thành mảng xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam sang thị trường Nhật Bản (chiếm 17% trong 8 tháng đầu năm 2025), cho thấy các nhà sản xuất Việt Nam nhận được mức độ tin cậy cao từ các khách hàng Nhật Bản. Trong thời gian tới, HSC tin rằng các công ty dệt may của Việt Nam sẵn sàng giành thêm thị phần, nhờ nhu cầu cải thiện, mức độ tin cậy cao và lợi thế về mặt chi phí.

Các thị trường khác: Thị trường Hàn Quốc ảm đạm; nhiều thị trường mạnh lên

Trong số các thị trường lớn khác, xuất khẩu của Việt Nam sang Hàn Quốc tăng chậm lại nhưng vẫn tăng mạnh ở thị trường Trung Quốc, các nước trong khối CPTPP (không bao gồm Nhật Bản) và các thị trường khác. Theo Cơ quan Hải quan Hàn Quốc, trong 6 tháng đầu năm 2025, kim ngạch nhập khẩu hàng may mặc của Hàn Quốc đi ngang so với cùng kỳ ở mức 5,5 tỷ USD, trong đó nhập khẩu từ Việt Nam giảm 2% so với cùng kỳ. Trong 8 tháng đầu năm 2025, kim ngạch xuất khẩu hàng dệt may của Việt Nam sang Hàn Quốc giảm 4,7% so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu của thị trường này tương đối yếu. Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu hàng may mặc của Việt Nam sang Trung Quốc trong 8 tháng đầu năm 2025 tăng 9,9% so với cùng kỳ.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang Hàn Quốc sẽ giảm, nhưng phần sụt giảm tại thị trường này có thể sẽ được bù đắp phần nào từ sự thâm nhập mạnh hơn vào thị trường Trung Quốc, CPTPP và các nước khác, do Việt Nam tham gia nhiều hiệp định thương mại tự do nhằm giảm chi phí thuế quan cũng như khả năng cạnh tranh mạnh mẽ nhờ có năng lực sản xuất tốt, đáp ứng nhu cầu đa dạng của khách hàng.

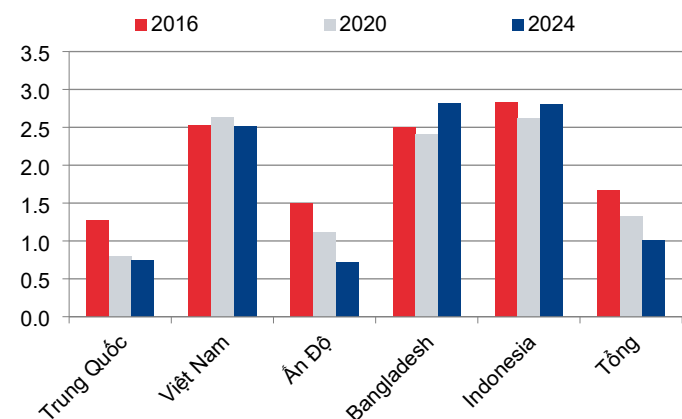
Rủi ro và lo ngại liên quan đến tăng trưởng: Cạnh tranh về giá, nhu cầu yếu đi và hàng hóa trung chuyển

Sự cạnh tranh về giá xuất hiện từ việc đa dạng hóa thị trường

HSC tin rằng xu hướng đa dạng hóa thị trường trên toàn cầu vẫn là ưu tiên hàng đầu trong những năm tới từ cả phía cung và cầu, trong bối cảnh căng thẳng thương mại dai dẳng. Các nhà xuất khẩu vốn trước đây phụ thuộc vào đơn hàng của Mỹ sẽ thâm nhập sâu hơn vào các thị trường khác, dẫn đến sự cạnh tranh về giá trong ngành dệt may.

Biểu đồ 10: Giá đơn vị bình quân (USD/m²) của hàng nhập khẩu vào Mỹ trong giai đoạn 2016-2024

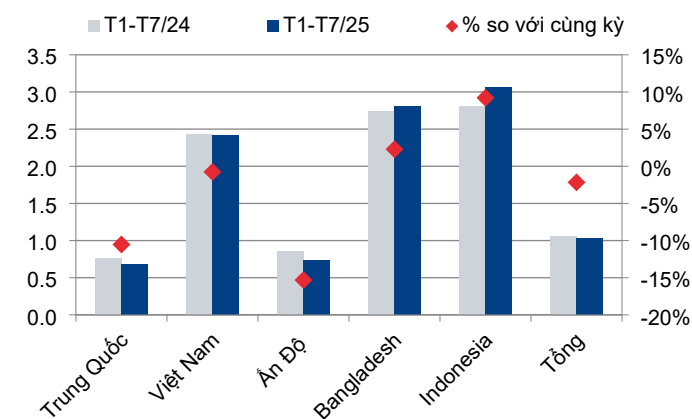
Giá đơn vị bình quân của sản phẩm Trung Quốc đã giảm mạnh kể từ nhiệm kỳ đầu của chính quyền ông Trump



Nguồn: US Otexa, HSC

Biểu đồ 11: Giá đơn vị bình quân (USD/m²) của hàng nhập khẩu vào Mỹ trong năm 2024-25

Trong 7 tháng đầu năm 2025, giá đơn vị bình quân của sản phẩm Trung Quốc & Ấn Độ giảm lần lượt 11% và 15% so với cùng kỳ



Nguồn: US Otexa, HSC

Chúng tôi nhận thấy giá bán bình quân (USD/mét vuông tương đương) của hàng may mặc nhập khẩu vào Mỹ đã giảm mạnh từ năm 2016 đến năm 2024. Trong 7 tháng đầu năm 2025, giá bán bình quân của các lô hàng từ Trung Quốc và Ấn Độ sang Mỹ đã giảm lần lượt 11% và 15% so với cùng kỳ, báo hiệu một cuộc cạnh tranh gay gắt đang ở phía trước. Đáng chú ý, chỉ khoảng một phần năm đến một phần ba sản lượng sản xuất của Trung Quốc là được xuất khẩu. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng nếu doanh thu trong nước của Trung Quốc suy giảm trong bối cảnh bất ổn kinh tế và mức thuế quan của Mỹ tăng cao, sẽ có rủi ro một lượng hàng lớn có giá rẻ từ Trung Quốc tràn vào các thị trường trên toàn cầu.

Đối với thị trường Mỹ, trao đổi với HSC, các chuyên gia trong ngành cho biết, các cuộc đàm phán ở cấp độ công ty với các đối tác Mỹ vẫn còn nhiều thách thức. Hầu như không có thỏa thuận dài hạn và bền vững nào được ký kết. Mức thuế cao hơn đang buộc các nhà xuất khẩu và nhập khẩu phải tìm các đối tác phù hợp để chia sẻ

các chi phí bổ sung. Sự bất ổn này có khả năng gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận của các nhà xuất khẩu trong trung hạn.

Tâm lý người tiêu dùng yếu đi do bất ổn toàn cầu

Nhu cầu tiêu dùng đang trở thành mối lo ngại đáng được quan tâm. Kết quả khảo sát triển vọng trong mùa lễ hội năm 2025 của công ty kiểm toán toàn cầu PWC cho thấy, người tiêu dùng tại Mỹ dự kiến sẽ cắt giảm bình quân 5% chi tiêu so với năm 2024 – lần giảm đáng chú ý đầu tiên kể từ năm 2020. Ngoài ra, 84% có kế hoạch thu hẹp chi tiêu chung trong 6 tháng tới, với lý do là áp lực lạm phát, mức thuế quan mới và chi phí sinh hoạt tăng cao.

Trong trung hạn, rủi ro địa chính trị và chủ nghĩa bảo hộ thương mại gia tăng có thể làm suy yếu hơn nữa triển vọng kinh tế toàn cầu, xói mòn niềm tin người tiêu dùng trên cả thị trường Mỹ và các thị trường ngoài Mỹ thông qua hiệu ứng lan tỏa. Chúng tôi xem đây là yếu tố bất lợi chính đối với đà tăng trưởng của ngành dệt may của Việt Nam trong năm 2026, đặc biệt khi hàng may mặc vẫn là một mặt hàng không thiết yếu và nhạy cảm với tâm lý người tiêu dùng.

"Rủi hàng hóa trung chuyển" vẫn ở đó, tạo áp lực lên Việt Nam

Một rủi ro đáng chú ý khác là khả năng Mỹ áp mức thuế lên đến 40% nếu các sản phẩm bị xem là "hàng trung chuyển". Tại Việt Nam, sản lượng vải trong nước chỉ đáp ứng 25-30% nhu cầu của ngành may mặc, nên hơn một nửa các nhà sản xuất Việt Nam phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu, chủ yếu từ Trung Quốc. Tỷ lệ nội địa hóa thấp, cùng với sự thiếu rõ ràng trong cách thức định nghĩa hàng hóa trung chuyển, tiếp tục tạo ra sự bất ổn đáng kể và đặt ra thách thức cho triển vọng tăng trưởng của ngành.

TCM: Tăng 4,8% giá mục tiêu do điều chỉnh dự báo lợi nhuận và giảm giả định WACC; duy trì khuyến nghị Nắm giữ

KQKD tháng 7 của TCM kém khả quan, với doanh thu thuần giảm 21% và lợi nhuận thuần giảm 4% so với cùng kỳ. Trong 7 tháng đầu năm 2025, doanh thu nhìn chung đi ngang nhưng lợi nhuận thuần tăng 15% so với cùng kỳ nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Sự sụt giảm tại thị trường Mỹ, Hàn Quốc và Nhật Bản phần nào được bù đắp bởi mức tăng trưởng tích cực tại thị trường Việt Nam, Canada và châu Âu. Xét theo phân khúc, doanh thu xuất khẩu hàng may mặc đi ngang, doanh thu bán vải vượt trội còn doanh thu mảng sợi là yếu nhất. Trong thời gian tới, chúng tôi vẫn giữ quan điểm thận trọng về tốc độ tăng trưởng của TCM khi các thách thức của ngành bắt đầu xuất hiện từ Q3/2025 trở đi. Mặc dù vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm 7% dự báo doanh thu giai đoạn 2025-2027 và điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ, với rủi ro giảm giá 4% tại giá mục tiêu mới.

KQKD tháng 7: Kém khả quan, khi tác động từ hoạt động nhập trừ hàng hóa trước khi áp thuế đang giảm dần

TCM đã công bố KQKD tháng 7/2025 với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần giảm lần lượt 21% và 4% so với cùng kỳ. Đúng như dự báo, HSC nhận thấy lợi nhuận đang chậm lại do tác động của hoạt động tích trữ hàng trước khi áp thuế đang giảm dần. Diễn biến này phù hợp với nhận định trước đó của chúng tôi rằng các yếu tố bất lợi của ngành sẽ trở nên rõ rệt hơn trong nửa cuối năm 2025.

Tính chung 7 tháng đầu năm 2025, doanh thu thuần đa phần đi ngang so với cùng kỳ, thấp hơn kỳ vọng, trong khi lợi nhuận thuần tăng 15% so với cùng kỳ nhờ biên lợi nhuận cải thiện. Thông tin chi tiết về KQKD 7/2025 và 7 tháng đầu năm 2025 được thể hiện trong Bảng 12-16.

Bảng 12: KQKD tháng 7/2025, TCM

Tính chung 7 tháng đầu năm 2025, lợi nhuận thuần tăng 15% so với cùng kỳ

	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	400	314	-21%	2,181	2,198	1%
Lợi nhuận thuần	28	26	-4%	162	186	15%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.9%	8.4%		7.4%	8.5%	

Nguồn: TCM

Bảng 13: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, TCM

Tổng doanh thu của TCM tại ba thị trường chính giảm 11% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
Mỹ	99	32	-67%	433	357	-17%
Hàn Quốc	144	60	-58%	650	567	-13%
Nhật Bản	52	64	23%	433	422	-3%
Các thị trường khác	105	158	50%	666	852	28%
Tổng	400	314	-21%	2,181	2,198	1%

Nguồn: TCM, HSC ước tính

Xét theo thị trường, doanh thu của TCM tại Mỹ trong tháng 7 giảm 67% so với cùng kỳ, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của HSC do liên quan đến KQKD của Công ty trong giai đoạn tích trữ hàng 90 ngày trước khi áp thuế. Doanh thu xuất khẩu sang Hàn Quốc giảm 58% so với cùng kỳ, một phần do so với mức nền cao trong năm 2024 và nhu cầu tại thị trường này đang yếu. Ngược lại, doanh thu sang thị trường Nhật Bản tăng trưởng tích cực 23% so với cùng kỳ.

Doanh thu xuất khẩu sang Mỹ của TCM trong 7 tháng đầu năm 2025 giảm 17% so với cùng kỳ, trái ngược với các hoạt động tích trữ hàng sang Mỹ trước khi áp thuế trước thời hạn chính sách thuế mới có hiệu lực từ tháng 8. Doanh thu xuất khẩu sang Hàn Quốc giảm 13% so với cùng kỳ, khi mà năm ngoái TCM có đơn hàng 10 triệu sản phẩm may mặc do cổ đông lớn E-land Asia Holdings (Singapore) đã tăng gần như

gấp đôi so với cùng kỳ. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Nhật Bản giảm 3% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy có yếu tố bù đắp khi doanh thu xuất khẩu sang các thị trường khác tăng mạnh 28% so với cùng kỳ trong 7 tháng đầu năm 2025. Cụ thể, doanh thu trong nước trong tháng 7 tăng 92% so với cùng kỳ đạt 52 tỷ đồng. Canada cũng là một ngôi sao đang lên với doanh thu tháng 7 tăng gần 6,5 lần từ mức nền thấp năm 2024 lên 30 tỷ đồng. EU là một thị trường quan trọng khác với mức tăng trưởng trong tháng 7 đạt 10% so với cùng kỳ lên 50 tỷ đồng.

Trong 7 tháng đầu năm 2025, doanh thu tại Việt Nam, Canada và châu Âu tăng tổng cộng 53% so với cùng kỳ, nhờ doanh thu trong nước tăng 62%, doanh thu xuất khẩu sang châu Âu tăng 18% và Canada tăng gấp đôi. Kết quả trên đã nâng tỷ trọng đóng góp của 3 thị trường này vào tổng doanh thu của TCM trong 7 tháng đầu năm 2025 lên 26,2%, so với mức 17,3% của năm ngoái. HSC cho rằng sự cải thiện trên có được là nhờ Công ty nỗ lực đa dạng hóa danh mục khách hàng trong bối cảnh cạnh tranh thương mại toàn cầu đang diễn ra.

Bảng 14: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, TCM

Doanh thu từ thị trường Việt Nam, EU và Canada tổng cộng tăng 53% so với cùng kỳ, đóng góp 26,2% vào tổng doanh thu

Tỷ đồng	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
Việt Nam	27	52	92%	146	236	62%
EU	46	50	10%	153	181	18%
Canada	4	30	646%	79	160	103%
Tổng	77	132	72%	377	577	53%

Nguồn: TCM, HSC ước tính

Bảng 15: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, TCM

Doanh thu mảng may mặc đi ngang trong khi mảng vải ghi nhận mức tăng nổi bật 29% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ	T7/2024	T7/2025	% so với cùng kỳ
May mặc	322	233	-28%	1,639	1,646	0%
Vải	54	66	23%	303	390	29%
Sợi	21	13	-41%	164	137	-16%
Tổng	400	314	-21%	2,181	2,198	1%

Nguồn: TCM, HSC ước tính

Xét theo phân khúc, doanh thu hàng may mặc và sợi trong tháng 7 giảm lần lượt 28% và 41% so với cùng kỳ xuống 233 tỷ đồng và 13 tỷ đồng, thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Trong khi đó, doanh thu vải tăng 23% so với cùng kỳ lên 66 tỷ đồng, bù đắp một phần cho KQKD yếu kém ở hai phân khúc trên và hỗ trợ tổng doanh thu tháng 7/2025 đạt mức 314 tỷ đồng, giảm 21% so với cùng kỳ.

Lũy kế 7 tháng đầu năm 2025, doanh thu hàng may mặc đi ngang so với cùng kỳ, thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi về các hoạt động tích trữ hàng trước khi áp thuế. Vải là phân khúc có KQKD tốt nhất, tăng 29% so với cùng kỳ vì BLĐ cho rằng nhu cầu vải của các công ty trong nước tăng mạnh khi phải tìm nguồn cung trong nước để đáp ứng các yêu cầu về quy tắc xuất xứ, đặc biệt đối với hàng xuất khẩu sang thị trường EU và CPTPP. Doanh thu xuất khẩu vải sang các nước khác cũng tăng mạnh. Sợi là phân khúc có KQKD kém nhất, giảm 16% so với cùng kỳ và thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi, do nhu cầu sản xuất may mặc hạ nguồn giảm.

Triển vọng toàn cảnh: Khó khăn (tuy vẫn còn một vài tia hy vọng) có thể kéo dài đến năm 2026

Các mối đe dọa: Rủi ro trong ngắn hạn đến từ mức thuế cao hơn của Mỹ và nhu cầu tăng chậm lại

HSC vẫn giữ quan điểm thận trọng rằng các chính sách thuế quan của Mỹ sẽ làm gia tăng sự cạnh tranh trên cả thị trường Mỹ và các thị trường ngoài Mỹ thông qua hiệu ứng lan tỏa. Theo BLĐ, khối lượng đơn hàng đang chậm lại khi khách hàng đang trở nên thận trọng hơn. Nhiều khách hàng đang có động thái “ngồi chờ”, chưa vội đặt các đơn hàng mới có giá trị lớn cho đến khi môi trường kinh doanh cải thiện rõ nét hơn. Tại Mỹ, các thương hiệu thời trang đã bắt đầu xả hàng tồn kho đã tích lũy trong các đợt trữ hàng gần đây. Điều này tiếp tục gây áp lực lên nhu cầu trong ngắn hạn.

Các cơ hội: Vị thế cạnh tranh và chiến lược đa dạng hóa của TCM phần nào bù đắp cho các yếu tố bất lợi

TCM là một trong số ít các công ty dệt may Việt Nam có chuỗi giá trị tích hợp trải dài từ sợi đến may mặc, giúp công ty nắm bắt lợi ích từ nhiều hiệp định thương mại tự do bằng cách đáp ứng các yêu cầu về quy tắc xuất xứ – ví dụ, Nhật Bản với CPTPP và EU với EVFTA. Chúng tôi tin rằng các mặt hàng xuất khẩu của TCM sang Mỹ chịu mức thuế 20%, được hỗ trợ bởi khả năng cạnh tranh của chuỗi giá trị và mức độ tuân thủ (về nguồn gốc xuất xứ) của Công ty, từ đó giảm thiểu rủi ro so với hầu hết các công ty cùng ngành trong nước. Khi mà những công ty này vẫn phải chịu rủi ro bị áp thuế hàng hóa trung chuyển 40%.

Ngoài ra, TCM vẫn duy trì danh mục khách hàng đa dạng, với thị trường Mỹ chỉ chiếm 16,1% tổng doanh thu trong 7 tháng đầu năm 2025. Mức độ phụ thuộc vào thị trường này thấp hơn so với các công ty cùng ngành giúp Công ty giảm thiểu rủi ro nếu thị trường Mỹ sụt giảm mạnh. Trong khi Công ty tiếp tục mở rộng sang các thị trường mới, chúng tôi vẫn thận trọng về triển vọng tăng trưởng do mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt, đặc biệt là từ các đối thủ Trung Quốc và Ấn Độ. Chúng tôi kỳ vọng TCM sẽ giữ được các đơn hàng may mặc tại các thị trường trọng điểm và thúc đẩy đà tăng trưởng doanh thu trong nước đối với phân khúc vải nhờ nhu cầu cải thiện.

Lợi nhuận: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC điều chỉnh giảm bình quân 7% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Về dự báo lợi nhuận thuần, chúng tôi tăng nhẹ dự báo cho năm 2025 nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện (khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm) nhưng giảm nhẹ dự báo cho năm 2026-2027 nhằm phản ánh quan điểm triển vọng thận trọng hơn về tiềm năng tăng trưởng của TCM. Theo đó, dự báo mới cho thấy:

- Cho năm 2025, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 3.958 tỷ đồng và 281 tỷ đồng, tăng trưởng 3,9% và 1,7%.
- Cho năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 4.144 tỷ đồng (tăng trưởng 4,7%) và 266 tỷ đồng (giảm 5,1% so với cùng kỳ).
- Cho năm 2027, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần dự kiến đạt lần lượt 4.325 tỷ đồng và 275 tỷ đồng, tăng trưởng 4,4% và 3,3%.

Bảng 16: Điều chỉnh dự báo cho giai đoạn 2025-2027, TCM

Chúng tôi điều chỉnh nhẹ dự báo lợi nhuận

Tỷ đồng	2024	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3,810	4,272	4,466	4,651	3,958	4,144	4,325	-7.3%	-7.2%	-7.0%	3.9%	4.7%	4.4%
Lợi nhuận thuần	276	272	267	283	281	266	275	3.3%	-0.4%	-2.6%	1.7%	-5.1%	3.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Dự báo cơ cấu doanh thu thuần, TCM

HSC giảm 8-10% dự báo doanh thu mảng may mặc

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F
May mặc	2,851	2,926	3,039	3,161
Tăng trưởng	11.8%	2.6%	3.9%	4.0%
Điều chỉnh	0.0%	-10.0%	-9.2%	-8.3%
Vải	572	695	750	794
Tăng trưởng	12.4%	21.6%	7.8%	6.0%
Điều chỉnh	0.0%	11.3%	9.1%	7.1%
Sợi	317	265	281	292
Tăng trưởng	42.2%	-16.4%	5.8%	4.0%
Điều chỉnh	0.0%	-16.2%	-19.4%	-22.3%
Màng khác	70	72	74	77
Tăng trưởng	65.4%	2.6%	3.9%	4.0%
Điều chỉnh	0.0%	-10.0%	-9.2%	-8.3%
Tổng	3,810	3,958	4,144	4,325
Tăng trưởng	14.6%	3.9%	4.7%	4.4%
Điều chỉnh	0.0%	-7.3%	-7.2%	-7.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Tỷ suất lợi nhuận gộp, TCM

Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp

	2024	2025F		2026F		2027F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.2%	16.0%	16.0%	15.5%	15.4%	15.6%	15.5%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 19: Dự báo chi phí bán hàng & quản lý, TCM

Chúng tôi hạ giả định chi phí BH&QL nhờ tỷ lệ chi phí BH&QL / doanh thu cải thiện

Tỷ đồng	2024	2025F		2026F		2027F	
		Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Chi phí BH&QL	304	341	283	356	307	371	329
% doanh thu	8.0%	8.0%	7.2%	8.0%	7.4%	8.0%	7.6%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 20: Dự báo cho 6 tháng cuối năm 2025, TCM

Theo dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần và lợi nhuận cốt lõi dự kiến sẽ giảm lần lượt 14,9% và 6,9% so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025

Tỷ đồng	Q2/24	Q2/25	% so với cùng kỳ	6T đầu 2024	6T đầu 2025	% so với cùng kỳ	6T cuối 2024	6T cuối 2025	% so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	847	873	3.1%	1,781	1,884	5.8%	2,030	2,074	2.2%
Giá vốn hàng bán	(694)	(713)	2.7%	(1,471)	(1,560)	6.0%	(1,723)	(1,767)	2.5%
Lợi nhuận gộp	153	160	5.0%	310	324	4.6%	307	307	0.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.0%	18.4%		17.4%	17.2%		15.1%	14.8%	
Lợi nhuận HĐ tài chính	15	7	-54.0%	21	16	-24.1%	6	-15	-343.5%
Chi phí BH&QL	(79)	(65)	-17.9%	(163)	(138)	-15.2%	(141)	(145)	2.7%
Chi phí BH&QL / doanh thu	9.4%	7.5%		9.2%	7.4%		6.9%	7.0%	
Lợi nhuận HĐ	89	102	15.4%	167	201	20.3%	172	148	-13.9%
LNTT	91	102	12.3%	170	201	18.0%	180	153	-15.4%
Lợi nhuận thuần	72	81	13.3%	134	160	19.2%	142	121	-14.9%
Lợi nhuận HĐKD cốt lõi*	72	81	13.3%	134	160	19.2%	130	121	-6.9%

Ghi chú: Trong 6 tháng cuối năm 2024, TCM đã ghi nhận 15,1 tỷ đồng khoản thu nhập không thường xuyên.
Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị: Điều chỉnh tăng 4,8% giá mục tiêu, nhưng duy trì khuyến nghị Nắm giữ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh tăng 4,8% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 30.000đ sau khi điều chỉnh các dự báo lợi nhuận và thay đổi các giả định định giá. Mặc dù vậy, với rủi ro giảm giá 4% so với thị giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị Nắm giữ đối với TCM.

Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với những thay đổi đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn, và phương pháp định giá SoTP và các giả định lãi suất phi rủi ro trong Bảng 21- 24. Chi tiết như sau:

- Đối với mảng kinh doanh hàng may mặc và dệt may cốt lõi, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá. Giá trị vốn CSH trên mỗi cổ phiếu của mảng kinh doanh cốt lõi này đạt 24.363đ, thấp hơn so với mức 22.974đ trước đó.

Phương pháp định giá DCF giả định lãi suất phi rủi ro chung của HSC là 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH tiêu chuẩn là 8,75% (không đổi) và hệ số beta là 0,8 lần (theo hệ số beta 2 năm sau điều chỉnh của Bloomberg). Các giả định định giá cho thấy WACC ở mức 9,9% (so với 11,1% trước đó). Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn không đổi ở mức 2%.

- Đối với dự án BĐS Thành Công Tower 1, chúng tôi giữ nguyên phương pháp định giá cũ dựa trên giá trị của lô đất, ở mức 5.662đ/cp.

Bảng 21: Định giá SOTP, TCM

Chúng tôi điều chỉnh tăng 4,8% giá mục tiêu

Đồng	Cũ	Mới	Điều chỉnh
Mảng kinh doanh cốt lõi	22,974	24,363	6.0%
Thành Công Tower 1	5,662	5,662	0.0%
Tổng	28,636	30,025	4.8%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 22: Định giá mảng kinh doanh cốt lõi, TCM

Giá trị hợp lý giữa năm 2026 là 24.363đ

Đồng	Giá trị
Giá trị hợp lý cuối năm 2025	23,720
Giá trị hợp lý cuối năm 2026	25,006
Giá mục tiêu giữa năm 2026	24,363

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 23: Định giá dự án BĐS, TCM

NAV là 5.662đ/cp

	Đơn vị	Giá trị
Thị giá	Triệu đồng/m2	100
Diện tích đất	m2	9,898
Hệ số 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/cổ phiếu	5,662

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 24: Phân tích độ nhạy, TCM

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và 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%	29,825	28,939	28,129	27,385	26,698
	1.5%	30,913	29,922	29,020	28,196	27,440
	2.0%	32,154	31,036	30,025	29,106	28,267
	2.5%	33,584	32,310	31,166	30,134	29,197
	3.0%	35,247	33,781	32,474	31,304	30,249

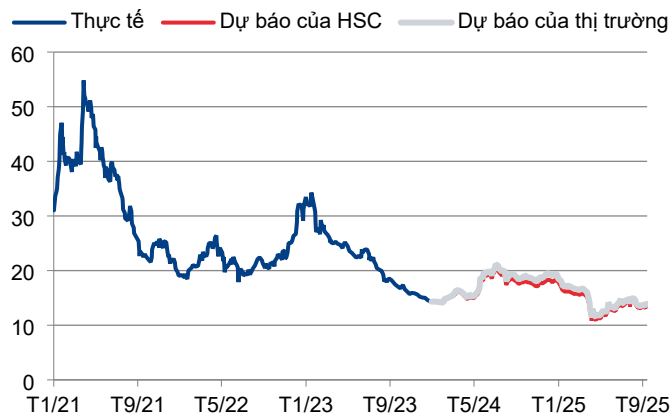
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 7% trong 3 tháng qua, TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần (dựa trên dự báo của chúng tôi), vẫn thấp hơn 1 độ lệch chuẩn (hoặc 38%) so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 22,3 lần (Biểu đồ 25-26). Trong khi đó, TCM có P/E dự phóng năm 2025 ở mức 12,7 lần, tương đương bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực (Bảng 27). Với mức định giá này, cổ phiếu có vẻ đang sát với giá trị hợp lý trong bối cảnh có nhiều thách thức đang đến gần, theo quan điểm của chúng tôi.

Biểu đồ 25: P/E trượt dự phóng 1 năm, TCM

TCM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần (dựa trên ước tính của chúng tôi) ...



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Biểu đồ 26: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, TCM

... thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân là 22,3 lần



Ghi chú: Trên cơ sở trượt dự phóng 12 tháng, dữ liệu từ đầu năm 2021
Nguồn: HSC, Bloomberg

Bảng 27: So sánh các công ty cùng ngành, TCM

TCM đang có định giá hợp lý so với 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	93	10.5	11.1
CTCP May Sông Hồng	MSH VN	151	10.6	9.7
Sabina PLC	SABINA TB	177	13.4	12.6
Zhejiang Giuseppe Garment - A	002687 CH	330	N/a	N/a
Biem.L.FDLKK Garment Co LT-A	002832 CH	1,340	12.9	11.5
Shenzhen Ellasay Fashion - A	603808 CH	426	15.9	12.0
Bình quân		419	12.7	11.4
CTCP Dệt may – ĐT – TM Thành Công		126	12.7	13.3

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	3,958	4,144	4,325
Lợi nhuận gộp	499	617	631	640	671
Chi phí BH&QL	(284)	(304)	(283)	(307)	(329)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	215	313	348	333	342
Lãi vay thuần	(31.3)	26.8	1.10	(1.51)	0.66
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	353	335	346
Chi phí thuế TNDN	(55.0)	(72.4)	(70.7)	(67.1)	(69.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(1.90)	(2.00)	(2.04)	(1.93)	(2.00)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	132	276	281	266	275
Lợi nhuận thuần ĐC	149	261	265	252	260
EBITDA ĐC	344	434	483	471	482
EPS (đồng)	1,177	2,324	2,369	2,248	2,323
EPS ĐC (đồng)	1,329	2,330	2,369	2,248	2,323
DPS (đồng)	640	910	1,500	1,500	1,500
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

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	435	563	745	657	595
Đầu tư ngắn hạn	313	533	317	332	346
Phải thu khách hàng	329	556	620	670	700
Hàng tồn kho	1,028	1,003	1,197	1,357	1,542
Các tài sản ngắn hạn khác	26.1	35.2	36.6	38.3	40.0
Tổng tài sản ngắn hạn	2,131	2,690	2,916	3,054	3,223
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	65.0	68.2	71.3
Đầu tư vào Cty LD,LK	8.34	8.34	8.34	8.34	8.34
Tài sản dài hạn khác	164	108	113	118	124
Tổng tài sản dài hạn	1,149	1,205	1,123	1,045	966
Tổng cộng tài sản	3,279	3,896	4,039	4,099	4,188
Nợ ngắn hạn	632	712	682	652	622
Phải trả người bán	265	479	475	468	471
Nợ ngắn hạn khác	211	261	271	283	296
Tổng nợ ngắn hạn	1,173	1,518	1,497	1,477	1,465
Nợ dài hạn	48.0	59.6	59.6	59.6	59.6
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	2.50	2.50	2.60	2.72	2.84
Nợ dài hạn khác	18.0	16.7	17.4	18.2	19.0
Tổng nợ dài hạn	68.5	78.8	79.6	80.5	81.4
Tổng nợ phải trả	1,269	1,624	1,605	1,586	1,577
Vốn chủ sở hữu	2,000	2,261	2,421	2,498	2,594
Lợi ích cổ đông thiểu số	10.1	10.6	12.7	14.6	16.6
Tổng vốn chủ sở hữu	2,010	2,272	2,434	2,513	2,611
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,279	3,896	4,039	4,099	4,188
BVPS (đ)	17,851	20,181	21,613	22,296	23,157
Nợ thuần/(tiền mặt)	246	208	(3.42)	54.7	85.9

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	215	313	348	333	342
Khấu hao	(129)	(122)	(135)	(138)	(140)
Lãi vay thuần	(31.3)	26.8	1.10	(1.51)	0.66
Thuế TNDN đã nộp	(53.4)	(69.9)	(70.7)	(67.1)	(69.3)
Thay đổi vốn lưu động	136	(1.39)	(162)	(239)	(223)
Khác	(50.1)	3.70	(19.3)	(21.0)	(17.9)
LCT thuần từ HKKD	414	392	256	167	195
Đầu tư TS dài hạn	(42.0)	(237)	(50.9)	(54.0)	(55.0)
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)	(53.5)	(56.5)	(57.6)
Cổ tức trả cho CSH	(57.9)	(0.74)	(92.8)	(168)	(168)
Thu từ phát hành CP	0	0	102	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	(20.9)	(198)	(198)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	422	435	563	745	657
LCT thuần trong kỳ	12.8	128	181	(88.2)	(61.1)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	0.56	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	435	563	745	657	595
Dòng tiền tự do	372	154	205	113	140

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	16.0	15.4	15.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.3	11.4	12.2	11.4	11.2
Tỷ suất LNT (%)	3.97	7.24	7.09	6.43	6.36
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.1	20.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(23.3)	14.6	3.87	4.70	4.36
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(29.7)	26.4	11.3	(2.63)	2.48
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(37.3)	75.3	1.66	(5.09)	3.32
Tăng trưởng EPS (%)	(44.4)	97.4	1.94	(5.09)	3.32
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(37.3)	75.3	1.66	(5.09)	3.32
Tăng trưởng DPS (%)	42.2	42.2	64.8	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.4	39.2	63.3	66.7	64.6
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.65	13.0	12.0	10.8	10.8
ROACE (%)	10.1	13.9	14.2	12.9	12.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.98	1.06	1.00	1.02	1.04
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.93	1.25	0.73	0.50	0.57
Số ngày tồn kho	133	115	131	141	154
Số ngày phải thu	42.5	63.5	68.1	69.8	69.9
Số ngày phải trả	34.3	54.7	52.1	48.8	47.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	14.6	11.3	1.95	4.31	5.44
Nợ/tài sản (%)	22.2	21.0	19.6	18.6	17.6
EBIT/lãi vay (lần)	6.87	N/a	N/a	220	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.12	1.89	1.64	1.62	1.53
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.82	1.77	1.95	2.07	2.20
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.04	0.84	0.81	0.78	0.76
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.1	7.36	6.63	6.91	6.78
P/E (lần)	26.6	13.5	13.2	13.9	13.5
P/E ĐC (lần)	23.6	13.5	13.2	13.9	13.5
P/B (lần)	1.76	1.55	1.45	1.41	1.35
Lợi suất cổ tức (%)	2.04	2.90	4.78	4.78	4.78

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